

平潭全面建设助力公司业绩反转

买入维持评级

目标价格：7.00 元

投资要点：

- 2013 年平潭综合试验区迎来全面建设阶段，岛上发展空间巨大。
- 公司作为 A 股唯一一家在平潭注册的上市公司，将多方位参与平潭的基础设施建设。

报告摘要：

- 2013 年至 2020 年，平潭综合试验区进入全面开发阶段。**中福实业作为 A 股唯一一家注册地在平潭岛的上市公司，目前在平潭综合试验区内的项目包括 90 万方混凝土工程、30 万平米建材城项目、市政园林绿化建设、总部基地建设等多个建设项目，公司将充分受益于平潭综合试验区的全面开发。
- 平潭相关项目 2013 年开始收获。**90 万方混凝土工程 13 年 1 月投入试生产，春节之后将迎来建设施工的旺季，预计 2013 年全年可以提供 50 万方。万宝山公园建设项目合同金额 5500 万元，预计 2013 年年中完成。建材城项目占地 8 万平米，规划建面 40 万平，春节后开始动工，2013 年 4 季度有望实现一期预售，14 年将全面建成，多个项目陆续建设，确保公司业绩 2013 年开始反转。
- 主营林业和密度板有所改善。**2012 年四季度以来，房地产销售持续回暖，公司人造板产能 45 万方，较 2011 年提高 18%。四季度公司对产品进行适度提价，目前库存大幅下降，产销平稳。
- 盈利预测与投资建议：**预计 12-14 年公司营收合计 7.9 亿、12.2 亿、21.3 亿，同比增长 15%、55% 和 74%；净利润 1070 万、1.20 亿和 3.92 亿，对应的 EPS 分别 0.01、0.14 和 0.46，目前的 PE 374X、33X、10X。鉴于平潭岛开发仍处于初期，后期市场空间巨大，公司 13 年业绩反转，给予公司买入评级，目标价 7.00 元，对应 2014 年 PE 15X。

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	499	689	792	1,226	2,139
YoY	55%	38%	15%	55%	74%
净利润	69	10	11	120	393
YoY	13%	-85%	6%	1026%	227%
EPS	0.08	0.01	0.01	0.14	0.46
PE	57.4	395.4	374.1	33.2	10.2

中小市值上市公司研究组

首席分析师：

王凤华 (S1180511010001)

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

资深分析师：

李坤阳(S1180511030001)

电话：010-88013558

Email: likunyang@hysec.com

研究助理：

史余森

电话：010-88013570

Email: shiyusen@hysec.com

岳苗

电话：010-88085965

Email: yuemiao@hysec.com

行情数据

当前股价	4.75
总股本(千股)	847,407
总市值(百万)	3,991
流通市值(百万)	3,939
12月最高价(前复权)	6.3
12月最低价(前复权)	3.16

数据来源：Wind

相关研究

中福实业：竞地公告标志进军平潭项目即将落地	120612
中福实业：主业大幅下滑，转型调整加快	120426
中福实业：携手东方园林开发平潭绿化项目	111128
中福实业：依托林业资产，分享平潭政策红利	111121

目录

公司基本情况	4
公司简介	4
股权结构	4
平潭综合试验区进入全面开发阶段.....	5
平潭相关项目 2013 年开始贡献业绩，公司业绩反转.....	6
90 万方混凝土工程年初投产	6
市政绿化工程启动，年中完工	7
建材城春节后开工，4 季度有望实现预售，14 年将全面建成	7
主营林业和密度板有所改善.....	8
盈利预测与估值	9
股价催化剂	9
相关风险	10
财务报表及附录	11

插图

图 1: 中福实业股权结构.....	4
图 2: 平潭综合试验区总体规划（2010-2030）——周边关系图.....	6
图 3: 平潭综合试验区总体规划（2010-2030）——主岛功能布局结构图.....	6
图 4: 中福实业混凝土工程现场.....	7
图 5: 中福实业建材城效果图.....	8

表格

表 1: 中福实业分项盈利预测.....	9
表 2: 公司 2012-2014 年财务报表预测.....	11
表 3: 公司 2012-2014 年财务指标预测.....	12

公司基本情况

公司简介

中福实业主要从事造林营林、林产品加工（主要为中、高密度板的生产与销售）和种苗培育等业务。

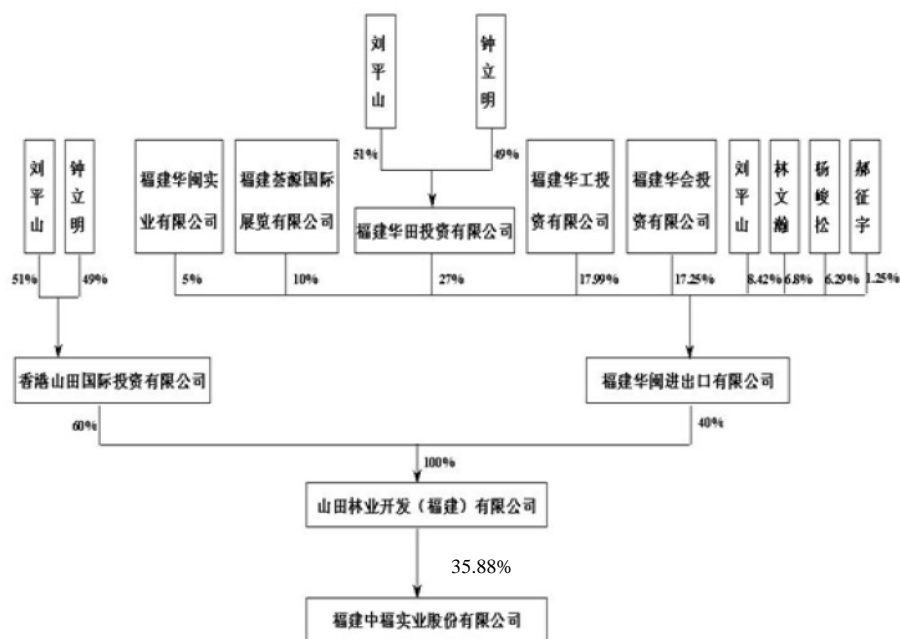
由于从 2011 年起，福建省连续三年暂停天然阔叶林的采伐和天然针叶林的皆伐，严格控制低产林改造，造成公司砍伐指标减少约三分之一，林业业绩出现明显下降。中高密度纤维板行业产能扩张较快，原材料供给减少、成本上升，加之消费市场持续低迷，行业竞争异常激烈。需求低迷和供给收缩共同导致公司的传统业务发展缓慢，募投项目低于之前预期。

然而平潭综合试验区的全面开发为公司提供了新的增长动力。公司目前是 A 股唯一一家注册地在平潭岛的上市公司，公司与平潭管委会达成了多项互利双赢合作协议，具体项目包括 90 万方混凝土工程、30 万平米建材城项目、市政园林绿化建设、总部基地建设等多个项目。随着平潭综合试验区进入全面开发阶段，公司的主营收入和利润贡献都将主要来自于平潭综合试验区的相关业务。

股权结构

中福实业第一大股东山田林业开发（福建）有限公司实际持有公司 35.88%的股权，实际控制人刘平山，通过控股和参股第一大股东的形式，合计持有上市公司 14.1%的股权。

图 1：中福实业股权结构



资料来源：公司年报及公告，宏源证券研究所

刘平山现任山田林业开发（福建）有限公司董事长，中福实业股份有限公司董事长，福建省第十一届人大代表。

平潭综合试验区进入全面开发阶段

2009 年 5 月，国务院正式下发《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》，海西建设从区域战略上升为国家战略。平潭岛地处海西“桥头堡”，《意见》指出，“在现有海关特殊监管区域政策的基础上，进一步探索在福建沿海有条件的岛屿设立两岸合作的海关特殊监管区域，实行更加优惠的政策”。

2009 年 7 月，福建省委、省政府作出设立福州（平潭）综合实验区的决定，积极探索开展两岸区域合作，建立两岸更加紧密合作交流的区域平台，努力把平潭建设成为探索两岸合作新模式的示范区和海峡西岸经济区科学发展的先行区。

2011 年 11 月，国务院批准、发改委正式发布《平潭综合实验区总体发展规划》。《规划》同意平潭实施全岛放开，在通关模式、财税支持、投资准入、金融保险、对台合作、土地配套等方面赋予平潭综合实验区比经济特区更加特殊、更加优惠的政策。《规划》范围包括海坛岛及附属岛屿，陆域面积 392.92 平方公里，总人口 39 万人，规划期至 2020 年。

2009 年至 2012 年为平潭综合试验区开发起步阶段，综合实验区内基础设施显著改善，全方位开放开发的基础设施框架初步形成；两岸合作的特色产业开始起步，生态环境质量及公共服务明显改善。

2012 年平潭综合试验区外资企业总数达 125 户，其中台资企业新增 48 户，同比增长 118%；外商注册资本和外商投资总额分别增长 59% 和 48%。

2013 年至 2020 年，平潭综合试验区进入全面开发阶段。规划力争在“十二五”末将平潭连接长乐至平潭海峡二桥及长（乐）平（潭）高速、福（州）平（潭）高铁等交通通道、岛外调水工程基本建成，主岛海坛岛的供水、供电等配套基础设施更加完善。

此外，2013 年 1 月印发的《全国海洋经济发展“十二五”规划》中也提到要深入贯彻《中华人民共和国海岛保护法》，认真实施《全国海岛保护规划》，统筹海岛保护、开发与建设，严格规范海岛开发利用秩序，强化海岛分类管理，实现海岛的合理开发与可持续利用。重点开发三大海（群）岛。根据国家区域发展总体战略，统筹考虑海岛的区位条件、发展潜力和生态环境容量，重点开发浙江舟山群岛新区、福建平潭综合实验区和广东横琴岛。

福建平潭综合实验区重点发展高新技术产业、海洋产业、旅游业和现代服务业，积极开展两岸产业合作，加强两岸关键产业领域与核心技术联合研究开发，建设海峡西岸高新技术产业基地、现代服务业集聚区、海洋经济示范基地和国际知名的海岛旅游休闲目的地，将其打造成为两岸交流合作的先行区、体制机制改革创新示范区、两岸同胞共同生活的宜居区、海峡西岸科学发展的先导区。

平潭综合试验区的全面开发将激发岛上相关基础设施的大规模投资，中福实业作为 A 股唯一一家注册地在平潭岛的上市公司，目前在平潭综合试验区内的项目包括 90 万方混

凝土工程、30 万平米建材城项目、市政园林绿化建设、总部基地建设等多个建设项目，将充分受益于平潭综合试验区的全面开发。

图 2：平潭综合试验区总体规划（2010-2030）——周边关系图



资料来源：公司调研，宏源证券研究所

图 3：平潭综合试验区总体规划（2010-2030）——主岛功能布局结构图



资料来源：公司调研，宏源证券研究所

平潭相关项目 2013 年开始贡献业绩，公司业绩反转

2011 年 9 月，公司与平潭综合实验区管委会签订合作框架协议，公司在平潭综合实验区投资建设装饰装潢市场、混凝土搅拌、建材物流和城市绿化等项目。经过 2012 年的一年的先期投入，多个项目都取得了不同程度的进展，2013 年开始平潭相关项目将开始贡献业绩，促使公司业绩反转。

90 万方混凝土工程年初投产

2011 年 12 月，中福实业与台湾荣工工程股份有限公司共同出资在平潭岛组建混凝土股份有限公司，中福实业在合资公司中的股权占比 60%。

荣工工程是台湾地区一家颇具规模和实力的综合性工程营造企业，曾参与台湾十大建设、台北 101 大楼、雪山隧道等项目建设。中福实业与荣工工程合作，有利于借助合作方在商品混凝土和工程建设领域的优势，迅速提升公司在混凝土工程方面的优势。

目前合资公司年产 90 万方的混凝土搅拌项目进展顺利，项目已经完成工程建设、设备采购安装和生产线调试，2013 年 1 月投入试生产。春节之后将迎来建设施工的旺季，预计 2013 年全年可以提供 50 万方混凝土。

平潭综合试验区内目前只批准了三个混凝土项目，其中中福实业 90 万方，中国水利 30 万方，远大 30 万方。目前岛上环岛公路修建、填海工程建设、港口扩建、诸多住宅、商业地产等多个项目如火如荼，预计年混凝土需求 200 万方。当前寡头垄断的经营格局，

以及供不应求的市场环境，盈利前景乐观。

图 4：中福实业混凝土工程现场



资料来源：公司调研，宏源证券研究所

市政绿化工程启动，年中完工

2012 年 12 月，公司与平潭综合实验区国有资产投资有限公司签署了《平潭综合实验区万宝山公园建设项目投融资建设移交合同》，合同金额预计人民币 5500 万元。

万宝山公园建设项目建设工期为 6 个月，预计 2013 年年中完工。该项目作为公司在平潭综合实验区实施的首个园林项目，有助于公司完善产业格局，有利于公司发挥林业主业优势，探索林业公司新的增长点。

由于 2012 年 11 月公司与相关业主部门就平潭综合实验区内万宝山公园和竹屿湖园林景观项目达成过初步意向，初步测算两个项目投资总额约 4 到 5 亿元人民币，因此如果万宝山公园建设项目进展顺利，后期竹屿湖近 5 亿元的项目也有望继续被中福实业收入囊中。

建材城春节后开工，4 季度有望实现预售，14 年将全面建成

2012 年 7 月，公司以 20230 万元的价格竞得位于平潭综合试验区金井湾大道与金井一路交汇处西北侧的国有土地使用权，受让土地面积 80059 平方米，合计 120 亩，该地块用于平潭岛建材城项目建设。

建材城项目由中福实业子公司福建中福海峡建材城有限公司负责开发实施，中福海峡系中福实业与厦门海潭投资合伙企业共同出资组建，中福实业股权占比 80%。

建材城项目规划建筑面积 40 万平米，目前已经完成了前期的土地勘探和平整工作，

预计春节后即可开工建设。规划地上建面 30 万平，其中商业建面 16 万平，办公建面 10 万平，酒店建面 3 万平；地下建面 10 万平。

预计底层 7-8 万平米的商业建面 2013 年 4 季度可以建成预售，项目预计 2015 年全面建成，整个项目将为公司 2014-2015 年持续增长提供业绩支撑。

平潭综合试验区目前处于全面开发的初期，全岛对建筑建材的需求量较大。目前岛上建材交易以传统的分散在岛内各地的小商小贩贸易为主，建材城有望成为全岛建材购销的集散地，发展前景值得期待。

图 5：中福实业建材城效果图



资料来源：公司调研，宏源证券研究所

主营林业和密度板有所改善

2012 年上半年，全球经济形势持续低迷，国内房地产行业持续调控，公司主业造林营林业务面临木材限伐政策、中高密度板业务面临需求萎缩、原辅材料价格持续上涨等诸多困难，前三季度归属母公司净利润为亏损 1200 万。

行业持续的亏损导致很多规模较小的人造板厂开始停产，逐渐退出市场竞争。2012 年四季度以来，房地产销售环比回升，宏观经济也出现回暖迹象。2012 年去年公司人造板产能 45 万方，较 2011 年提高 18%。公司凭借在人造板领域的规模优势对部分中高密度板产品进行了提价，目前库存大幅下降，产销相对平稳。

此外，由于 2012 年 4 季度公司旗下子公司收到增值退税税款 800 余万元，预计 2012 年全年利润将转正。

盈利预测与估值

公司传统的林木产品增长有限，预计 2012-2014 年同比增长 15%、10%、10%；混凝土业务 2013 年投产，预计 2013-2015 年年产 50 万方、70 万方、70 万方，毛利率 40%；市政绿化项目 2013 年完成万宝山项目，预计收入 5500 万，2014-15 年有望获得新的订单，收入分别估计 2 亿、2.5 亿，毛利率 35%；建材城项目 2013-2015 年收入分别 1 亿、7 亿、15 亿，毛利率 45%。

表 1：中福实业分项盈利预测

	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
林木产品					
收入（百万）	688	791	870	957	1,053
YoY		15%	10%	10%	10%
Gross Margin	18%	14%	20%	25%	25%
混凝土					
收入（百万）			200	280	280
YoY				40%	0%
Gross Margin			40%	40%	40%
绿化					
收入（百万）			55	200	250
YoY				264%	25%
Gross Margin			35%	35%	35%
建材城					
收入（百万）			100	700	1,500
YoY				600%	114%
Gross Margin			45%	45%	45%
合计					
收入（百万）	688	791	1,225	2,137	3,083
YoY		15%	55%	74%	44%
Gross Margin	18%	14%	26%	34%	37%

资料来源：Wind，宏源证券研究所

预计 2012-2014 年公司营业收入合计 7.9 亿、12.2 亿、21.3 亿，同比增长 15%、55% 和 74%；净利润 1070 万、1.20 亿和 3.92 亿，对应的 EPS 分别 0.01、0.14 和 0.46，目前的 PE 374X、33X、10X。

鉴于平潭岛开发仍处于初期，后期市场空间巨大，公司 13 年业绩反转，给予公司买入评级，目标价 7.00 元，对应 2014 年 PE 15X。

股价催化剂

- 政府高层上岛参观；
- 试验区所得税优惠目录发布；
- 平潭岛“封关”时间确定；

- 公司获取新的项目或工程订单签订;

相关风险

- 平潭岛相关政策低于市场预期;
- 公司项目进展低于市场预期。

财务报表及附录

表 2: 公司 2012-2014 年财务报表预测

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	499.0	688.6	791.9	1,226.4	2,139.2
减:营业成本	384.2	566.3	681.0	907.8	1,402.3
营业税费	3.3	18.2	7.1	12.3	42.8
销售费用	6.5	21.4	24.9	34.3	42.8
管理费用	43.5	57.6	59.4	82.2	107.0
财务费用	20.8	25.4	21.0	22.3	36.1
资产减值损失	1.4	2.3	2.9	0.1	0.9
营业利润	39.4	3.6	-4.4	167.4	507.4
加:营业外净收支	53.1	6.3	17.0	7.0	6.0
利润总额	92.5	10.0	12.6	174.4	513.4
减:所得税	1.6	1.4	1.9	26.2	77.0
净利润	69.5	10.1	10.7	120.1	392.8
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	570.4	351.9	248.7	184.0	320.9
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	118.6	113.6	132.3	205.0	357.5
应收票据	24.9	54.5	-	-	-
预付帐款	35.5	26.1	33.0	42.0	56.1
存货	646.7	735.9	838.8	994.9	1,344.6
其他流动资产	36.3	56.8	61.0	65.4	74.5
长期股权投资	26.2	41.6	34.0	33.1	32.2
投资性房地产	142.9	120.6	124.2	128.0	131.8
固定资产	268.7	271.9	278.7	297.2	314.9
在建工程	6.3	0.4	7.7	11.5	12.3
无形资产	43.9	42.9	41.9	41.0	40.1
其他非流动资产	6.3	6.4	7.3	11.7	20.9
资产总额	1,926.9	1,822.6	1,807.6	2,013.7	2,705.8
短期债务	344.0	249.0	247.6	225.6	151.4
应付帐款	65.1	80.3	91.4	121.9	188.2
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	12.7	21.2	31.8	44.5	66.4
长期借款	179.0	151.0	151.0	201.0	501.0
其他非流动负债	29.2	24.2	25.2	29.5	38.7
负债总额	684.3	588.0	564.5	646.3	980.6
少数股东权益	243.3	225.5	225.5	253.7	297.4
股本	651.9	651.9	847.4	847.4	847.4
留存收益	347.5	357.2	170.2	266.2	580.5
股东权益	1,242.6	1,234.6	1,243.1	1,367.4	1,725.2

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

表 3: 公司 2012-2014 年财务指标预测

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长率	54.5%	38.0%	15.0%	54.9%	74.4%
营业利润增长率	5.3%	-90.8%	-222.5%	-3864.8%	203.1%
净利润增长率	12.9%	-85.5%	5.7%	1025.6%	227.1%
EBITDA 增长率	24.9%	-20.6%	-35.5%	421.6%	163.5%
EBIT 增长率	20.4%	-51.8%	-43.0%	1047.1%	186.4%
NOPLAT 增长率	19.3%	-52.9%	-49.0%	1047.1%	186.4%
投资资本增长率	52.4%	25.8%	-0.9%	20.6%	35.5%
净资产增长率	103.1%	-0.6%	0.7%	10.0%	26.2%
利润率					
毛利率	23.0%	17.8%	14.0%	26.0%	34.5%
营业利润率	7.9%	0.5%	-0.6%	13.7%	23.7%
净利率	13.9%	1.5%	1.3%	9.8%	18.4%
EBITDA/营业收入	16.4%	9.4%	5.3%	17.8%	26.9%
EBIT/营业收入	12.1%	4.2%	2.1%	15.5%	25.4%
投资回报率					
ROE	7.3%	0.7%	0.9%	10.8%	25.3%
ROA	4.7%	0.5%	0.6%	7.4%	16.1%
ROIC	8.3%	2.6%	1.0%	12.1%	28.6%
费用率					
销售费用率	1.3%	3.1%	3.2%	2.8%	2.0%
管理费用率	8.7%	8.4%	7.5%	6.7%	5.0%
财务费用率	4.2%	3.7%	2.7%	1.8%	1.7%
三费/营业收入	14.2%	15.2%	13.3%	11.3%	8.7%
偿债能力					
资产负债率	35.5%	32.3%	31.2%	32.1%	36.2%
负债权益比	55.1%	47.6%	45.4%	47.3%	56.8%
流动比率	3.01	3.24	3.38	3.59	4.88
速动比率	1.64	1.45	1.22	1.19	1.83
利息保障倍数	2.90	1.14	0.79	8.50	15.04
业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
EPS(元)	0.08	0.01	0.01	0.14	0.46
BVPS(元)	1.47	1.46	1.47	1.61	2.04
PE(X)	57.4	395.4	374.1	33.2	10.2
PB(X)	3.2	3.2	3.2	2.9	2.3
P/FCF	830.6	-10.5	-166.3	-31.7	83.5
P/S	8.0	5.8	5.0	3.3	1.9
EV/EBITDA	38.4	52.4	102.8	20.5	8.2
ROIC/WACC	0.9	0.3	0.1	1.2	3.0
REP	3.4	9.5	29.9	2.2	0.7

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究组组长、首席分析师,《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名,得分 5051.95 分。中国人民大学硕士研究生,本科毕业于江西财经大学。15 年从业经历,曾在多家券商任职,任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职,2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖:宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。主要研究覆盖公司:中弘股份、双塔食品、利亚德、蒙草抗旱、黄海机械、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、德力股份、长信科技、金陵药业、煌上煌、积成电子、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、围海股份、航民股份、报喜鸟等。

机构销售团队

华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果,本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为宏源证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。