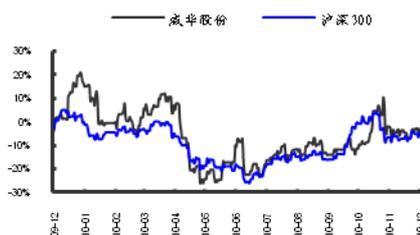


## 相对沪深300表现



表现	1m	3m	12m
威华股份	-3.9	8.8	-2.4
沪深300	0.5	11.6	-3.5

## 市场数据 2010.12.22

当前价格 (元)	10.62
52周价格区间 (元)	8.04-14.3
总市值 (百万)	3257.05
流通市值 (百万)	1320.28
总股本 (万股)	30669
流通股 (万股)	12431.97
日均成交额 (百万)	57.37
近一月换手 (%)	67.82%

## 相关报告

《行业景气度上升 继续关注上游行业——2011年农林牧渔年度策略》，2010.12.17

## 分析师: 孙霞

执业证书编号: S0350208120571

电话: 0755-83706347

邮件: sunx@ghzq.com.cn

## 分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

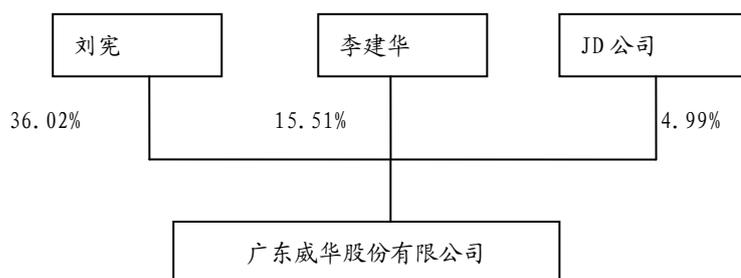
- 公司是林木一体化企业,具有资源和产品质量高双重优势。中纤板生产能力为150万 $m^3$ ,可生产2mm~25mm的产品,拥有自建和合作造林约64.7万亩。
- 公司中纤板业务随着行业的复苏以及公司产能的释放,将迎来拐点,盈利能力将触底反弹。
- 林木进入大规模轮伐期,将带来业绩的大幅增长。根据招股说明书公布的各基地的速生林种植情况、各树种的轮伐期,以及2008~2009实际砍伐1.88、1.17万亩进行推导,预计公司林地2011、2012年实际进入轮伐期的面积为36.90、4.33亩。
- 向下游产业延伸,进军地板业务,形成资源到终端品的完整产业链。公司与大自然的合作是资源与市场的结合,将起到双赢的局面。
- 预计增值税即征即退政策将继续实行。由于我国森林资源匮乏,随着林木需求的不断增长,林木短缺的矛盾日益突出。中纤板行业极大地提高了木材的综合利用率,有效地缓解了林木短缺的矛盾,历来受国家政策,尤其是税收政策支持。随着国民经济的不断发展,国家对资源、环保越来越重视,中纤板行业增值税即征即退税收优惠政策2010年12月31日到期后,继续享受增值税优惠政策的可能性较大。但随着行业的逐步复苏,不排除退税比例下降的可能。
- 给予“增持”评级。给予“增持”评级。预计公司2010、2011、2012年的每股收益分别为0.04、0.38、0.61元。给予2012年18~22倍的PE,公司合理价位区间为10.98~13.42元。
- 风险提示:增值税即征即退政策对公司利润影响较大,未来是否继续执行具有不确定性;公司产能释放可能低于预期。

预测指标	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	894.42	1712.80	2681.16	3282.17
营业利润 (百万元)	-91.46	-46.95	49.94	121.95
净利润 (百万元)	-49.95	10.35	113.02	179.98
摊薄每股收益 (元)	-0.16	0.03	0.37	0.59
摊薄每股净资产 (元)	5.38	5.50	5.62	5.70
加权平均ROE (%)	-3.03	5.42	8.69	9.34

### 公司是林木一体化企业，具有资源和产品质量高双重优势

广东威华股份有限公司的前身是梅州中纤板公司，成立于1997年6月9日。2001年12月梅州中纤板公司整体变更设立为广东威华股份有限公司。2008年5月23日在深圳证券交易所上市。李建华夫妻合并共持有公司51.53%的股权，为实际控制人。

Figure 1 股权结构图



资料来源：WIND、国海证券研究所

公司主要业务领域为中（高）密度纤维板的制造、销售和速生丰产林的种植、经营。公司是国内位居前列的林木一体化生产企业，同时也是广东省最大的中（高）密度纤维板制造商和广东省龙头企业。中纤板生产能力为150万 $m^3$ ，分别占全国和广东省产能的3.2%和28.5%。

具有资源和产品质量高的双重优势。公司拥有自建和合作造林共64.7万亩，可为公司提供部分原料的供给。公司“威利邦”牌中纤板（2mm~25mm）已通过国家产品质量免检认证，所生产的中（高）密度纤维板游离甲醛释放量根据客户需求分别符合E2或E1级标准，公司的技术能力可将产品游离甲醛释放量控制在3mg/100g以下，低于欧洲E0级环保标准，是国家E2级标准的十分之一。发行人（本部）以及清远、台山和湖北等四个中（高）密度纤维板生产基地共30多种规格的产品目前均已成功取得美国加州空气资源局（CARB）CARB认证证书，有利于为产品顺利通过下游家具和木地板等行业间接出口美国。

Figure 2 欧洲标准 EN120

欧洲标准 EN120	甲醛释放量
E <sub>0</sub> 级	≤ 6mg/100g
E <sub>1</sub> 级	6 ~ 10mg/100g
E <sub>2</sub> 级	10 ~ 30mg/100g
E <sub>3</sub> 级	30 ~ 60mg/100g

资料来源：国海证券研究所

## 行业景气开始回升，下游需求将继续增长

中纤板主要是以次小薪材和林区三剩物为主要原料加工而成的板材，资源综合利用率低，属国家扶持的产业。可以分为低、中、高密度板。

Figure 3 低、中、高密度纤维板特点及主要应用领域

	特点	主要应用领域
低密度纤维板	密度不大、物理力学性能不及硬质纤维板	建筑工程中的绝缘、保温和吸音、隔音等方面
中密度纤维板	幅面大、结构均匀、强度大、强度高、尺寸稳定	家具制造以及建筑、车船制造和家用电器等行业
高密度纤维板	变形小、易于切削加工、板边坚固、表面平整、便于直接胶贴和涂饰	强化木地板、电子行业生产用垫板和装饰等高档装饰材料和包装材料

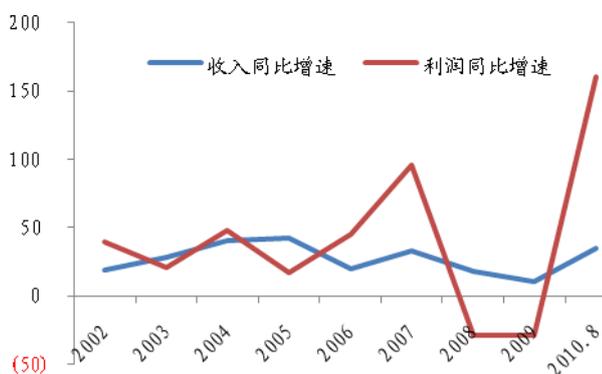
资料来源：国海证券研究所

### 纤维板的盈利能力开始回升

下游需求增加带来产量上升。2008年全球遭遇金融危机，下游需求下降，直至09年底才开始恢复。截止2010年11月，纤维板产量已达到3696万，同比增速为24.57%，远高于去年同期的8.35%。

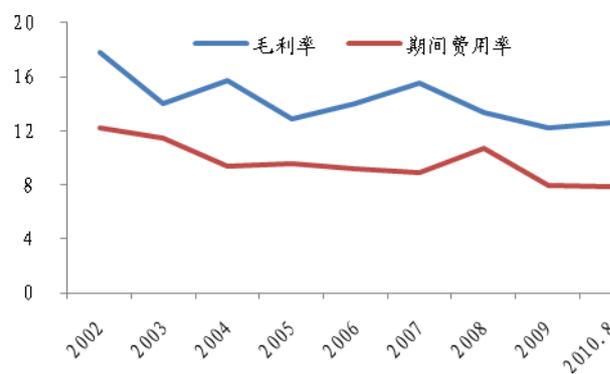
行业各项盈利指标自年初开始回升。截止8月底，行业收入、利润分别达到504.87、23.16亿元，同比增速分别达到34.62%、160.08%，远高于2009年的10.85%、-28.92%。虽受原材料价格上升的成本压力，但毛利率仍较09年略有上升，回到12.6%。期间费用率也略有下降。

Figure 4 中国纤维板行业收入、利润同比增速 (%)



资料来源：国海证券研究所

Figure 5 中国纤维板毛利率及期间费用率 (%)

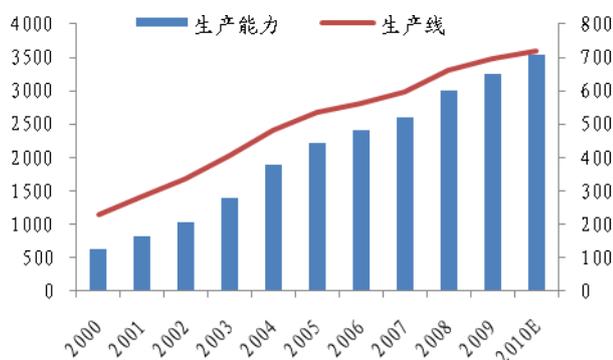


资料来源：国海证券研究所

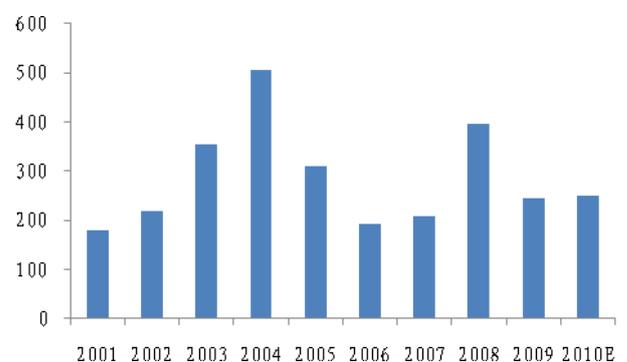
### 未来新增产能增速将下降

自2001年开始，中国纤维板生产能力持续高速增长，到2008年底年均增长率超过21%。需求增速赶不上产能的扩张，行业出现供过于求。

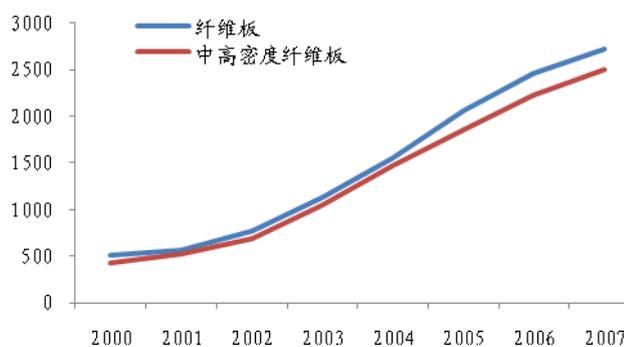
2009年纤维板的生产能力为3250万 $m^3$ ，预计2010年底为3500万 $m^3$ ，新增产能分别为245、250万 $m^3$ ，较08年有明显的下降。行业的技术壁垒虽不高，但对资金的门槛提高。国家对产品质量的要求提高，带来对进口设备的需求增加，决定了行业有一定的资金壁垒。进口设备需产能在15万 $m^3$ 以上才有进口关税优惠，整条生产线设备大约在4亿元人民币，远高于国内设备。国家对5万 $m^3$ 以下设备进行限制改造。行业的盈利能力尚处在恢复期且行业依然处于供不应求，因此，未来两年内新增产能的增速将继续下降。

Figure 6 中国纤维板产能及生产线(万 $m^3$ 、条)

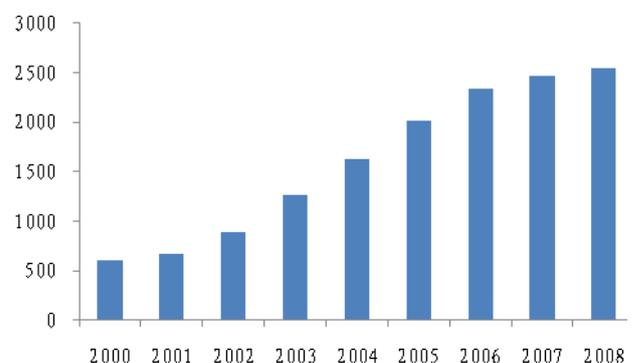
资料来源：国海证券研究所

Figure 7 中国纤维板历年新增产能(万 $m^3$ )

资料来源：国海证券研究所

Figure 8 中国纤维板生产量(万 $m^3$ )

资料来源：国海证券研究所

Figure 9 中国纤维板消费量(万 $m^3$ )

资料来源：国海证券研究所

### 下游需求增加将带来行业销量的增长

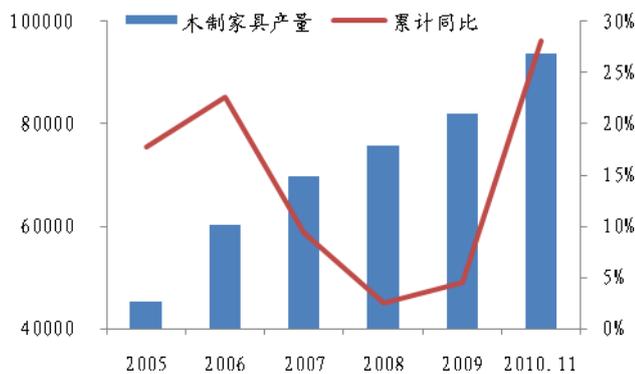
纤维板主要应用于家具、建筑装修、木地板、包装机家电外壳等其它领域，其中家具用量最大，占纤维板用量的65%，其次是建筑装修用量，占总用量的15%。

2011年保障房数量将继续保持增长。国家住房和城乡建设部、发展改革委、财政部联合印发的《2009~2011年廉租住房保障规划》中，规划

自2009年起到2011年,争取用三年的时间新增廉租住房518万套。2011年全国保障性安居工程住房建设规模将高达1000万套,相比2010年的580万套,增长72.4%。保障房数量的高速增长,将带来相关产业家具、木地板及建筑装修的发展,从而增加对原料纤维板的需求。

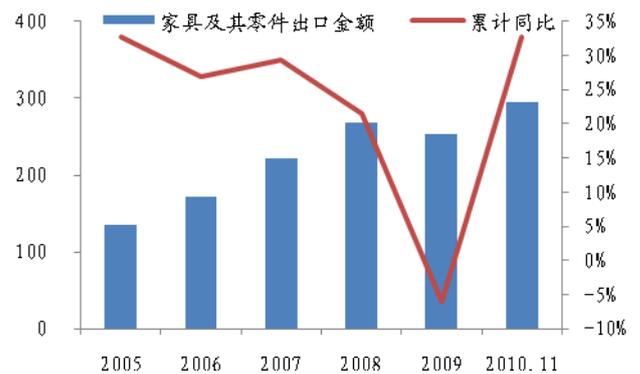
家具业是我国纤维板用量最大的行业。近10年来,我国家具行业高速发展,外国板式家具生产线的不断引进,使得对中(高)密度纤维板的需求增加。由于我国家具质量的提高及原料资源的丰富,国外家具商和采购巨头纷纷到中国投资建厂。家居用品出口退税上调至13%,以及国外经济的逐渐恢复,将带动出口量的增加。因此,家具产量除了受国内需求增加刺激外,出口也将带动其快速增长,从而拉动纤维板的有效需求。

Figure 10 中国木制家具产量(万件)



资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 11 家具及其零件出口金额(亿美元)

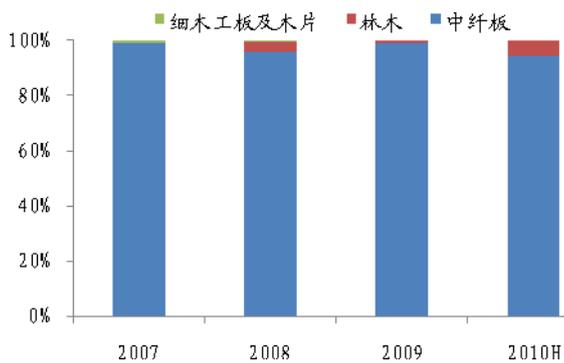


资料来源: WIND、国海证券研究所

### 主营业务保持增长趋势

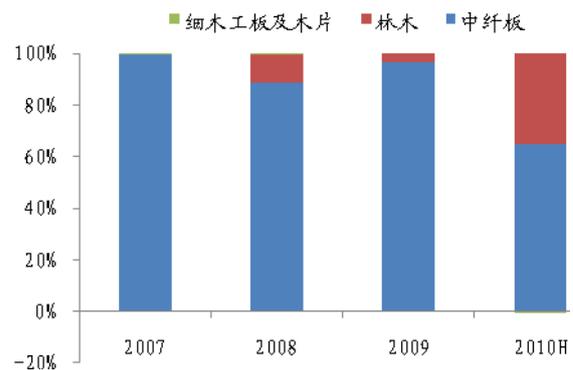
公司是林板一体化企业,由于林木的生长周期长,近几年内林木砍伐较少,主要业绩来源于中纤板的销售。截止09年底,中纤板是公司主营业务收入和利润的主要来源,分别占99%和97%。2010年上半年,由于清远征地,林木销售量增加,中纤板对主营业务利润的贡献降至65%。可见,林木的销售对公司业绩的弹性影响较大。

Figure 12 主营业务收入结构图



资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 13 主营业务利润结构图



资料来源: WIND、国海证券研究所

### 中纤板产能逐步释放, 盈利能力步入正常

公司已拥有 9 个中高密度纤维板生产基地, 随着募投项目的陆续投产, 产能已由 08 年底的 62 万 M<sup>3</sup> 增长到 150 万 M<sup>3</sup>, 分别占全国和广东省产能的 3.2% 和 28.5%。公司的产能主要分布在原料资源丰富与消费量大的主产区广东省内, 为向全国主要市场辐射, 在河北、湖北、辽宁建设生产基地。广东省每年中纤板消费量约为 1,000 万 m<sup>3</sup> 高于省内产能, 需向外省生产基地引进。

产品种类和质量要优于国内同行。公司的生产线基本为进口设备, 可根据市场需求可生产厚度 2.0-25mm 不同规格的中纤板, 是中纤板生产企业中产品规格最齐全的生产企业之一。

Figure 14 各中纤板子公司情况

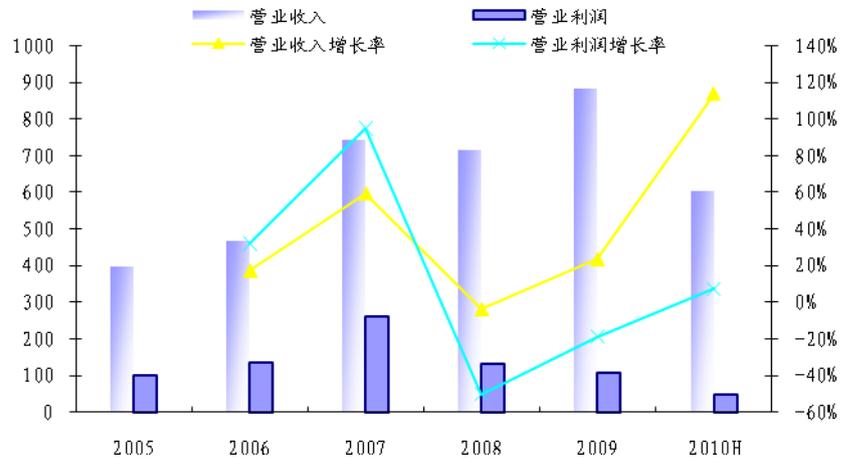
	成立时间	产能 (万 M <sup>3</sup> )	投产时间	生产线设备	持股比例	09 年营业收入 (百万元)	09 年净利润 (百万元)
本部		7					
清远威利邦	2002.10.10	15	2004.6	进口	81%	222.75	8.57
增城中纤板	2000.7.24	10		国产	90%	82.1	6.74
台山威利邦	2003.11.4	15	2006.12	进口	75%	147.48	3.18
阳春威利邦	2005.3.18	15	2007.7	进口、国产	85%	77.69	-9.41
河北威利邦	2006.4.6	22	2009.8	进口	91%	76.49	-12.5
湖北威利邦	2006.10.24	22	2009.6	进口	91%	111.19	-10.37
辽宁威利邦	2006.10.19	22	2009.7	进口	91%	86.39	-7.39
封开威利邦	2007.5.31	22	2010.4	进口	91%		-7.39

资料来源: 公司年报、国海证券研究所

08 年之前, 在行业高速发展下, 公司中纤板的销售收入和利润均呈现高速增长。在 08 年金融危机导致下游需求下降及行业前期产能集中释放下, 公司 08 年的盈利能力大幅下降。09 年下半年随着经济的恢复,

行业景气开始复苏，以及公司募投项目的投产，收入出现较大幅度的上升，但利润增速低于收入的增速。

Figure 15 中纤板营业收入、利润季同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

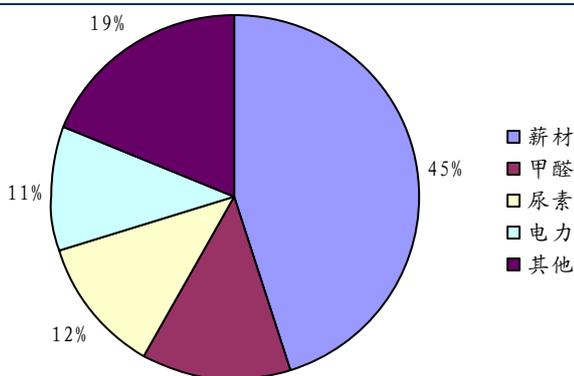
产能利用率逐步提高。阳春子公司的生产设备为进口与国产配套，经过三年的磨合，目前已经正常，可以根据市场需求实现满产。公司募集四项目已陆续投产，预计今年的产能利用率在 80%左右。下游相关产业家具和装饰材料将继续保持增长趋势，对中纤板的需求也将增加，公司的产能利用率将持续提高。而 150 万  $m^3$  是公司总产值的理论产能，可根据实际情况，略有增加。

成本呈上升趋势。中纤板的成本主要来自薪材、尿素、甲醛、水电等，其中薪材占成本的 45%左右。由于俄罗斯限制出口，原木价格将处于上升趋势，以及中纤板产量增速提高，薪材价格也随着上升。目前，薪材价格已上涨至 350~420 元/吨，相对于 09 年公司采购薪材均价 310.98 元/吨，已上涨 12.5~35%。1 $m^3$  中纤板的生产需要 1.5~1.9 吨的薪材量，公司今年已成功发行 4 亿元短期融资券用于原料的采购。虽然国家鼓励速生林地的种植，但长期依然不能满足消费需求，以及资源的升值预期，薪材的采购价将继续增长。

公司毛利率将触底回升。公司的生产线设备基本为进口，产品结构和质量均优于行业，但公司自 2009 年以来的毛利率持续低于行业平均。主要是由于，2009 年募投项目陆续投产，公司为开辟东北、华北和长江中下游地区的新市场，采取一定的低价促销策略；2010 年上半年，由于设备改造检修、产能利用率未达到预期及成本上升，公司的毛利率大幅下降至 7.89%，低于同行业内上市公司大亚科技、国栋建设纤维板毛利

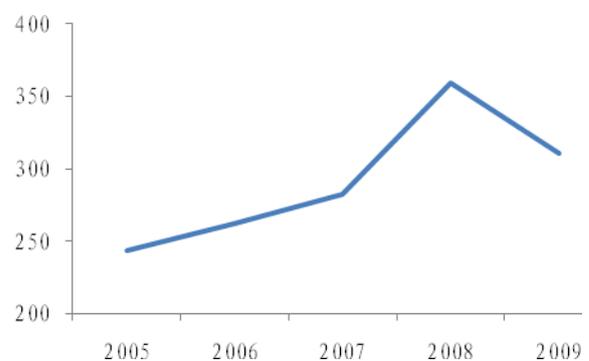
率及行业平均。由于下游需求增加，中纤板销售价格持续上升，目前已达到 1800 元/ m<sup>3</sup> (含税)，左右比公司一季度的销售均价 (含税) 又增长了 14%，将带来毛利率的反弹。预计 2011 年毛利率将继续上升，主要理由在：1. 公司的生产线在短期内不需要经过检修和改造，且全部生产线的磨合期已过；2. 产品在新市场已经打开，可以减少低价促销；3. 随下游需求增加及原木价格的上升，中纤板价格仍将上升；4. 公司的产品结构及质量优于行业平均水平。公司的毛利率将触底回升，恢复正常，至少达到行业平均 12-15% 的水平。

Figure 16 中纤板成本结构



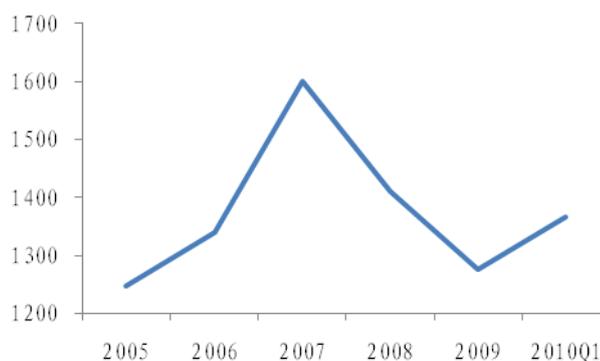
资料来源：公司资料、国海证券研究所

Figure 17 薪材平均采购价格 (元/吨)



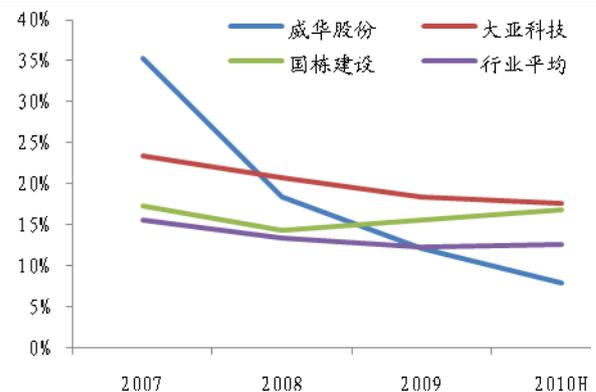
资料来源：公司资料、国海证券研究所

Figure 18 中纤板平均销售价格 (元/ M<sup>3</sup>, 不含税)



资料来源：公司资料、国海证券研究所

Figure 19 公司、同类公司及行业纤维板毛利率 (%)



资料来源：WIND、公司资料、国海证券研究所

由于设备的磨合、检修以及亚运会期间增城子公司的停产，公司今年中纤板的销量将低于年初计划，预计销量为 118 万 m<sup>3</sup>。公司中纤板业务未来三年的收入和利润预测如下表所示。

Figure 20 中纤板业务收入、利润预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销量 (万 m <sup>3</sup> )	50.80	69.22	118	138	150
单价 (元/ m <sup>3</sup> , 不含税)	1409.74	1276.29	1400	1652	1850.24
单位成本 (元/ m <sup>3</sup> )	1151	1122	1247.76	1434.93	1578.42

收入(百万元)	71.61	88.35	165.20	227.98	277.54
成本(百万元)	58.49	77.68	147.24	198.02	236.76
毛利率(%)	18.32%	12.08%	10.87%	13.14%	14.69%

资料来源: 国海证券研究所

### 向下游产业链, 进军地板行业

高密度纤维板的厚度一般在8mm以下, 可用于制作强化木地板、电子行业生产用垫板和装饰板凳高档装饰材料和包装材料。

公司子公司湖北威利邦和辽宁威利邦与大自然地板(中国)有限公司合作分别组建项目公司各建设一条年产能400万平方米的浸渍纸层压木质地板生产线, 其中公司控股比例为81%。

此次合作是资源与市场的结合, 有利于公司未来加大向地板行业的发展。公司的生产线基本为进口设备, 可生产8mm以下的高密度纤维板, 为强化复合地板提供原料。湖北威利邦和辽宁威利邦的生产产能均为22万 $m^3$ , 而400万 $m^3$ 的地板生产线所需原料仅为7万 $m^3$ 板材。“大自然”品牌在国内地板行业具有极高的品牌知名度和市场认知度, 同时在国内拥有3000个以上销售门店, 与全球多家知名的专业建材市场、超市形成长期战略合作伙伴, 产品远销韩国、日本、新加坡、德国、意大利、美国、加拿大、澳大利亚等五十多个国家和地区, 形成了“多渠道、密集型”的销售体系, 终端销售网络的覆盖率居全国第一。项目公司可借助大自然的销售渠道进行销售。公司与大自然的合作将起到双赢的局面。

预计地板生产线将于2011年1月份试投产, 明年的产能利用率可达到60%。公司地板业务2011、2012年的收入和利润预测如下表所示。

Figure 21 地板业务收入、利润预测

	2011E	2012E
销量(万 $m^3$ )	400	600
单价(元/ $m^3$ , 不含税)	55	62.7
单位成本(元/ $m^3$ )	38.5	43.263
收入(百万元)	22000	37620
成本(百万元)	15400	25957.8
毛利率(%)	30%	31%

资料来源: 国海证券研究所

Figure 22 2009年中国房地产开发企业500强建材采购首选品牌

品牌首选	华北	华中	华东	华南	华北	西部
1	圣象	圣象	圣	圣象	圣象	圣象
	30.80%	9.70%	37.20%	22.70%	17.20%	28.00%

2	生活家	安信	德尔	大自然	德尔	新绿洲
	15.40%	6.90%	5.80%	9.10%	13.80%	12.00%
3	大自然	北美枫情	北美枫情	安信	北美枫情	菲尔格林
	7.70%	5.60%	5.80%	9.10%	3.40%	4.00%
4	巴洛克	大自然	生活家	北美枫情	大自然	德
	7.70%	5.60%	5.80%	9.10%	3.40%	4.00%
5	地龙	生活家	大自然	生活家	菲尔格林	大自然
	7.70%	5.60%	4.90%	4.50%	3.40%	4.00%

资料来源：中国房地产测评中心、国海证券研究所

Figure 23 2009年中国房地产开发企业500强建材采购首选品牌

排序	品牌名称	供应商	品牌首选率	使用开发商（部分）
1	圣象	圣象集团	25.89%	金地集团、远洋地产、万科地产、凤凰置业、融科地产
2	北美枫情	北美枫情（上海）商贸有限公司	5.32%	沈阳万科、青岛海湾新城、广州财兴地产、上海恒大地产
3	大自然	大自然地板（中国）有限公司	5.32%	恒大地产、深圳万科、天津鸿轩地产、陕西金泓投资
4	生活家	新生活家木业制品（中山）有限公司	4.96%	广州越秀城建、长沙达美投资、宁波银亿地产、海信地产
5	德尔	德尔集团	4.26%	大连亿达地产、长春信诚地产、北京博成
6	安信	上海安信地板有限公司	3.55%	上海万科、中海地产、雅居乐
7	菲尔格林	菲尔格林木业（上海）有限公司	3.19%	江苏亚东建设、江西万科益达
8	柏高	粤海装饰材料有限公司	2.48%	宁波和协拓展、陕西金泓投资、南京恒大
9	世友	浙江世友木业有限公司	2.13%	青岛千禧国际村置业、青岛贝蒙特实业、青岛千禧龙置业
10	阿姆斯壮	昆山阿姆斯壮木业有限公司	1.77%	上海东方金马房地产有限公司、青岛宏基物业发展有限公司、北京市双建房地产开发有限公司

资料来源：中国房地产测评中心、国海证券研究所

### 林木进入大规模轮伐期

公司在发展中纤板产能的同时，更注重上游资源的积累。公司在各生产基地分别以承租林地自建自营、合作造林及购入林地等方式种植了约64.78万亩林木。公司种植的速生林作为后续资源储备，目前尚未进入大规模砍伐阶段，其经济效益将在未来逐年显现。

根据招股说明书公布的各基地的速生林种植情况，以及各树种的轮伐期，进行推导，可以计算出2007-2013年进入轮伐期的面积（如下表所示）。而公司2007-2009年实际砍伐面积较少，分别为0、18834、11680.41亩，预计2010年砍伐面积约30000亩。因此，截止2010年，自营自建和购入林地进入轮伐期而未砍伐的种植面积约85405.59亩，

合作造林中轮伐期而未砍伐的种植面积约 46739 亩。

自营自建林地和购入林地 2011、2012 年预计进入轮伐期的面积为 93353、43275 亩；合作造林 2011、2012 年预计进入轮伐期的面积为 151360.5、38929.5 亩。假设 2010 年砍伐 30000 亩，加上前期进入轮伐期而未砍伐面积，公司林地 2011、2012 年实际进入轮伐期的面积为 369048.6、43275 亩。

进入轮伐期后，数的生长速度变慢，因此，预计公司 2010、2011、2012 年自营自建和购入林地中砍伐面积为 30000 亩、90000 亩、90000 亩；合作造林中砍伐面积 0、130494.5 亩（其中 46739 亩桉树、杨柳树 83755.5 亩）、60000 亩（桉树）。假设枝桠做为公司中纤板的原料、桉树原木价格约 650 元/吨、枝桠与原木 6:4 的比例、合作造林的合同中砍伐分配比例、毛利率约 50%，预计林木 2010、2011、2012 年的销售收入分别为 58.5、261.48、269.10 百万元，利润贡献分别为 29.25、130.74、134.55 百万元，对 EPS 的贡献分别约为 0.08、0.36、0.37 元。

Figure 24 公司林地情况 (截止 2010.3.31)

造林方式	面积 (亩)	投入金额 (万元)
自营造林	305461	13021.43
合作造林	237029	6587.05
购入林地	105276	9631.43

资料来源：公司公开资料

Figure 25 各树种轮伐期及预计蓄积量

树种	计划轮伐期 (年)	预计蓄积量 m <sup>3</sup> /亩
桉树	6	7.33
杨、柳树	4	3.11
相思树	8	6.93
南洋楹	8	6.93
松树	10	4.67
藜蒴	8	4.67
阔叶树	10	2.67

资料来源：招股说明书

Figure 26 自营自建林地和购入林地预计进入轮伐期面积 (亩)

	桉树	藜蒴	相思	合计	实际砍伐
2007	50022			50022	
2008	850.5007			850.5007	18834
2009	48903	6982.5		55885.5	11680.41
2010	38947.5	214.5		39162	30000 (预计)
2011	86232.5		7120.501	93353	
2012	27309		15966	43275	
2013	2110.5	2119.737	7876.5	12106.74	

资料来源：招股说明书、国海证券研究所

Figure 27 合作造林预计进入轮伐期面积 (亩)

	桉树	杨、柳树	南洋楹	藜蒴	合计
2008	1579.501				1579.501
2009	45159.5				45159.5

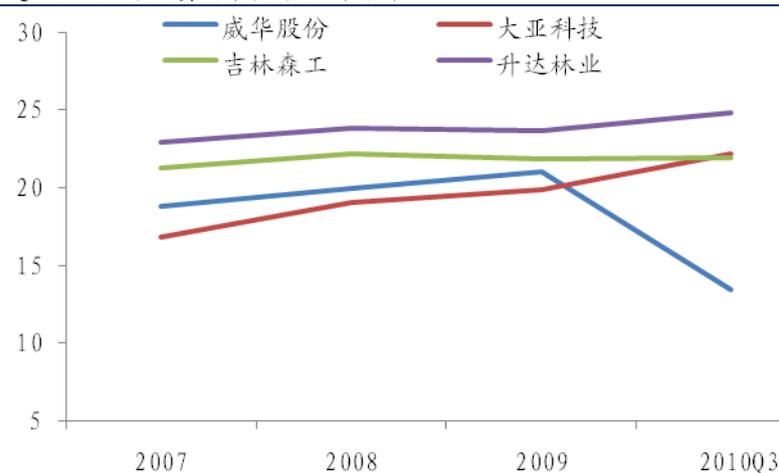
2010	67605	83755.5			151360.5
2011	32224.5		4905	1800	38929.5

资料来源：招股说明书、国海证券研究所

### 公司的期间费用率将相对 09 年下降

因募投项目大都在 09 年正式投产，预计 2010 年期间费用率较 09 年下降，2011 年因地板生产线的投产，期间费用率略有上升，

Figure 28 期间费用率相对 09 年下降



资料来源：WIND、国海证券研究所

### 预计增值税即征即退政策将继续实行

自 1995 年开始，中国对以三剩物和次小薪材为原料生产加工的综合利用产品一直实行增值税即征即退政策，直至 2008 年退税比例均为 100%。财政部、国家税务总局《关于以农林剩余物为原料的综合利用产品增值税政策的通知》（“财税[2009]148 号”），自 2009 年 1 月 1 日起至 2010 年 12 月 31 日，公司纤维板销售增值税执行即征即退税收优惠政策，具体退税比例 2009 年为 100%，2010 年为 80%。

增值税对公司的利润总额的影响较大。受金融危机影响后，如若不考虑增值税的退税，公司中纤板业务均为亏损。

Figure 29 历年增值税实际退税额及公司营业利润、利润总额（百万元）

	2005	2006	2007	2008	2009	2010H
营业利润	33.41	54.25	116.59	-16.28	-91.46	-6.98
增值税实际退税额	32.88	48.58	54.07	55.59	32.33	24.94
利润总额	65.89	102.04	170.02	53.16	-50.3	16.58

资料来源：WIND、国海证券研究所

预计未来继续享受增值税优惠政策的可能性较大。由于我国森林资源匮乏，随着林木需求的不断增长，林木短缺的矛盾日益突出。中纤板行业极大地提高了木材的综合利用率，有效地缓解了林木短缺的矛盾，历来受国家政策，尤其是税收政策支持。随着国民经济的不断发展，国家对资源、环保越来越重视，中纤板行业增值税即征即退税收优惠政策2010年12月31日到期后，继续享受增值税优惠政策的可能性较大。但随着行业的逐步复苏，不排除退税比例下降的可能。

## 盈利预测

对公司未来三年的盈利预测基于以下假设条件：

1. 各项业务的销售收入和成本如前文所预测；
2. 假设2010、2011、2012年期间费用率分别为14.62%、15.40%、14.7%；
3. 中纤板依然享受增值税即征即退政策，但退税比例略有下降；
4. 中纤板业务、林木业务继续享受免征所得税优惠政策，地板业务所得税率为25%。

Figure 30 盈利预测表（百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	894.42	1712.80	2681.16	3282.17
二、营业总成本	985.88	1759.75	2631.22	3160.22
营业成本	784.14	1503.86	2209.74	2667.24
营业税金及附加	3.75	5.48	8.58	10.50
销售费用	46.36	68.51	134.06	147.70
管理费用	89.32	111.33	166.23	196.93
财务费用	52.17	70.57	112.61	137.85
资产减值损失	10.15	0	0	0
三、营业利润	-91.46	-46.95	49.94	121.95
加：营业外收入	42.05	63	75	80
减：营业外支出	0.89	2	2	2
四、利润总额	-50.3	14.05	138.83	226.70
减：所得税	-0.61	0	13.96	24.87
五、净利润	-49.69	14.05	124.87	201.83
减：少数股东损益	0.25	0.70	8.26	14.18
归属于母公司所有者的净利润	-49.95	13.35	116.62	187.95
六、每股收益(元)	-0.16	0.04	0.38	0.61

资料来源：国海证券研究所

### 给予“增持”评级

给予“增持”评级。预计公司 2010、2011、2012 年的每股收益分别为 0.04、0.38、0.61 元，以 12 月 23 日的收盘价计算，对应的市盈率分别为 265、28、17 倍。随着行业的复苏以及公司产能的释放，中纤板业务将迎来拐点盈利能力将触底反弹；林木大规模进入轮伐期，将带来业绩的大幅增长；即将进入地板领域，使公司形成资源到终端品的完整产业链。给予 2012 年 18~22 倍的 PE，公司合理价位区间为 10.98~13.42 元。

### 风险因素

1. 增值税即征即退政策对公司利润影响较大，未来是否继续执行具有不确定性。
2. 公司产能释放可能低于预期。

### 国海证券投资评级标准

---

#### 行业投资评级

---

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

#### 股票投资评级

---

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国海证券所有。