

2010年3月26日

# 升达林业

## 林产一体，业绩恢复

**A**
**未有评级**

002259.SZ- 人民币 9.71

**李攀**

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207090249

### 股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	1	(2)	1	47
相对新华富时A50指数(%)	12	(1)	8	17

资料来源：彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	215
流通股(%)	40
流通股市值(人民币 百万)	829
3个月日均交易额(人民币 百万)	58
净负债比率(%)	1.4
主要股东(%)	
四川升达林产工业集团有限公司	50

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

### 中银国际证券有限责任公司

升达林业是从事林业产业一体化经营的企业，主营业务为强化地板、实木地板、实木复合地板等木地板的研发、生产与销售以及林木种植业务，产量、销量和品质均排名国内同行业前茅，公司在同行业中具有很强的竞争优势，强化木地板连续多年全国市场销量排名第二。

### 主要发现

- **有望在伐林指标上取得进展。**受制于“砍伐权”指标限制，公司迄今累计伐林仅 2 万方。“十二五”公司可向国家直接申请砍伐指标，预计每年可以砍伐 10 万方，且公司目前的总蓄积量超过 100 万方。
- **本地家具产业带动产品需求。**受益于四川本省的家具市场的红火，公司的纤维板产品销售良好。公司在广元建设的年产 22 万立方米中（高）密度纤维板生产线工程即将投产，产销量的提高有望增厚公司的业绩。
- **地板业务向好。**升达公司强化木地板连续多年全国市场销量排名第二，是公司盈利的主要业务板块。09 年该业务受冲击较大，2010 年地板业务将通过加大招商的方式将销售向川渝之外拓展。
- **业务拓展。**公司也在致力于拓展产品线，向下游延伸。公司将主要发展木门业务，我们预期公司可能投 3 亿以上，建一条 30 万套高端德式木门生产线。

### 图表 1. 投资摘要

年结日：12月31日	2005	2006	2007	2008	2009年1-9月
主营业务收入(百万元)	328.47	372.07	484.29	546.82	399.64
增长率(%)	-	13.27	30.16	12.91	(1.47)
净利润(百万元)	26.97	28.56	36.32	22.86	4.27
增长率(%)	-	5.90	27.17	(37.06)	(81.99)
每股收益(元)	0.23	0.23	0.23	0.12	0.02
增长率(%)	-	0.00	0.00	(47.83)	(85.89)
市盈率(倍)	42.17	42.17	42.17	80.83	-
每股现金流量(元)	0.23	0.22	0.22	0.12	0.02

资料来源：公司数据及万得资讯

升达林业公司是从事林业产业一体化经营的企业，主营业务为强化地板、实木地板、实木复合地板等木地板的研发、生产与销售以及林木种植业务。公司在同行业中具有较强的竞争优势，强化木地板连续多年全国市场销量排名第二。公司的经营战略是林板一体化，该经营战略与大亚科技(000910.SZ/人民币 10.33, 未有评级)也接近。

### 林木：

林木一次摘种每亩成本在 200-300 元，其他管护成本很低。10 万方林木的利润在每立方 200 元左右，单价在每方 800 元左右。公司目前具备林权证的林地共有 35 万亩，这些林地早期的成本价每亩 400、500、700、1,000 元不等，经营权年限 25、30、40 年不等，最长不超过 40 年。这 35 万亩基本是成熟林，树种以马尾松和杨树居多。考虑到林木投资收益期过长，需要照顾短期股东利益，公司起初有 100 万亩目标，现在放慢了节奏。因为林地的回报率太低，投入今后不会大。公司的林地资源主要分布在广元和达州：广元地震后交通不便；达州林地质量很好，每亩蓄积量达到 10 方。

“十一五”期间，林地“砍伐权”指标下放到省，然后下放到各地林业局，企业自身并无独立“砍伐权”。由于受到各地指标配额限制，升达林业的林地虽然是熟林，但是迄今砍伐量很小。“十二五”公司可向国家直接申请砍伐指标，预计每年可以砍伐 10 万方，而公司目前的总蓄积量超过 100 万方。公司迄今累计伐林才 2 万方，10 年计划砍伐 2 万方。

### 板材：

目前存在这样的趋势，未来一两年内，成都及周边可能成为继广东之后的第一家具大省。成都目前中纤板销售收入十几亿的企业已经有十几家，当地家具企业林立。广东家具企业以外销为主，目前出口仍然低迷，且广东企业开始丧失其劳动力成本优势。四川家具企业主要内销为主，很可能在未来 2-3 年市家具产量做到全国第一。仅全友家私一年的中纤板 09 年消耗量就达到 80-90 万方，预计今年消耗量将突破 100 万方。

从四川中纤板产能来看，目前四川产能 200-300 万方而已，而总体需求在 600-700 万方，这些需求主要是通过输入性板材解决的。四川境内，预计国栋建设(600321.SS/人民币 12.63, 未有评级)今年将新增 60 万方产能。

升达林业的中纤板以满足当地家具企业为主。中纤板（中密度板）生产基地在温江，原料以外购为主，收购价 350-500 元/吨。公司温江中纤板产能仅 16 万方，销路很好。公司中纤板 E1 级为主。

公司目前的生产线适合生产用于名酒包装、音响、电路板等等的薄板，单位价格比较高。预计公司中纤板的毛利率在 09 年已经处在底部。中纤板在四川销售不是大问题，但是由于输入产能较大，未来价格战将持续。

公司在广元募投项目四月下旬可能进入正式投产。该生产线 08 年 8 月动工，不到一年半的时间投产，已经相当快。该生产线有 22 万立方米的产能，靠近公司在广元的森林基地，因此收购原料成本较低，而且当地承诺不再引进同类企业。因此广元的项目不错，木材也以松木为主，预期未来生产以生产中高端纤维板为主。

和升达林业处于同一行业的上市公司如威华股份(002240.SZ/人民币 12.04, 未有评级)，税收返还占利润比例较高。如果目前中纤板不能继续获得返税，相信中纤板投资基本不挣钱。每条中纤板生产线投资需要两亿，每年如果利润在 2,000-3,000 万，回收期在 9 年。增值税退税方面，09 年是全退，而 2010 年可能退 80%。这种利用农民的田间地头枝桠材的方式，是循环经济的一部分，应该能够继续获得退税。

目前中纤板合理运距仅 200 公里左右，每方中纤板的合理回报约在 200-300 元。中纤板的生产线投入主要还是机械设备，举温江为例，土地投入每亩 5-6 万而已，其他的花费主要是在机械设备。

## 地板：

地板业务方面，公司在成都主要生产强化木地板，其基材主要是中纤板；在温江生产高端强化地板，在成都本地生产低端强化地板，在上海加工少量的实木地板。

公司业务比例结构上来看，目前实木地板的比例仍然在下降。实木地板价格在每平米 300 元左右，价格太高；此外，实木容易变形，不耐压，不防潮，维护成本高。在强化木地板市场，大亚做到了市场份额第一，升达公司排在第二位。竹地板目前比例也在下降，存在防虫问题。目前市场主流仍然是 E1 为主。E0 技术制作的地板成本太高，可能每平方米达到 300 元以上。

未来两年内公司战略上，地板仍然为主。

升达林业今年的重点是外拓市场，内控成本，积极竞争。地板需求空间仍然较大：德国每年每人使用量 1 平米左右，中国只有四分之一。公司地板产能没有用完，达产 1,000 万平方米，极限在 1,100-1,200 万平方米，而目前公司每年生产量在 600-700 万平米而已。

我们预计升达公司去年净利润 1,500 万左右，主要是地板贡献，中纤板基本没有贡献。地板去年上半年冲击大：盈亏平衡公司每月需要销售 40 万平米，上半年不到 40 万平米，下半年 60-70 万平米，平均水平应该在 60 万平米左右。预计今年地板应该有 4,000 多万利润。

**图表 2. 业绩摘要**

(人民币, 百万)	08年 1-9月	09年 1-9月	同比变动%
营业收入	405.61	399.64	(1)
营业成本	275	292.91	7
营业税金及附加	2.93	2.67	(9)
销售费用	54.14	48.54	(10)
管理费用	14.27	12.95	(9)
财务费用	28.35	28.43	0
资产减值损失	0.73	0.21	N.M
营业利润	30	14.1	(53)
营业外收入	0.78	4.15	432
营业外支出	2.4	12.3	413
利润总额	28.38	5.95	(79)
所得税费用	4.67	1.69	(64)
净利润	23.71	4.27	(82)
少数股东损益	0.03	0.09	200
归属于母公司所有者的净利润	23.68	4.17	(82)

资料来源：公司数据

## 业务拓展与未来战略

新的业务拓展方面，公司也在致力于拓展产品线，向下游延伸。其中之一是木门业务，公司将可能投 3 亿以上，建一条 30 万套高端德式木门生产线（单价 1,000 元以上）。木门销量升达林业在四川差不多是最大的，每年在 5 万套，贴升达牌。四川每年有 100 万套的木门需求。生产线虽然暂时未有投入，控股公司已经在铺设木门网络。控股公司的营销网络，目前的经营利润不高，主要是代理赚取差价。另建的一个新的业务线，可能将是整体衣柜。公司与农业银行合作较好，今年拟从银行融资。灾后重建对于地板拉动不明显。“建材下乡”目前没有含木地板，林业部正在争取，公司的产品可能会进入“建材下乡”目录。

今年地板业务将加大招商、建网力度。目前公司市场西南为主，50%销量在川渝，北京基本没有销量。现在公司也在努力发展专卖店，主要通过加盟的方式来做。营销体系包括旗舰店、4S 店、精品店，会补助经销商，未来主要靠网点，靠形象，但是电视广告投入不会太大。未来升达企业业绩变化体现在中纤板。

公司拟打好产业基础，徐图未来。山东、河南、湖北、湖南是重点市场，公司称之为“生命市场”，即争取该省第一品牌，争取每年这些省 100 万平米以上的销量。江西、江苏属于激光市场，即在重点城市建网。地板目前全国已经有 1,000 多家店，未来会逐渐扩大至 3,000 家。保守判断地板收入今年增长 10%以上，中纤板去年 13 万方，今年将会达到 25 万方。如果中纤板返税加大，今年公司整体利润范围会在 5,000-6,000 万。

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 3 月 24 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2) 因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371