

朱嘉

021-50588666-8040

zhujia@ccnew.com

2010年01月22日

有望借助国内市场腾飞的木地板龙头

——科冕木业（002354）新股点评报告

公司点评

报告关键要素：

科冕木业（002354）所处木地板行业市场容量巨大但竞争激烈。公司作为中国向国际市场提供实木复合地板ODM制造服务的最主要供应商之一，在国际市场拥有较高声誉，出口地主要包括北美及欧洲市场。公司的盈利能力较强，而募投项目将助力公司再次飞跃。产能扩张将有效扩大公司市场占有率并进一步开拓国内市场。综合考虑公司的行业地位及募投项目将助力公司再度跨越，我们认为公司合理价值为10.8-12.8元。

事件：

- **中小板新股科冕木业（002354）发行。**科冕木业将于2010年1月27日在A股中小板市场发行2350万股，发行后公司总股本为9350万股，募集资金主要用于“木材综合利用”项目的建设。

点评：

- **实木复合地板市场前景广阔。**全球实木复合地板市场容量较大，其全球每年的消费总量已达到约2.3亿平米。在一些发达国家如欧洲、韩国、日本等，实木复合地板在住宅木地板中的占有率已达到60%以上。根据欧洲行业媒体Holz.net的资料，欧洲市场实木复合地板2005年、2006年销量增长率在5%以上，高于欧洲国家同期GDP增长率水平；根据美国木质地板贸易中心（SBI）的资料，2007-2010年，北美木地板市场将会以每年7%的速度增长，显著高于美国经济GDP增长率水平。
- **出口渠道占有优势。**公司经过多年的经营确立了稳固的品牌认可度，并与下游世界著名的建材经销商建立了良好的合作关系。根据海关统计数据（海关商品码44129910），公司2008年度实木复合地板出口量在全国出口量中位居第二。且随着公司产能的逐步扩大，出口量有望继续提升。目前，公司出口业务恢复情况良好，订单饱满，为公司后期的业绩奠定了良好的基础。
- **国内销售将成为未来收入增长点。**目前公司国内销售占比约20%，随着新增产能的逐步释放及募投项目的投产，公司计划将内销比例提升至30%。由于国内销售的毛利率远高于出口，公司国内销售比例的提升将显著提升公司的综合毛利率。目前公司重点开发国内工程市场，效果良好，未来国内销售将成为公司收入新增长点。
- **募投项目助力公司再次飞跃。**公司本次募投项目主要用于“木材综合利用”项目的建设，该项目主要包括：年产6万平米的单板层积材项目和10万平米中密度纤维板项目，其中单板层积材项目将弥补国内空白，有望替代进口。我们认为，募投项目将更加稳固公司的行业地位，进一步增强盈利能力，助力公司扩大国内市场份额，实现再次飞跃。

表：公司募投项目情况

项目	房屋及建筑物（万元）	机器设备（万元）	新增产能（平米）	达产后利润（万元/年）
“木材综合利用”项目	4678.55	20104.74	单层板积材 6万、 中密度纤维板 10万	6776.77

资料来源：招股说明书、中原证券研究所

- **产能扩张稳固公司地位。**目前公司订单饱满，已处于满负荷运作状态。产能不足成为限制公司进一步发展的主要矛盾，该项目的实施将有效扩大公司的市场占有率，稳固行业领先地位。
- **进一步开拓中高端市场。**公司年产6万平米的单板层积材项目在行业中属于中高端产品，有望在公司的品牌建设中起到良好的效果；同时，该项目进一步丰富了公司的产品种类，提高了公司的抗风险能力。
- **产业链向上延伸提升公司竞争力。**公司目前已于09年9月与牡丹江市林业局签署协议，约定由牡丹江市林业局为公司以承包经营方式解决50万亩林地，用作公司资源储备。承包期限为50年。公司产品的主要原材料为木材，在森林资源稀缺，木材后期价格有望逐步上扬的背景下，公司拥有自有林地有望较大程度地减轻公司未来生产的成本负担，提升公司产品的盈利能力。
- **公司业绩有望超预期。**首先，公司产能逐步释放将大幅提升公司的出口量（先前产能不足而不敢接的订单目前可签订，出口份额有望提升）；其次，今年外销价格有望提升；再次，公司新产品市场开拓情况良好，销售量有望超预期；最后，国际市场开拓方面进展喜人。
- **盈利预测：**我们预计公司2009、2010、2011年摊薄后EPS分别为0.29、0.40、0.59元。综合考虑公司的行业地位及募投项目的未来看点，我们认为可给予公司2010年27-32倍PE，合理价值为10.8-12.8元。
- **风险提示：**出口退税率政策变动风险；人民币汇率波动风险；原材料价格变动风险等。

盈利预测

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	286	240	385	580
增长比率 (%)	5.18	(16.08)	60.42	50.65
净利润 (百万元)	31.52	27.11	37.38	55.16
增长比率 (%)	9.89	(13.99)	37.88	47.57
基本每股收益 (元)	0.34	0.29	0.40	0.59
发行市盈率 (倍)	—	—	—	—

发行数据

发行价 (元)	
发行数量 (万股)	2350
发行方式	网下配售 网上资金申购
发行日期	2010/01/27
上市日期	

基础数据 (2009年6月30日)

每股净资产 (元)	1.97
每股经营现金流 (元)	0.15
毛利率 (%)	22.23
净资产收益率 (%)	5.67
资产负债率 (%)	45.92
总股本/流通股 (万股)	90000/0
B股/H股 (万股)	/

公司投资评级

- 买入: 未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上;
 增持: 未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%;
 观望: 未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%;
 卖出: 未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写, 本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料, 本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。