



威华股份 (002240): 林木进入大规模轮伐期

研究报告-农林牧渔-林业

评级: 增持

分析师

孙霞

电话: 0755-83706347

邮件: sunx@ghzq.com.cn

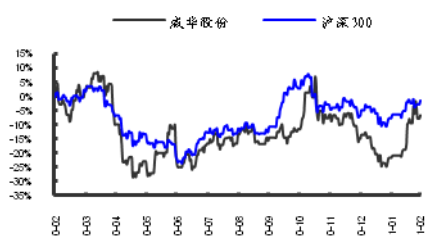
证书编号: S0350208120571

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的1%?

 是
 否

相对沪深300表现



市场数据

2010.02.28

当前价格 (元)	10.95
52周价格区间 (元)	8.04-12.96
总市值 (百万)	3358.26
流通市值 (百万)	1364.37
总股本 (万股)	30669
流通股 (万股)	12459.97
日均成交额 (百万)	52.88
近一月换手 (%)	83.19

财务数据

FYE

毛利率	18.07%
净利率	4.43%
净资产收益率	13.31%
总资产收益率	6.96%
资产负债率	62.72%
现金分红收益率	-
市盈率	182
市净率	2.19

事件

2010年公司实现主营业务收入153558万元,同比增长71.68%;实现利润总额3332万元,比上年增长166.24%;归属母公司所有者的净利润为1900万元,比去年同期增长138.05%。2010年实现税后每股收益0.06元。业绩略高于我们之前的预期,主要是由于2010年增值税退税收入增幅较大。

点评

中纤板新增产能释放

随着募投项目的陆续投产,公司产能由08年底的62万M³增长到150万M³。在新增产能释放下,公司2010年销售中纤板107万立方米,较上年增长71.68%。2010年下半年随下游需求增加,中纤板行业转暖,价格上升,全年销售均价1395元/M³(不含税),较去年上升了9.99%。

2011年保障性住房的快速增长以及家具需求的增加,都将带动中纤板的销售,预计公司2011年新增产能将进一步释放。

中纤板毛利率将上升

由于设备改造检修、为开拓市场采取的低价促销策略以及成本上升等因素共同影响,公司的毛利率较09年

减少 2.75 个百分点，降到 9.33%，低于行业平均水平。

预计 2011 年中纤板毛利率将上升。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。

林木进入大规模轮伐期

公司 2010 年林木销售收入达到 3481.61 万元，较 2009 年增长 2.96 倍。

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。而公司 2007-2009 年实际砍伐面积较少，分别为 0、18834、11680.41 亩。2010 年砍伐面积有所增加，约 25200 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 90405.59 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。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 374048.6、43275 亩。

进入轮伐期后，数的生长速度变慢，因此，预计林木将于 2011、2012 年进入大规模砍伐。假设 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 750 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 70%，预计林木 2011、2012 年的销售收入分别为 273.55、289.80 百万元，利润贡献分别为 161.99、173.04 百万元，对 EPS 的贡献分别约为 0.53、0.56 元。

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。2010 年增值税退税收入约 6688 万元。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。

图 3 期间费用率 (%)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
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 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。

给予“增持”评级

预计公司2011、2012年的每股收益分别为0.38、0.61元，以2月28日的收盘价计算，对应的市盈率分别为29、18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“增持”评级。

风险提示

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. 林木实际砍伐面积可能低于预期。

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。

风险提示

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。