

林板一体化龙头 产能释放迎拐点

——丰林集团 (601996)



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 人造板品牌企业，技术领先，产品优质，经营业绩全面好转

公司是国内最大的人造板生产商之一，二十年专注人造板行业，拥有世界上最先进的超级刨花板生产线。2017年前三季度归属于母公司所有者的净利润为1.23亿元，较上年同期增70.63%；营业收入为9.61亿元，较上年同期增7.45%。作为行业内技术最领先的优质企业，有望受益于供给侧改革，享受市场集中度提升带来的红利。

❖ 公司林业资源丰富，供给稳定，积极拓展市场，产能有望快速扩大

丰林集团经过10多年的营林造林，在广西南宁营造速生丰产林20余万亩，为打造“林板一体化”产业链提供资源基础。目前公司拥有纤维板产能58万方，刨花板20万方，南宁刨花板生产线正在升级改造。同时，公司积极开拓华东市场和海外市场，收购安徽东盾18万方纤维板产能，募集8.7亿元投资建设新西兰60万方刨花板产能，两到三年内产能有望快速扩大。

❖ 供货定制家居企业，下游销售具有确定性

刨花板优点突出，被定制家居企业大量采用，公司的刨花板产品直销比例大幅上升。2013年收购惠州亚创20万立方刨花板产能，公司成为索菲亚最重要的供货工厂之一。2017年，索菲亚出资2.2亿参与新西兰项目的定增，新的刨花板产能投入使用后，产品销售具有一定确定性。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

公司以特种纤维板和环保型刨花板为核心产品，无醛人造板品质优良，产品毛利率高于平均。随着产能的陆续释放，预计2017-2019年，营业收入13.50亿元、17.84亿元、22.03亿元，实现归属母公司的净利润1.55亿元、2.04亿元、2.59亿元，EPS分别为0.17元、0.22元、0.28元，对应2017-2019年P/E分别为30.64倍、23.31倍、18.35倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

❖ 风险提示：房地产投资下滑；刨花板产能过剩；政策风险。

盈利预测与估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	1249	1350	1784	2203
+/-%	8%	8%	32%	23%
净利润(百万)	89	155	204	259
+/-%	64%	75%	31%	27%
EPS(元)(最新摊薄)	0.09	0.17	0.22	0.28
P/E	53.60	30.64	23.31	18.35

资料来源：公司公告、川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	轻工制造
报告时间	2018/2/22
前收盘价	4.32元
公司评级	增持评级

👤 分析师

杨欧雯

证书编号：S1100517070002
010-66495651
yangouwen@cczq.com

👤 联系人

林东岳

证书编号：S1100117070006
021-68595117
lindongyue@cczq.com

📍 川财研究所

北京	西城区平安里西大街28号 中海国际中心15楼， 100034
上海	陆家嘴环路1000号恒生大厦 11楼，200120
深圳	福田区福华一路6号免税商务大厦 21层，518000
成都	中国(四川)自由贸易试验区 成都市高新区交子大道 177号中海国际中心B座17 楼，610041

正文目录

一、二十年专注人造板，优质企业正出发.....	4
1.1 股权结构稳定，实际控制人持股 48.61%.....	4
1.2 业务布局：纤维板扩大品类，发力刨花板业务.....	4
1.3 经营业绩持续向好，2016 年拐点初现.....	5
1.3.1 主营稳定，业绩向好，负债率低.....	5
1.3.2 产品结构和质量改善，具备涨价动能.....	6
1.4 加强 ToB 属性，深度绑定家居龙头索菲亚.....	7
二、人造板行业供给侧改革提速，产品线持续升级.....	7
2.1 人造板行业体量庞大，中小产能收缩.....	7
2.2 行业政策陆续出台，规范化程度有望提升.....	8
2.3 行业集中度提升加速，产品结构有望升级.....	10
2.4 消费升级，高端刨花板需求有望持续扩大.....	12
三、人造板行业领军企业，综合优势突出.....	15
3.1 坚定人造板主业，积极调结构扩产能.....	15
3.1.1 纤维板品类扩张，利润稳步增长.....	15
3.1.2 刨花板产能迅速扩大，抢占高端家居市场.....	16
3.2 上游林业资源丰富，打造林板一体化龙头.....	17
3.3 生产技术领先，精细化管理水平提升.....	18
四、盈利预测.....	19
风险提示.....	21

图表目录

图 1:	丰林集团 2011-2016 年营业收入/百万元	6
图 2:	丰林集团 2011-2016 年净利润/百万元	6
图 3:	2016 年人造板产能分布	8
图 4:	人造板 1999-2015 年产能 (万方) 及增速	10
图 5:	人造板行业营业收入 (亿元) 及增速	11
图 6:	人造板产能 (万立方米)	12
图 7:	三种人造板占比	12
图 8:	三种人造板销售收入 (亿元)	13
图 9:	人造板价格 (元/立方米)	13
图 10:	人造板销售利润率	13
图 11:	家具销售量 (亿件)	14
图 12:	复合地板产量 (亿平方米)	14
图 13:	2011-2016 年纤维板销售收入和毛利 (百万元)	15
图 14:	2018 年纤维板产能 (万立方米)	16
图 15:	2011-2016 年刨花板销售收入和毛利 (百万元)	16
图 16:	我国各省森林面积/万公顷	17
图 17:	我国各省人造林面积/万公顷	17
表格 1:	丰林集团发展历程	4
表格 2:	丰林集团子公司分布	5
表格 3:	丰林集团业务简介	5
表格 4:	丰林集团产销数据/万立方米	7
表格 5:	主要人造板品种类型及特征	8
表格 6:	甲醛释放标准政策	9
表格 7:	人造板税收优惠政策	9
表格 8:	全面停止天然林商业性采伐步骤	9
表格 9:	人造板技术升级路径	11
表格 10:	A 股定制家居企业营收同比增速	14
表格 11:	内控管理提升路径	18
表格 12:	可比公司估值	19

一、二十年专注人造板，优质企业正出发

1.1 股权结构稳定，发展筚路蓝缕

丰林集团是国内最早从事纤维板生产的公司之一，是国家农业产业化国家重点龙头企业、国家林业重点龙头企业和国家高新技术企业。经过近 20 年的发展，目前已经成为国内领先的林板一体化产业集团。

公司实际控制人为刘一川，2002 年刘一川为投资广西林业产业，以其持股 100% 的 BVI 公司丰林国际收购了刘一曄 100% 持股的内资企业丰林开发，利用这一既有平台在广西大规模营林造林，自此丰林国际成为公司第一大股东。

目前公司总股本为 9.58 亿股，丰林国际持股数为 4.59 亿股，持股比例为 47.90%，刘一川直接持有丰林集团股份比例为 0.71%，因此实际控制人累计持股比例为 48.61%。2017 年 3 月公司公布非公开发行预案，发行完成后，刘一川先生实际控制的股权比例为 41.47%，仍为实际控制人。丰林集团发展历程共分为三个阶段，第一阶段专注人造板生产，第二阶段扩大资本、扩充产能，第三阶段完善布局，逐步成长为行业领军企业。

表格 1. 丰林集团发展历程

阶段	年份	重大事件
第一阶段 (1996-2004)	1996	成立广西第一家纤板厂
	2000	丰林集团成立，主营业务为人造板生产
	2004	世界银行集团国际金融公司 (IFC) 参股丰林
	2008	中信金石 1.5 亿元参股
第二阶段 (2004-2013)	2011	上交所上市，募集资金 8.2 亿元
	2012	投资 3.6 亿建设丰林明阳厂，扩大生产规模并建成年产 15 万立方米的特种人造板生产线
	2013	以 1.65 亿收购亚洲创建 (惠州) 木业有限公司，开始拓展刨花板业务
	2016	在南宁老厂进行技术改造，投资兴建最先进刨花板生产线
第三阶段 (2013 年以来)	2017	向索菲亚等十家投资人募集 8.7 亿元，用于新西兰卡韦劳 60 万方刨花板产能的建设
	2017	以 1.78 亿元收购安徽东盾 30 万方纤维板产能

资料来源：公司公告，川财证券研究所

1.2 业务布局：纤维板扩大品类，发力刨花板业务

目前公司拥有产权林地 20 多万亩，在广西南宁、百色拥有三个纤维板生产基

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

地，在广东省惠州市拥有一个刨花板生产基地，合计拥有 78 万立方米的设计产能。

丰林集团所处的行业属于林业产业。其中，主营业务纤维板、刨花板生产和销售属于人造板制造业；营林造林业务属于林木的培育和种植业。目前核心产品是纤维板和刨花板，同时兼营营林造林业务，为人造板生产提供原材料。

表格 2. 丰林集团子公司分布

业务	名称	注册地	持股比例	年产能
纤维板	广西百色丰林人造板有限公司	百色	100%	25 万方
	广西丰林人造板有限公司	南宁	100%	明阳工业园 15 万方 南宁 18 万方
刨花板	惠州丰林亚创人造板有限公司	惠州	100%	20 万方
林业	广西丰林林业有限公司	南宁	100%	29 万亩速生丰产林

资料来源：wind，川财证券研究所

表格 3. 丰林集团业务简介

业务	简介
纤维板	根据客户需求生产厚度为 2mm 到 40mm 不同规格的中（高）密度纤维 主要产品类别为 E0 板、无醛板、阻燃板、镂铣板、防潮板等
刨花板	生产设备、工艺技术均来自于德国，生产安全、运行高效 产品通过宜家认证以及 TUV 甲醛免检认证，产品环保、性能稳定
营林造林	速丰林种植、苗木培育及林木（苗木）产品生产销售 为纤维板、刨花板制造提供配套原材料

资料来源：公司公告，川财证券研究所

1.3 经营业绩持续向好，2016 年拐点初现

1.3.1 主营稳定，业绩向好，负债率低

公司是国内最早从事纤维板生产的公司之一，是国家林业重点龙头企业和国家高新技术企业，是国内领先的林板一体化产业集团，二十多年坚定人造板主业，经营业绩持续向好。

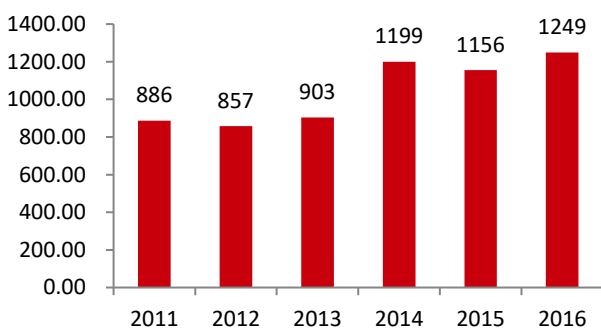
2011-2016 年，公司营业收入持续稳定增长，年复合增长率为 7.10%；净利润保持稳定，CAGR 为 1.68%。公司从 2016 年开始迎来业绩拐点。2016 年将人造板平均毛利率提升在 20.28%，2017 年则继续提升至 21.39%。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

从 2016 年开始，纤维板产能开始收缩，景气度改善，来自国家林业局的数据显示，2017 年底我国纤维板总产能为 4800 万方。刨花板需求则因为定制家居风起而大幅增加。2016 年，公司的刨花板业务毛利率同比增 67.53%，达到了 25%。人造板价格的提升，叠加产能布局的完善，增厚了公司营业利润，因此业绩从 2016 年开始迎来拐点。

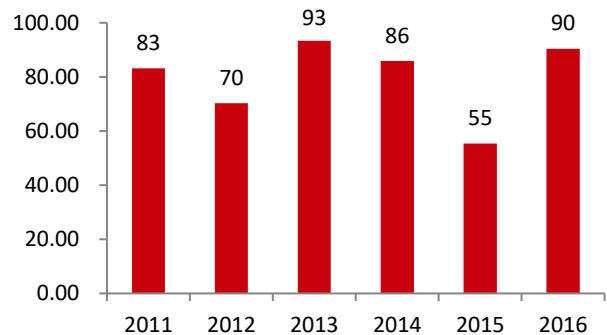
2017 年前三季度归属于母公司所有者的净利润为 1.23 亿元，较上年同期增 70.63%；营业收入为 9.61 亿元，较上年同期增 7.45%。公司财务非常优质，2017 年三季报显示，公司资产负债率仅为 18.12%，公司账面货币资金为 7.51 亿元，占流动资产的比例为 53.09%，占总资产的比例为 32.87%。公司资金充裕，进行行业并购的空间广阔。

图 1：丰林集团 2011-2016 年营业收入/百万元



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2：丰林集团 2011-2016 年净利润/百万元



资料来源：Wind，川财证券研究所

1.3.2 产品结构和质量改善，具备涨价动能

公司根据市场情况对产品结构进行调整，避开了当前绝大部分普通纤维板的同质化竞争，而以镂铣板、加密板等高附加值的纤维板产品作为公司核心产品，充分发挥各子公司设备和技术优势，找准了市场的新兴需求，2016 年纤维板利率约为 15%。

刨花板优点突出，定制家居龙头企业大量采用，前几年刨花板生产线投入有限，近几年刨花板投入加大，2016 年刨花板的毛利率约为 25%，部分已经超过中密度纤维板的价格，目前刨花板价格仍具备进一步涨价的动能。

公司刨花板主打环保产品，随着刨花板新增产能投产，市场竞争加剧，通过采取高品质、差异化、定制化的产品策略使得在刨花板市场价格行情处于下行压力的情况下，公司的刨花板产品仍可维持较高的市场价格。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1.4 加强 ToB 属性，深度绑定家居龙头索菲亚

公司深耕人造板主业，从事纤维板生产和销售近二十年，稳定的产品品质积累大量客户资源，与下游大客户保持稳定供货关系的同时，累积了卓越的品质口碑。公司与国内知名的家居企业如大自然、索菲亚、全友、好莱客、欧派等建立了良好的合作关系，这些企业可直接面向消费者销售消费建材，如家具、木门、地板等。

2013 年收购惠州亚创 20 万方刨花板产能，成为索菲亚最大的单体供货工厂，索菲亚出资 2.2 亿参与新西兰项目的定增，新的刨花板产能投入使用后，深度绑定家居龙头索菲亚，下游产品销售具有确定性。目前索菲亚是最大的定制家居企业，销售量和经营业绩均处于行业领先地位，与索菲亚之间的密切上下游关系，为公司打开了广阔的销售前景。

表格 4. 丰林集团产销数据/万立方米

	2014	2015	2016
库存	5.10	5.00	4.50
产量	76.77	76.00	80.70
销量	75.00	75.00	81.30

资料来源：公司公告，川财证券研究所

二、人造板行业供给侧改革提速，产品线持续升级

2.1 人造板行业体量庞大，中小产能收缩

2.1.1 人造板种类繁多，特征各异

人造板是以木材或其他非木材植物为原料，经一定机械加工分离成各种单元材料后，施加或不施加胶粘剂和其他添加剂胶合而成的板材或模压制品。

人造板材种类繁多，常用的有刨花板、中密度板、细木工板、胶合板，以及防火板等装饰型的人造板。其中，胶合板、刨花板和纤维板是主要三大类人造板产品，占比八成以上，其延伸产品和深加工产品达上百种，在日常生活中的运用最为广泛。

表格 5. 主要人造板品种类型及特征

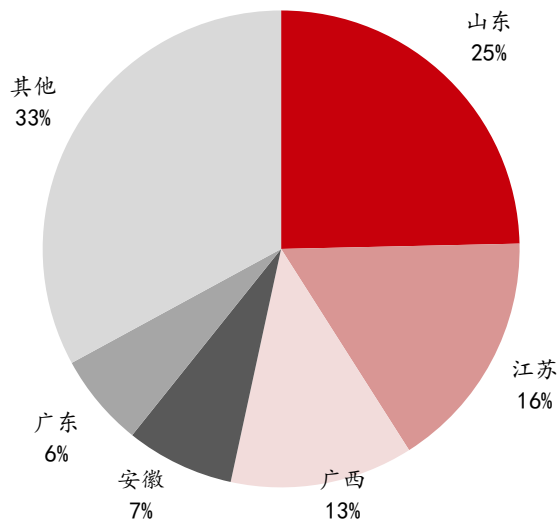
品种	生产工艺	特征
胶合板	原木经蒸煮软化→沿年轮切成大张薄片→干燥整理→涂胶→组坯	对原材料要求最高，成本最为昂贵
纤维板	废料破碎浸泡→辗磨成浆→湿压成型→干燥处理	制造过程中需要施加脲醛树脂或其他适用的胶粘剂。
刨花板	木屑等切削成碎片→干燥→施胶→压制	对原材料要求最低，可以使用次小薪材 对粘合剂要求最高，使用量大 新型环保刨花板强大提高，运用广泛

资料来源：中国木业信息网，川财证券研究所

2.1.2 产业布局相对集中，中小产能收缩，集中度有望提升

我国人造板生产省区集中度较高，但企业规模较小，产业集中度低，全国家庭作坊式工厂集聚，缺乏具有超强竞争力的产业和商业巨头，这使得人造板行业企业在与下游家居行业的交易中，往往无法把握主导权，人造板行业总体议价能力较弱。人造板行业龙头的市场地位相对突出，拥有较高的行业整合潜力。

图 3：2016 年人造板产能分布



资料来源：wind，川财证券研究所

2.2 行业政策陆续出台，规范化程度有望提升

甲醛释放限量是人造板及其制品的重要环保性能指标，我国目前关于人造板的

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

法规政策仍在逐步完善中。从相关行业规范的出台过程来看，未来政策将会不断完善并趋严，这会造成落后产能加速淘汰，含醛量低的高端人造板将会获得更大的市场份额。

表格 6. 甲醛释放标准政策

内容	
时间	2017 年
文件名	《室内装饰装修材料人造板及其制品中甲醛释放限量》(GB18580-2017)
文件要求	甲醛释放限量值为 0.124 毫克/立方米，限量标志 E1，取消了原标准的 E2 级

资料来源：国家质检总局，川财证券研究所

退税政策直接决定了人造板企业的利润水平。从政策层面来看，人造板企业将会加速优胜劣汰，产业集中度会逐步提升，技术设备机械化、自动化水平进一步提升，产品将趋向更环保，落后产能受到政策挤压和市场筛选，逐步被淘汰，优质企业享受更多的税收优惠，获取更多的市场份额。

表格 7. 人造板税收优惠政策

内容	
时间	2015 年
文件名	《关于印发〈资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录〉的通知》(财税〔2015〕78 号)
文件要求	符合相关标准、不再列入“双高”产品目录的人造板将享受增值税 70%即征即退税率（原先为 80%），不符合标准的人造板不再享受税收优惠。

资料来源：国家税务总局，川财证券研究所

在木材供应有限的局面下，上游林木资源的稀缺性直接决定了有限的原材料供给，我国的天然林采伐将被全面禁止，拥有上游人造森林资源的人造板企业将获取关键性资源。

表格 8. 全面停止天然林商业性采伐步骤

时间	路线图
2015	全面停止内蒙古、吉林等重点国有林区商业性采伐

2016	全面停止非天保工程区国有林场天然林商业性采伐
2017	实现全面停止全国天然林商业性采伐

资料来源：国家林业局，川财证券研究所

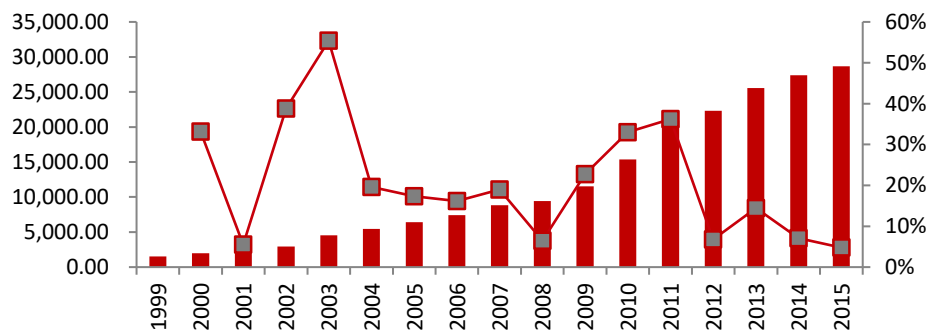
2.3 行业集中度提升加速，产品结构有望升级

2.3.1 人造板行业总产能趋于稳定

2009年至2011年，我国人造板产量经历了年增速30%左右的快速增长，2012年开始行业增速大幅放缓。到2015年，随着宏观经济的结构性调整人造板行业增速仅为4.78%。

2016年全国人造板产量首次突破3.00亿立方米，达到3.0042亿立方米，比上年增长4.7%，产量增长率持续放缓；产值约6484亿元，比上年增长7.4%。

图 4：人造板 1999-2015 年产能（万方）及增速

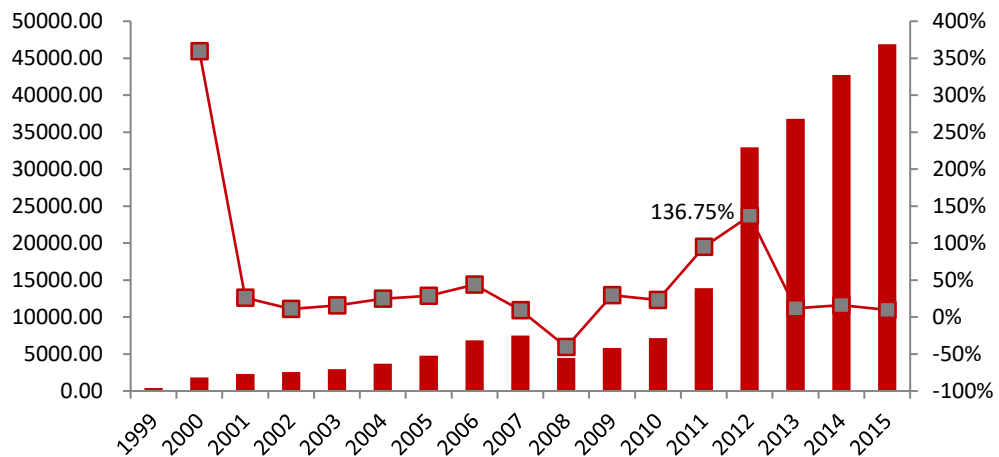


资料来源：wind，川财证券研究所

从人造板行业的营业总收入来看，和企业数量的增速基本一致，在经历了2000年左右的快速扩张之后，迎来平稳发展的黄金时期，2011年和2012年是人造板行业的高速发展期，营业收入增速环比分别为94.82%和136.75%。

2013年开始营业收入环比增速也进入瓶颈期，2013-2015年营业收入年环比增速分别为11.63%、16.20%、9.70%。2016年随着定制家居的兴起，高端刨花板需求大幅上升，人造板产品结构有望改善，行业有望迎来拐点。

图 5：人造板行业营业收入（亿元）及增速



资料来源：wind，川财证券研究所

2.3.2 技术升级，高端刨花板产能有望扩张

随着技术进步，人造板生产技术持续升级，对产品性能的提升有重要作用。我国刨花板相比国外，存在规模小、设备技术落后、产品质量环保性较差，工艺质量水平落后等问题。但是受原材料和技术水平提升的双重影响，我国人造板行业正在迎来结构性变化。中国人造板产业供给侧结构性改革效果明显，淘汰落后产能加速推进。

刨花板在原材料利用方面具有一定优势，具有对木材资源利用率较高、成本低廉、结构均匀、强度较大加工性能好等优势，可加工成大幅面的板材，较为适合于定制家具领域。

2017年初，全国在建刨花板生产线43条，总生产能力848万立方米/年，其中连续平压生产线31条，合计生产能力697万立方米/年，占在建刨花板总生产能力约82%。在建刨花板生产线将陆续在2017年至2018年期间投入运行，预计2017年底中国刨花板总生产能力将突破2700万立方米/年。

表格 9. 人造板技术升级路径

技术改造重点	具体内容
粘合剂甲醛含量	<ul style="list-style-type: none"> * 随着相关行业标准的出台，产品甲醛释放量限制要求提高； * 无添加醛纤维板和低醛释放纤维板成为企业关注的热点； * 以生物蛋白、淀粉等为主要原料的生物基无醛胶黏剂刨花板开始批量生产并进入市场。

生产工艺

- * 大型人造板生产商引入了年产 20 万立方米以上的连续平压生产线；
- * OSB 刨花板在我国逐步实现规模化生产。

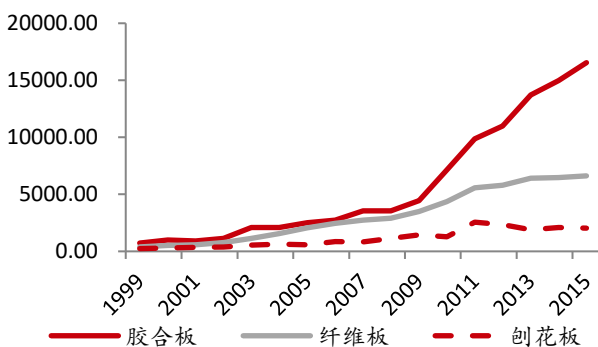
资料来源：中国林业信息网，川财证券研究所

2.3.3 产品结构升级，刨花板供给有望扩大

目前在三种主要的人造板中，胶合板产量最高，纤维板次之，刨花板最低。从三种人造板的增速来看，同样是胶合板领先，1999 年到 2015 年的胶合板 CAGR 为 21.56%，纤维板和刨花板分别仅为 19.35%和 14.25%。

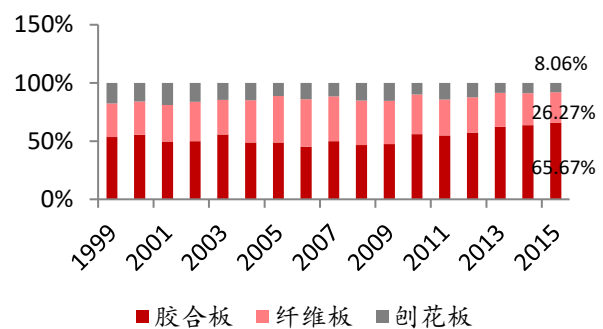
2016 年，我国生产刨花板 2650 万立方米，比 2015 年 2030 万立方米增长 30.5%，连续三年超过 2000 万立方米，占全国人造板产量的 8.8%，比 2015 年提升 1.7%，产值约 411 亿元。由于适合绿色发展的理念，因而未来刨花板的供给有望继续回升。

图 6：人造板产能（万立方米）



资料来源：中国林业年鉴，川财证券研究所

图 7：三种人造板占比



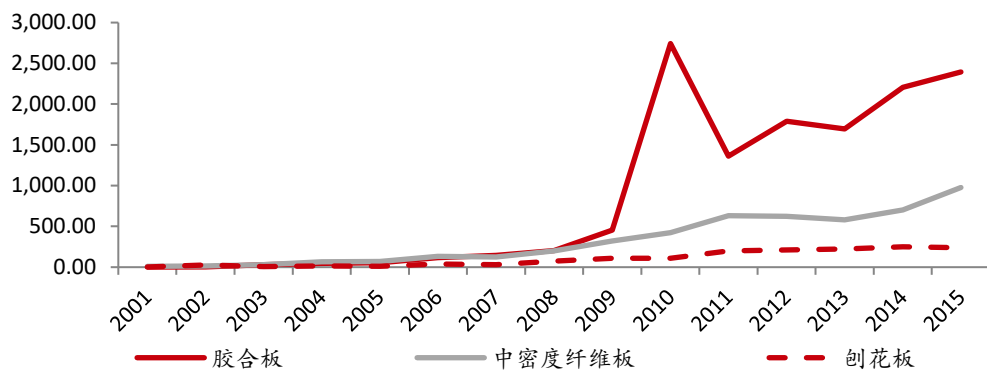
资料来源：中国林业年鉴，川财证券研究所

2.4 消费升级，高端刨花板需求有望持续扩大

2.4.1 人造板销售收入持续扩大，销售利润率保持稳定

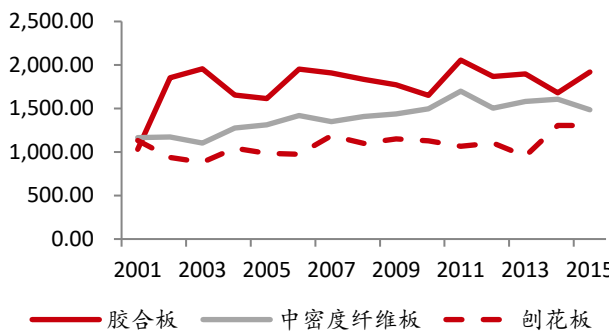
人造板销售规模持续扩大，截至 2015 年，胶合板、纤维板和刨花板的销售收入分别为 2392.79 亿元、977.28 亿元和 238.07 亿元，2001~2015 年年销售收入平均复合增长率分别为 69.30%、38.38%、37.32%。行业毛利率比较稳定，维持在 10%到 15%之间，近几年销售净利率在 5%到 6%之间。

图 8：三种人造板销售收入（亿元）



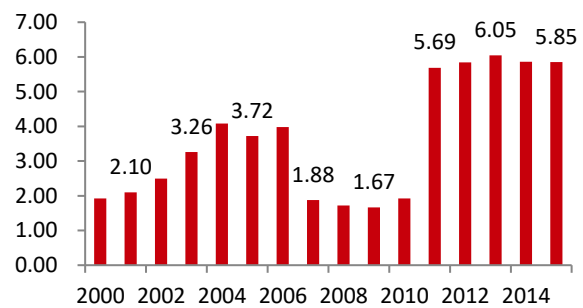
资料来源：wind，川财证券研究所

图 9：人造板价格（元/立方米）



资料来源：中国林业年鉴，川财证券研究所

图 10：人造板销售利润率



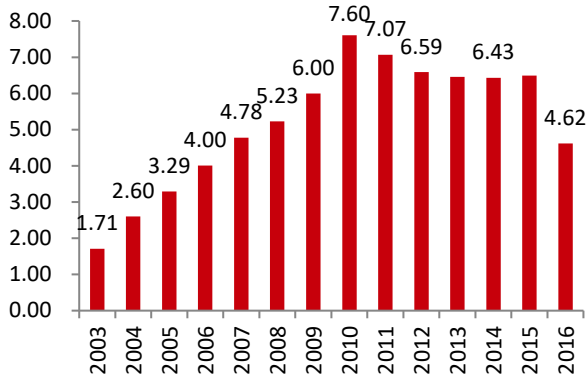
资料来源：中国林业年鉴，川财证券研究所

2.4.2 受益于家居消费需求升级，人造板需求扩张

人造板在下游家居领域应用广泛，公装、家装、家具三类约各占 1/3，是板式家具的主要原材料。近年来，家居消费需求的升温有两方面原因：一方面是新房市场的火爆销售带动家居需求扩张，另一方面是消费升级背景下，二次装修的翻新需求扩张。

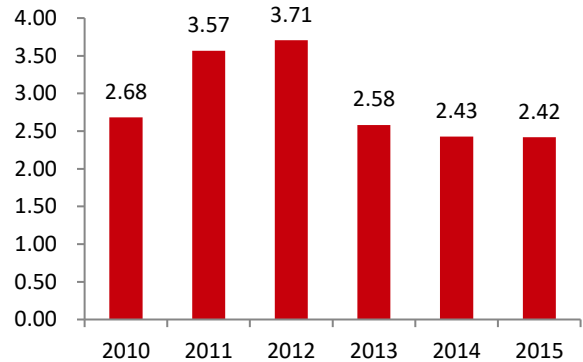
地板和板式家具的产销量与人造板销量直接挂钩。受房地产市场的繁荣和景气程度影响，2010 到 2012 年地产和家居产销量达到相对高点，随后受地产调控影响，产销量进入平稳期，对人造板的需求也开始相对稳定。

图 11: 家具销售量 (亿件)



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 12: 复合地板产量 (亿平方米)



资料来源: wind, 川财证券研究所

2.4.3 定制家居迎来爆发式增长, 高端刨花板渐成主流

定制家居行业从 2016 年开始迎来高速增长, 部分定制家居公司营收增速同比超过了 30%, 行业龙头索菲亚营收增速同比超过了 40%。

2017 年前三季度, A 股上市的定制家居企业营收增速同比均超过了 30%, 刨花板在这些定制家居公司得到了非常广泛的运用。定制化规模化生产是未来人造板行业的发展导向, 效率较低的手工打制家具及成品家具市场份额将被逐步边缘化。

随着定制家居产业的迅猛发展, 刨花板在定制家居产品中的应用逐步推广, 中国刨花板需求量呈现快速增长趋势。2016 年, 中国刨花板消费量 2709 万立方米, 比上年大幅增长 31.1%, 创出历史新高, 过去 10 年中国刨花板消费量年均增速达到 11.9%。

表格 10.A 股定制家居企业营收同比增速

代码	名称	2015	2016	2017 前三季度
002572. SZ	索菲亚	35.35%	41.75%	43.07%
603833. SH	欧派家居	18.02%	27.23%	37.20%
603180. SH	金牌橱柜	14.18%	40.25%	36.18%
603326. SH	我乐家居	11.25%	16.80%	42.22%
603801. SH	志邦股份	13.21%	32.11%	35.59%
300616. SZ	尚品宅配	61.47%	30.39%	31.24%
603898. SH	好莱客	20.08%	32.44%	31.05%

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

三、人造板行业领军企业，综合优势突出

3.1 坚定人造板主业，积极调结构扩产能

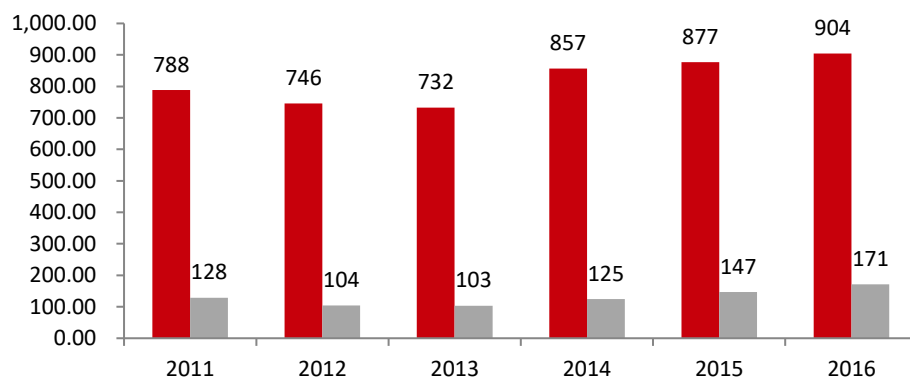
3.1.1 纤维板品类扩张，利润稳步增长

公司在广西拥有三个纤维板生产基地，年产能 58 万方。公司在华南市场保证稳定的供应量的同时，积极开拓华东市场。2017 年 12 月，丰林集团拟作价 1.78 亿元，以自有资金收购安徽东盾 100% 的股权。同时，丰林集团通过九华农商行向安徽东盾提供 8000 万委托贷款，其中 5000 万元用于偿还贷款，3000 万元用于技术改造。

安徽东盾的优势产品薄款纤维板与公司现有产品形成互补。同时，安徽东盾覆盖华东地区，区位优势明显，弥补了丰林集团在华东市场覆盖能力有限的短板，使得公司整体竞争实力得到增强。

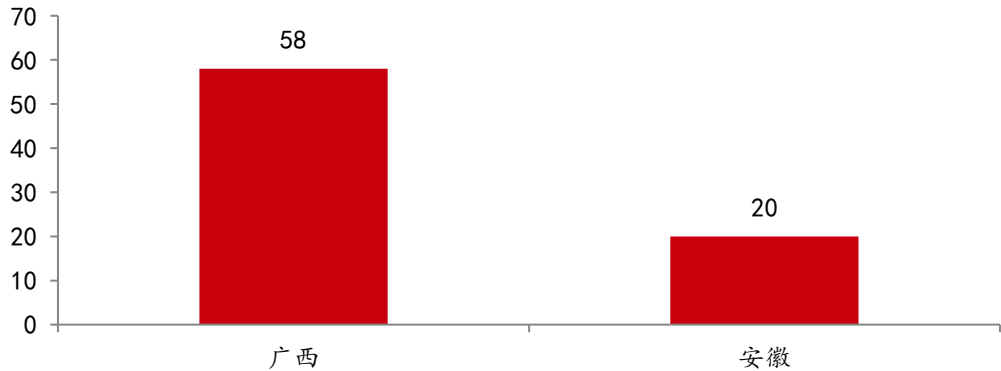
安徽东盾的设计生产能力为年产 18 万立方米中高密度纤维板生产线，企业纤维板生产线自动化程度较高，特别是进口的高端连续平压生产线可实现 24 小时不间断运行，通过技术改造可实现或超过 20 万立方米的产能。计划改造时间为 2018 年度 1 月开始，工期约为 1 个半月，完工时间为 2018 年 2 月。

图 13：2011-2016 年纤维板销售收入和毛利（百万元）



资料来源：wind，川财证券研究所

图 14：2018 年纤维板产能（万立方米）



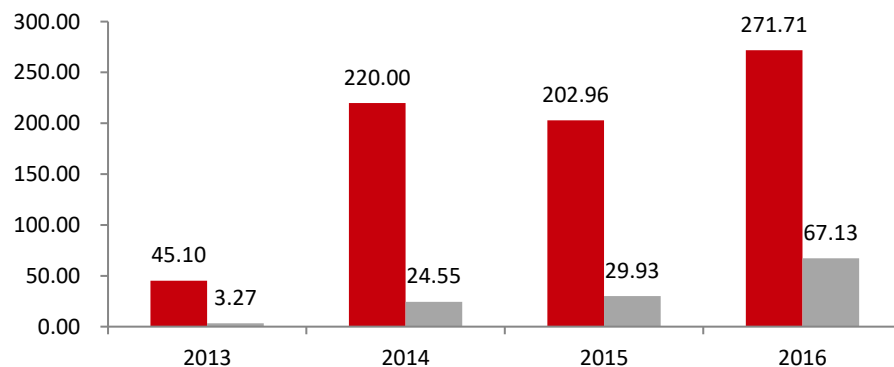
资料来源：公司公告，川财证券研究所

3.1.2 刨花板产能迅速扩大，抢占高端家居市场

公司收购惠州亚创后，在广东省惠州市拥有一个刨花板生产基地，产能为 20 万方。2015 年技术改造，使产品在环保、质量稳定性方面有了较大的提高，产品通过宜家认证以及 TUV 监管审核，满足了高端客户对质量的需求。

2016 年，公司通过采取高品质、差异化、定制化的产品策略，使得在刨花板市场价格下行的情况下，刨花板产品仍可维持较高的市场价格。因此，公司刨花板销售业绩持续向好，净利润大幅增加。

图 15：2011-2016 年刨花板销售收入和毛利（百万元）



资料来源：wind，川财证券研究所

2017 年公司大力拓展刨花板业务，南宁工厂的年产 30 万立方米均质刨花板生产线技改项目，产品环保等级将达到 E0 级，如果使用 MDI 胶，产品可以实

现无甲醛添加制造。预计 2018 年投产 20 万方，2019 年全部投产。

同时，新西兰卡韦劳年产 60 万立方米刨花板生产线建设项目，公司也将抓紧时间完成项目审批及融资的各项有关工作，使项目尽快落地。项目总投资 8.7 亿元，建设期 2 年，项目建成后第一年即投产使用，项目投产第一年的生产负荷为 75%，第二年的生产负荷为 100%。预计 2019 年建成投产。

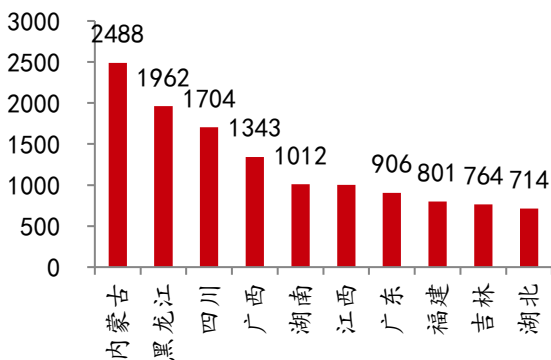
新西兰拥有丰富林地资源，原材料成本低，每年木材产量中约有 90% 用于出口。丰林集团在新西兰建设刨花板生产线，可以掌握上游资源，规避原材料波动风险。新西兰松木质量优于桉木，虽然运输费用较高，但是新西兰产刨花板综合成本与目前惠州生产线成本相仿。

3.2 上游林业资源丰富，打造林板一体化龙头

我国林木资源分布极不均衡，遵循“东扩、西治、南用、北休”的发展思路，不同的区位，林业定位存在差异，由于木材存在一定的经济运输半径，直接影响了下游人造板的产能分布。

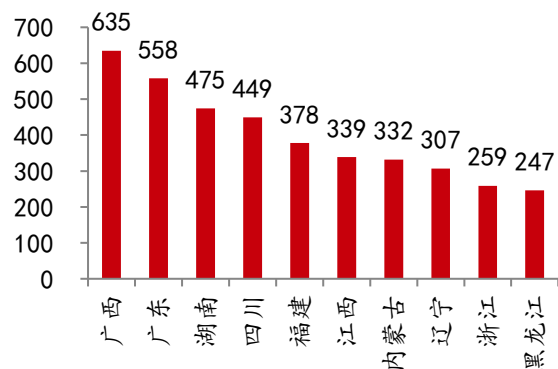
丰林集团所在地广西是我国最大的人工林、速丰林和经济林基地。广西地处亚热带季风气候区，降水、光照、气温等自然条件十分适宜发展林业。根据国家统计局 2015 年的数据，广西人工林面积 635 万公顷，位居全国第一位。截至目前，全区森林面积达 2.22 亿亩，森林覆盖率达 62.28%。

图 16：我国各省森林面积/万公顷



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 17：我国各省人造林面积/万公顷



资料来源：Wind，川财证券研究所

在此背景下，丰林集团坚持实施“林板一体化”战略，经过 10 多年的营林造林，在广西南宁、百色等地营造速生丰产林 21 万亩。速生丰产林主要树种为

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

尾叶桉、尾巨桉、马尾松、杉树等。营林造林是公司业务经营的上游环节，是打造“林板一体化”产业链，实现可持续发展的资源基础。目前，我国已经禁止天然林砍伐，人造板生产的原材料只能有人造林提供，广西作为我国最大的人造林产区，丰林集团在广西深耕多年，在广西境内拥有绝对领先的市场地位。掌握上游林木资源，是公司发展人造板产业的重要支撑，也是公司领先其他竞争对手的禀赋之一。

3.3 生产技术领先，精细化管理水平提升

丰林集团是国内最大的人造板生产商之一，拥有 3 条先进水平的连续平压生产线和世界上最先进的超级刨花板生产线，是国内最早的等离子静电除尘系统，在生产过程中的实际烟尘排放量（约 10 毫克/立方米）远远低于国家要求排放标准（120 毫克/立方米）

公司研发实力雄厚，研发中心于 2004 年初成立，是国内人造板企业最早成立的研发机构之一，下设化学分析室、人造板物理性能检测室、功能型板材开发室等多个职能科室，掌握了行业关键的甲醛释放量控制技术、阻燃板技术、生物组培技术等。

精细化是提升管理水平的重要途径，丰林集团把精细化管理作为公司提升经营业绩和建立竞争优势的重要途径，从生产管理、成本控制、原材料供应、技术研发等多维度提升管理效率。

表格 11. 内控管理提升路径

	路径	成果
设备管理	率先建立先进、完善的生产和设备管理制度，最大限度地延长设备的经济寿命，降低固定成本	百色丰林人造板生产线从投产至今，连续压机钢带有效运营超过 10 年，创造行业纪录，为国内设备运营能力领先的连续压机生产线
成本控制	借助 ERP 系统推行精细化生产，加强对原材料、人工和燃料动力等资源消耗的计量和标准化控制	强化质量管理，减少质量缺陷，降低质量成本
工厂管理	运用三维自动扫描量方系统与智能仓储系统，以量方计量代替称重计量	有效降低木材收购工作的道德风险，提高工作效率，降低木材木片的烘干能耗
营林造林	加强采伐许可证的管理	降低经营不确定性，确保生产计划如期进行

资料来源：公司公告，川财证券研究所

四、盈利预测

关键假设：产能方面，在继续保有 58 万方纤维板产能和 20 万方刨花板产能的同时，新产能于 2018 年开始将陆续投入生产：（1）南宁 30 万方刨花板产能 2017 年底建设完成，2018 年 20 万方投产，2019 年 30 万方投产，根据公司公告，项目达产 52% 时即可达到盈亏平衡点，项目满产后，预期可以实现年均销售收入 3.9 亿元，年均贡献销售利润 7797 万元；（2）安徽东盾纤维板产能收购成功，设计产能 18 万方，技改后可以实现 20 万方，2018 年产能为 11 万方纤维板，2019 年 20 万方纤维板产能全部投产；（3）新西兰 60 万方刨花板产能 2019 年建设完成。

产品价格方面，原生林商业性采伐类原材料在人造板原材料供给占比约 20%，随着天然林采伐的禁止，原材料供给将存在一定缺口，从而带动产品价格上涨，预计 2018 年纤维板、刨花板价格均上涨 10%，带动收入及利润提升。

基于以上假设，预计 2017-2019 年，营业收入 13.50 亿元、17.84 亿元、22.03 亿元，实现归属母公司的净利润 1.55 亿元、2.04 亿元、2.59 亿元，EPS 分别为 0.17 元、0.22 元、0.28 元，对应 2017-2019 年 P/E 分别为 30.64 倍、23.31 倍、18.35 倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表格 12. 可比公司估值

公司简称	EPS (元/股)			P/E		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
大亚圣象	1.25	1.53	1.84	20.39	16.61	13.85
丰林集团	0.17	0.22	0.28	30.64	23.31	18.35
兔宝宝	0.45	0.65	0.89	25.81	17.94	13.00
行业均值	0.62	0.80	1.00	25.61	19.29	15.07

资料来源：Wind，川财证券研究所 注：相关公司 2017-2019 年预测值为 wind 一致预期数据

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1397	1579	1818	2095	营业收入	1249	1350	1784	2203
现金	648	757	750	789	营业成本	984	1022	1338	1630
应收账款	115	134	175	215	营业税金及附加	12	9	14	18
其他应收款	4	6	7	9	营业费用	107	117	154	191
预付账款	10	15	18	22	管理费用	78	83	110	136
存货	409	415	542	664	财务费用	-7	-12	-14	-15
其他流动资产	213	251	325	396	资产减值损失	35	19	21	22
非流动资产	811	736	670	597	公允价值变动收益	-3	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	6	0	0	0
固定资产	533	471	395	319	营业利润	43	112	162	221
无形资产	200	203	210	215	营业外收入	53	52	52	49
其他非流动资产	77	61	66	64	营业外支出	4	5	4	4
资产总计	2208	2315	2488	2692	利润总额	91	159	209	266
流动负债	215	209	256	303	所得税	0	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	净利润	90	159	208	265
应付账款	135	138	177	218	少数股东损益	2	4	4	6
其他流动负债	79	71	80	84	归属母公司净利润	89	155	204	259
非流动负债	198	198	198	198	EBITDA	113	181	228	287
长期借款	187	187	187	187	EPS (元)	0.19	0.17	0.22	0.28
其他非流动负债	12	12	12	12					
负债合计	413	408	454	501	主要财务比率				
少数股东权益	22	26	30	36	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	469	938	938	938	成长能力				
资本公积	715	246	246	246	营业收入	8.0%	8.1%	32.1%	23.5%
留存收益	588	697	819	971	营业利润	73.5%	163.8%	44.1%	36.9%
归属母公司股东权益	1773	1881	2003	2155	归属于母公司净利润	64.4%	75.0%	31.4%	27.0%
负债和股东权益	2208	2315	2488	2692	获利能力				
					毛利率(%)	21.2%	24.3%	25.0%	26.0%
					净利率(%)	4.6%	7.1%	11.5%	11.4%
					ROE(%)	5.0%	8.3%	10.2%	12.0%
					ROIC(%)	2.8%	7.7%	10.3%	13.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	18.7%	17.6%	18.3%	18.6%
					净负债比率(%)	52.17	50.45	45.99	41.48
					流动比率	%	%	%	%
					速动比率	6.51	7.54	7.10	6.91
					营运能力	4.58	5.52	4.95	4.69
					总资产周转率	0.57	0.60	0.74	0.85
					应收账款周转率	9	10	10	10
					应付账款周转率	8.19	7.46	8.50	8.25
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.09	0.17	0.22	0.28
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.17	0.08	0.15
					每股净资产(最新摊薄)	1.89	2.01	2.14	2.30
					估值比率				
					P/E	53.60	30.64	23.31	18.35
					P/B	2.68	2.53	2.37	2.21
					EV/EBITDA	39	24	19	15

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	239	158	71	143
净利润	90	159	208	265
折旧摊销	77	81	81	81
财务费用	-7	-12	-14	-15
投资损失	-6	0	0	0
营运资金变动	38	-69	-212	-197
其他经营现金流	47	-0	8	10
投资活动现金流	72	-4	-14	-11
资本支出	48	0	0	0
长期投资	-135	-5	2	-1
其他投资现金流	-15	-9	-12	-11
筹资活动现金流	-115	-44	-64	-94
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-29	0	0	0
普通股增加	0	469	0	0
资本公积增加	-6	-469	0	0
其他筹资现金流	-80	-44	-64	-94
现金净增加额	196	110	-7	39

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

风险提示

房地产投资增速下滑

人造板下游需求与地产密切相关，房地产投资增速下降影响建筑安装需求，导致人造板需求下降，对公司业绩产生负面影响。

刨花板产能过剩

由于刨花板下游需求旺盛，潜在涨价动能充分，存在产能迅速扩张的可能性，一旦供给增加导致供过于求，价格有下滑风险。

政策风险

目前我国对人造板的环保性能的政策要求仍存在不明确之处，未来行业标准提高可能存在一定风险；增值税退税比例有收紧趋势，如果退税比例大幅滑坡，将导致公司营业外收入迅速下降。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0001