



农林牧渔

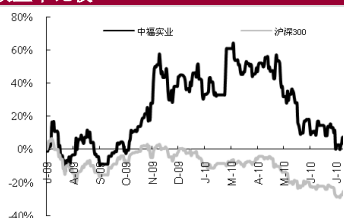
Farming & forestry & animal
husbandry & fishery

2010 年 7 月 30 日

市场数据 2010 年 7 月 29 日

当前价格 (元)	5.75
52 周价格区间 (元)	4.28-8.85
总市值 (百万)	3329.55
流通市值 (百万)	1219.34
总股本 (万股)	57905
流通股 (万股)	21206
日均成交额 (百万)	37
近一月换手 (%)	90.60
Beta (2 年)	0.91
第一大股东	山田林业开发(福建)有限公司
公司网址	www.000592.com

期收益率比较



表现	1m	3m	12m
中福实业	4.5	-12.9	14.8
沪深 300	5.4	-6.6	-19.5

相关报告

魏芳 郭伟明 (协助)

+86 755 21517994

guowm@jyzq.cn

执业证书编号

魏 芳: S0370207120041

中福实业 (000592) 调研报告

—林业是立足之本, 纤维板是发展重心

评级: 中性

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	283.53	322.95	427.55	880.71	1019.18
增长率 (%)		14	32	106	16
归属母公司股东的净利润(百万元)	54.81	61.55	67.47	100.75	112.19
增长率 (%)		12	10	49	11
每股收益-摊薄(元)	0.09	0.11	0.12	0.17	0.19

- 近两年, 公司收入利润持续稳定增长。09 年公司营业收入 3.23 亿元, 同比增长 13.9%; 净利润 6,155 万元, 同比增长 12.3%。公司业务结构中, 林木销售和人造板制造业是最主要收入利润来源。09 年人造板、林木销售和房屋租赁业务分别占公司收入比重 72.2%、24.9%和 3.0%, 占毛利比重 44.5%, 48.6%和 6.9%
- 公司 08 年年初通过重大资产置换、发行股票购买资产以及股权分置改革, 以林业为主业恢复上市。公司重组后保证 08-10 年公司实现的净利润 (归属于母公司所有者的净利润) 不低于 5,443 万元、5,987 万元、6,586 万元, 若净利润低于其承诺的数值, 大股东山田公司将用现金向公司支付差额部分。
- 在林业经营方面公司发展迅速, 营林面积从 07 年的 27 万亩, 发展到现在 100 余万亩, 其中取得林权证将近 60 万亩。公司将在建瓯、明溪作为杉树、松树等传统商品林主要经营基地, 进一步强化营林基础, 确保公司可持续发展; 将龙岩、漳州等地作为速生丰产林和工业原料林建设基地。
- 公司纤维板产能急速扩张, 预计 10 年底产能将达到 43 万立方米。建瓯福人木业拥有一条 10 万立方米纤维板生产线和一条年产量 5 万立方米的薄板生产线。为了扩大公司现有中纤板产能, 满足市场需求, 公司投建的漳州中福木业 18 万方中纤板生产线, 预计 10 年 10 月即可试生产。另外, 公司从浙江绿源收购的龙岩绿源 10 万方的中纤板生产线, 今年投入技改, 预计该项目从今年近年将开始盈利。
- 估值和投资建议: 我们预计 10-12 年公司销售收入为 4.28、8.81 和 10.19 亿元, 归属母公司净利润 0.67、1.01 和 1.12 亿元, EPS 分别为 0.12 元、0.17 元和 0.19 元, 考虑公司拥有林业资源且还具有可增加的空间, 给予 11 年 32-37 倍的 PE, 我们认为公司合理价格区间为 5.44-6.29 元。
- 风险提示: 恶劣天气; 纤维板需求波动

2、公司重组 获得新生

公司 08 年年初通过重大资产置换、发行股票购买资产以及股权分置改革，以林业为主业恢复上市。公司重组后保证 08-10 年公司实现的净利润（归属于母公司所有者的净利润）不低于 5,443 万元、5,987 万元、6,586 万元，若净利润低于其承诺的数值，大股东山田林业开发公司将用现金向公司支付差额部分。

2.1、资产置换

公司将所持有的福建省中福置业发展有限公司等 7 家长期股权投资、应收款项（净额合计 8,560 万元）与大股东所属位于福州市鼓楼区五四路 159 号世界金龙大厦部分资产（评估值 9,214 万元）进行资产置换。

图表 3 资产置换情况

置出资产		置入资产	
资产名称	备注	资产名称	备注（面积：M ² ）
上海中福企业投资发展有限公司	注销	地下二层车位十二个	554
上海福优贸易有限公司	放弃	第六、七、八、九、二十三层写字楼	9,224
福愿投资有限公司	放弃	第三、四层商场	6,574
福建中福物业管理发展有限公司	过户		
福建省中福工程承包公司	注销		
福建省中福置业发展有限公司	过户		
福建省中福建筑设计有限公司	过户		
上海利新纯水有限公司等 14 家公司 8500 余万元应收款项	移至山田公司名下	小计	16,352

资料来源：公司公告

2.2、非公开发行股票购买资产

公司以每股 1.25 元的价格，向大股东山田林业开发（福建）有限公司非公开发行 2.58 亿股购买其拥有的福建省建瓯福人林业有限公司 66.2% 的股权。如果考虑股改方案的影响，重组之后公司总股本将增加为 5.79 股。

2.3、后续间并购的动作

一是公司与于 2008 年 7 月 7 日与控股股东山田林业开发有限公司的第二大股东福建华闽进出口有限公司签订《资产转让协议》，华闽公司将持有的明溪县恒丰林业有限责任公司 55% 股权转让给本公司，转让

价为7,637万元人民币；公司控股子公司福建省建瓯福人林业有限公司与华闽公司签订《资产转让协议》，华闽公司将持有明溪县恒丰林业有限责任公司31%股权转让给福建省建瓯福人林业有限公司，转让价为4,305万元。

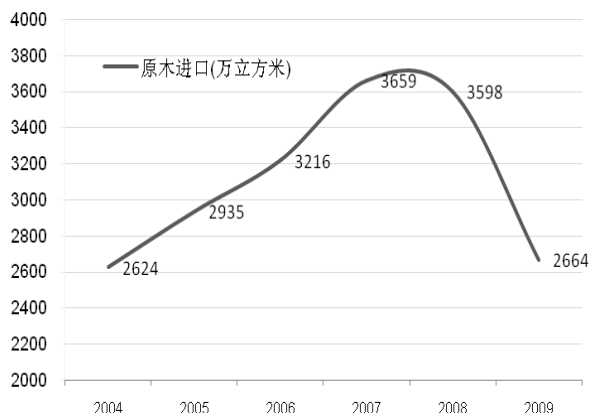
二是2008年10月16日，公司以3,211万元的价格购买李小荣先生持有的福建省建瓯福人木业有限公司32%的股权，以1,003万元的价格购买王以万先生持有的福人木业10%的股权。福人木业是公司主要控股子公司福建省建瓯福人林业有限公司（公司持股比例为66.239%）的控股子公司，福人林业持有福人木业58%的股权。

三是公司于2010年2月3日与浙江绿源木业股份有限公司签订了收购协议，以2,742万的价格收购浙江绿源公司所持的龙岩市绿源人造板有限公司70%的股权。龙岩绿源公司主要从事中纤板生产与销售，拥有一条年产约10万立方米的中纤板生产线。

3、林业是公司立足之本

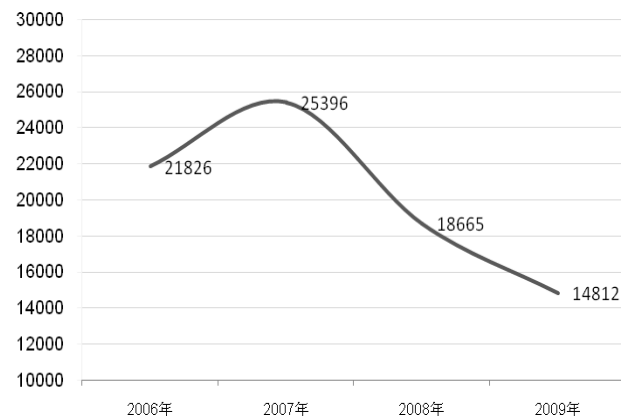
我国是世界林产品生产、加工、消费和进出口大国，以木材为主的林产品不仅为生产提供了重要的原材料，而且在很大程度上丰富和满足了生活消费。2008年全国林业产业总产值达1.44万亿元，木材产量达到8,108万立方米，人造板产量达到9,410万立方米。虽然我国林木资源丰富，但是缺口一直很大，每年进口大量的原木和木浆。

图表4 原木进口近年下降



图表5 从俄罗斯进口原木逐年下降

单位：吨



资料来源：海关总署

在林业经营方面公司发展迅速，营林面积从07年的27万亩，发展到现在100余万亩，其中取得林权证将近60万亩。公司将在建瓯、明溪作为杉树、松树等传统商品林主要经营基地，确保公司可持续发展；将龙岩、漳州等地作为速生丰产林和工业原料林建设基地，为公司未来扩大纤维板生产规模提供原材料保障。

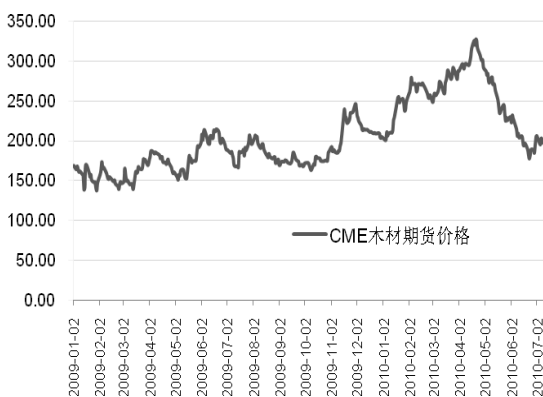
公司下设四个林业子公司，分别是建瓯福人林业、绿闽林业、龙岩山田林业和明溪恒丰林业。

建瓯福人林业经营林区约 50 万亩，下设 9 个采育场，拥有林权证的林木资源资产总面积 26.9 万亩，活立木总蓄积量 200 多方法立方米。09 年福人林业完成木材生产 6.6 万立方米，木材销售 8.59 万立方米，木材综合销售价格 699 元/立方米，净利润 3,428 万元。

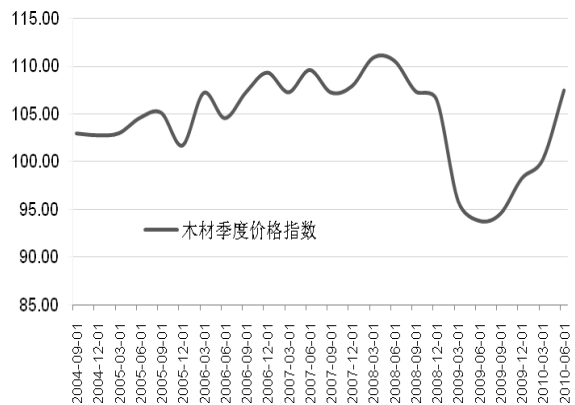
明溪恒丰林业经营林区约 32.2 万亩，拥有林权证的林木资源资产总面积约为 27.6 万亩。公司持有福建省明溪青珩临场 31.85% 股权，青珩林场拥有林地约 21.7 万亩。2009 年恒丰林业生产商品材 2.87 万立方米，销售各类木材 2.56 万立方米，实现营收 1,693 万元，净利润 266 万元。

过去两年，公司每年采伐指标超过 20 万方，但实际采伐面积不足其一半。其主要原因在于公司判断木材价格上涨是长期趋势，主动降低采伐量。若木材价格后期走势坚挺，不排除公司主动提高采伐面积，这将显著提高公司的盈利水平。

图表： CME 木材价格走势



图表 国内木材价格指数触底反弹



资料来源：wind 国家统计局

4、纤维板是公司未来发展重心

4.1 我国人造板发展空间巨大

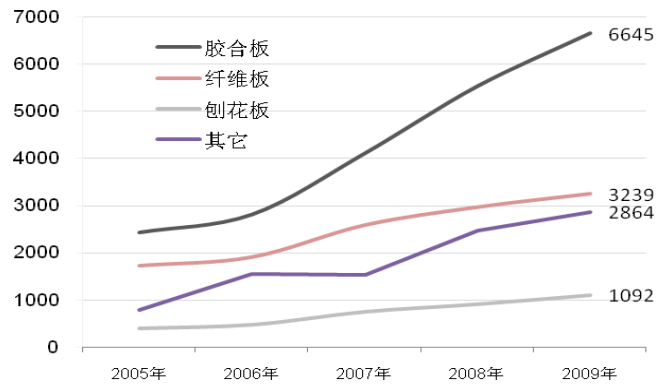
随着居民消费能力的增强和消费观念的转变，在家具、包装、装饰等行业及建筑领域对人造板的需求将越来越大，加之劳动力比较成本优势，中国大陆的人造板、家具产品在世界市场将继续保持较强的竞争力。国内国际市场的巨大需求，必将拉动中国人造板工业的高速发展。

胶合板的生产需要优质大径材，受资源再生性的制约，供给资源面临枯竭，加上世界大多数国家出于生态保护之考虑，限制原木出口，政府以增加消费附加税等手段，控制其消费量。纤维板和刨花板的生产，以“次、小、薪”材为原料，适合中国资源再生性、速生性的特点。随着纤维板和刨花板品质的认同、产品性价比的提高及应用领域的拓展，

其生产和消费比重呈逐步上升的态势，业已成为木材市场需求的主流。我国三种传统人造板中木材利用率较高的纤维板和刨花板的比例将逐步上升，预计三种人造板以后的比例将接近 **4: 4: 2**。

图表 我国人造板发展迅速

单位：万立方米



资料来源：国家统计局

4.2 公司纤维板产能急速扩张

中密度纤维板生产是资源依赖型生产，原料问题逐步成为制约我国中密度纤维板生产能力发展的主要因素之一。公司所处的福建速生林木资源最为丰富，为中密度纤维板生产提供了优越的原料供应条件。该地区已成为我国中密度纤维板生产发展最快的地区。

公司控股的建瓯福人木业拥有一条年产为 10 万立方米，规格为 8-20mm 各种中高密度纤维板生产线和一条年产量 5 万立方米的纤维板（薄板）生产线。

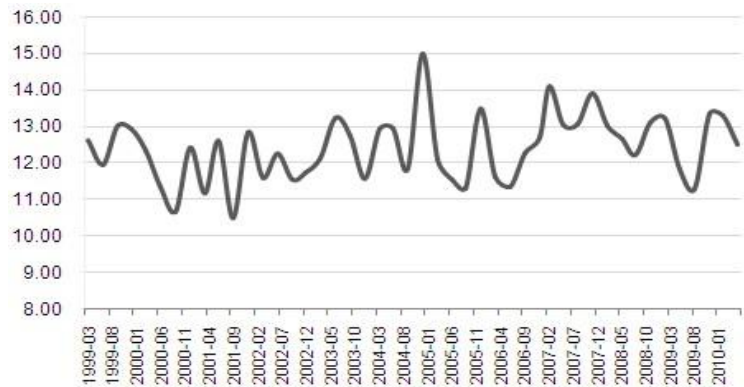
为了扩大公司现有中纤板产能，满足市场需求，公司投建的漳州中福木业 18 万方中纤板生产线，预计 10 年 10 月即可试生产。另外，公司从浙江绿源收购的龙岩绿源 10 万方的中纤板生产线，今年投入技改，引进先进的连续压机代替多层压机，采用无污染、低能耗的热能中心代替高污染、高能耗的锅炉，提高中纤板产品品质、降低单位能耗，预计该项目从今年近年将开始盈利。**2010 年底，公司纤维板产能预计达到 43 万立方米。**

	注册资金 (亿元)	产能 (万 m ³)	09 产量/销量 (万 m ³)
建瓯福人木业	0.46	15	13.78/14.46
漳州中福木业	1	18	
龙岩山田木业	1.6	10	
建瓯中福木业	0.05	规划中	
合计	3.11	43	

公司近 08-09 的人造板毛利率分别为 17%和 16%，高于行业 12%-13%的平均水平。这基于公司拥有较为丰富的森林资源，为纤维板生产提供充足的原料；其次公司产品有一定的品牌优势，有较可靠的销

售网络，较同类产品公司溢价 10%-20%左右；再次公司纤维板产量远未达到客户需求，公司通过纤维板贸易，这提升了公司毛利水平。

图表 人造板企业季度毛利率



资料来源：国家统计局

5、房屋租赁、典当

公司将所属地产出租，08-09 年获取的租赁费用分别为 953 万和 1,096 万元，毛利为 487 万元和 578 万元，毛利率为 59%和 61%。未来此项业务将继续给公司带来持续稳定收益。

另外，公司近期获得典当业务的批文，这项业务正在有条不紊的开展中，尚不能对公司业绩产生影响。

6、估值和投资建议

关键假设：未来 3 年公司木材销售、中纤板和房租毛利率分别为 50%，16%和 60%，木材价格 700-800 元/m³，采伐面积为采伐指标维持不变，但公司实际采伐量稳步提升；中纤板产能利用率 90%，价格维持在 1400-1500 元/m³，房租收入每年涨幅 10%，典当业务暂不考虑。

根据以上假设，我们预计 10-12 年公司销售收入为 4.28、8.81 和 10.19 亿元，归属母公司净利润 0.67、1.01 和 1.12 亿元，EPS 分别为 0.12 元、0.17 元和 0.19 元，考虑公司拥有林业资源且还具有可增加的空间，参考林板一体化上市公司的估值，给予 11 年 32-37 倍的 PE，我们认为公司合理价格区间为 5.44-6.29 元。

图表 林板一体化上市公司估值情况

上市公司	总股本 (百万股)	最新收盘价 (元) (7-7)	EPS (元)			PE		
			2010E	2010E	2010E	2010E	2011E	2012E
吉林森工	310.50	7.97	0.18	0.26	0.31	43	29	25
大亚科技	527.50	8.89	0.61	0.77	1.12	16	12	8
威华股份	306.69	9.69	0.57	0.61	0.75	17	16	13

资料来源：wind

图表 利润表预测

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	283.53	322.95	427.55	880.71	1,019.18
其中：营业收入	283.53	322.95	427.55	880.71	1,019.18
二、营业总成本	222.17	286.01	385.84	799.83	923.66
其中：营业成本	191.41	239.28	327.23	702.93	812.78
营业税金及附加	2.31	2.78	3.42	7.05	8.15
销售费用	4.05	4.54	5.99	12.33	14.27
管理费用	20.02	26.46	34.20	70.46	81.53
财务费用	7.77	12.57	15.00	7.07	6.93
资产减值损失	-3.39	0.38	0.00	0.00	0.00
加：公允价值变动收益	-3.99	1.71	0.00	0.00	0.00
投资收益	-2.85	-1.23	0.00	0.00	0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	54.51	37.42	41.70	80.88	95.52
加：营业外收入	34.16	42.23	40.00	40.00	40.00
减：营业外支出	4.81	4.73	5.00	5.00	5.00
四、利润总额	83.86	74.92	76.70	115.88	130.52
减：所得税费用	1.67	0.90	0.92	1.39	1.57
五、净利润	82.19	74.01	75.78	114.49	128.95
归属于母公司所有者的净利润	54.81	61.55	67.45	100.75	112.19
少数股东损益	27.38	12.46	8.34	13.74	16.76
六、每股收益：					
（一）基本每股收益	0.09	0.11	0.12	0.17	0.19
（二）稀释每股收益	0.09	0.11	0.12	0.17	0.19

资料来源：金元证券研究所

7、风险提示

1、恶劣天气影响林木采伐进度；2、随着公司产能扩大，纤维板需求波动风险对公司影响日益增大

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

金元证券股票 投资评级标准:

买入: 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

增持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;

中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.