

中福实业(000592.sz)

林业资源是最大看点

熊峰 研究员
电话: 0755-82083888-816
eMail: xf@gf.com.cn

恢复上市后公司脱胎换骨, 以全新内容和面貌出现

通过上述资产置换及非公开增发, 主业转变为造林营林、林产品加工与销售; 公司未来发展将立足发展速生丰产原料林基地, 大力发展林板一体化项目。

林业资源是最大看点

目前公司的资产及业务结构主要是三块: 一是林业, 二是中纤板, 三是其他如房屋租赁、典当业务等。其中林业资源是最大看点。公司2007年重组时仅注入27万亩林地, 2008年又收购明溪县恒丰林业32万亩。公司目前控制林地约100万亩, 木材蓄积量约每亩5方, 其中拥有林权证的约60万亩。公司的战略目标是继续扩大林地规模, 我们预计公司未来2-3年内林地规模将达到200万亩。

中纤板业务具备区域竞争优势

公司现有福人木业15万立方的中纤板生产线常年处于超负荷运行的状态, 仍无法满足市场需求, 即使金融危机时期也保持盈利, 这在中纤板行业确实少见。他们的成功经验一是自有原料来源的优势, 二是在经营管理方面的优势, 三是区域性的领先优势。

盈利预测与投资建议

我们预测公司2010年-2012年EPS分别为0.14元、0.19元和0.22元。公司目前正筹划非公开增发股票, 2011年公司的新建项目将全面投产。鉴于公司的林业价值及长期的林业扩张战略, 我们给予8元的目标价。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	283.53	322.95	472	761	837
EBITDA(百万元)	104.70	103.44	181	284	321
净利润(百万元)	54.81	61.55	77	108	127
净利润增长率	-85.51%	12.31%	24.2%	40.3%	17.6%
每股收益(元)	0.095	0.106	0.14	0.19	0.22
市盈率	28.22	68.20	48.4	35.7	30.8
市净率	4.54	10.50	8.17	6.65	5.47
EV/EBITDA	18.31	44.58	39	34	31
每股红利(元)	0.00	0.00	0	0	0
股息率(%)	0.00	0.00	0	0	0

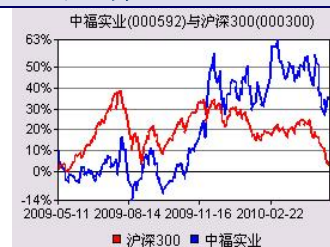
来源: 福建中福实业股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	6.78
目标价格(元)	8.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-12.85%	2.57%	34.79%
沪深300	-17.12%	-13.03%	2.77%

股票数据

总股本(万股)	57,905.16
流通A股(万股)	20,722.23
主要股东:	
山田林业开发(福建)有限公司	
主要股东持股比例	54.80%
流通A股比例	35.79%

财务比率

ROE	15.40%
ROA	8.60%
资产负债率	42.97%
每股净资产(元)	0.69

2009年报数据。

一. 恢复上市后公司脱胎换骨，以全新内容和面貌出现

2007年底的非公开发行股票收购资产、重大资产置换及昌源股份股权分置改革的整体方案，使得中福实业前身昌源股份脱胎换骨，以全新内容和面貌恢复上市。

1、重大资产置换

昌源股份将所持有的福建省中福置业发展有限公司等 7 家公司的股权、部分应收帐款与山田公司所属的位于福州市鼓楼区金龙大厦的部分房地产资产进行资产置换。置换出昌源股份的资产帐面净值总计为8560.30 万元；置换入昌源股份的福州市鼓楼区金龙大厦的部分房地产价值资产评估值为9214万元。经过此次资产置换，昌源股份原有主要经营性资产被置出昌源股份。

2、非公开发行股票收购资产

昌源股份以山田公司为特定对象非公开发行相应数量的股票。此次非公开发行股票的数量为福人林业 66.239%股权对应的股权资产评估值除以本次非公开发行股票的价格1.25元/股（在昌源公司股票停牌前 20个交易日股票成交均价 0.847元/股基础上溢价 47.58%，相当于停牌前一年内的股票均价），共发行258,454,464股。

3、业绩承诺

为保护股东特别是中小股东的利益，山田公司承诺，保证重组后的昌源公司 2009年和 2010年度的净利润（归属于母公司所有者的净利润）在2008年盈利预测利润（归属于母公司所有者的净利润）5443万元的基础上，每年净利润增长率不低于10%，即2009年实现净利润不低于5987万元，2010年不低于6586万元。山田公司同时承诺，若重组完成后，昌源公司 2008年、2009年、2010年每年实现的净利润（归属于母公司所有者的净利润）低于 5443万元、5987万元、6586万元，山田公司将用现金向昌源股份支付上述差额部分。

4、昌源股份主营业务变更

通过上述资产置换及非公开增发，昌源股份主业转变为造林营林、林产品加工与销售，获得持续经营的业务及资产；昌源股份未来发展将立足发展速生丰产原料林基地，以资源培育为基础，以商品林培育为重点，以林产品加工为龙头，大力发展林板一体化项目，延伸产业链，实行林业多

元化、专业化发展战略，使公司主营业务突出，且在林业深加工一体化方面形成较强的竞争力。

5、后续的资产注入动作

一是于2008年7月7日，公司审议通过《关于公司及控股子公司受让明溪县恒丰林业有限责任公司86%的股权暨关联交易的议案》，公司与控股股东山田林业开发（福建）有限公司之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7637万元人民币；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4305万元。此次注入的明溪县恒丰林业有限责任公司森林资源资产小班面积为321799亩，其中已办理林权证的小班面积为272343亩，未办理林权证的小班面积为49456亩。

二是2008年10月16日，公司以净资产为作价依据，以3211万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1003万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。

二、林业资源是最大看点

目前公司的资产及业务结构主要是三块：一是林业，二是中纤板，三是其他如房屋租赁、典当业务等。其中林业资源是最大看点。

公司2007年重组时仅注入27万亩林地，2008年又收购明溪县恒丰林业32万亩。公司目前控制林地约100万亩，木材蓄积量约每亩5方，其中拥有林权证的约60万亩。公司的战略目标是继续扩大林地规模，我们预计公司未来2-3年内林地规模将达到200万亩。

福建省是我国南方重点林区，森林覆盖率达63.10%，居全国第一，在低碳经济发展中扮演着重要角色。按照国家林业局的“东扩、西治、南用、北休”的林业发展战略布局，福建省作为“南用”的重要组成部分，正在加速推进速生丰产用材林、工业原料林等商品林基地建设。2004年8月，福建省委、省政府作出了《关于加快林业发展建设绿色海峡西岸的决定》，明确林业在海峡西岸经济区建设中的“三个地位”，即：“在海峡西岸经济社会可持续发展中，要赋予林业以重要地位；在海峡西岸生态建设中，要赋予林业以首要地位；在海峡西岸经济区建设中，要赋予林业以基础地位”，指出林业承担着建设绿色家园和发展绿色产业的双重任务，并从生态建设、资源培育和产业发展三个层面对全省林业生产力布局进行调整，提出了大力实施林业“三五”工程、建设绿色海峡西岸的战略构想。因此，在福建发展林业产业有着得天独厚的自然优势和政策优势。

公司的经营战略是，在管理和培育好现有近100万亩传统林地基础上，加快工业原料林基地建设，增加公司林木资源储备。同时，通过建立

种苗繁育基地、建设速生丰产林、改造低质低产林，提高林地产出效益，为公司“林板一体化”战略的实施提供坚实保障。

过去两年，公司每年采伐指标20多万方，但过去每年实际采伐量不到一半。主要是公司判断林木价值上涨将是长期趋势，所以主动推迟采伐期。如果按采伐指标进行采伐，公司每年可增加采伐量10万方，按700元每方的价格和50%的毛利率结算，每年约可增加3500万元的利润。

此外，森林碳汇成为未来的发展趋势。林业在减少温室气体排放方面具有不可替代的地位和作用，据有关研究显示，森林蓄积量每增加1立方，可吸收二氧化碳约0.9吨。公司现有林业经营区面积近100万亩，森林蓄积量达500多万立方。

三. 中纤板业务具备区域竞争优势

在“林板一体化”战略的指引下，公司的中纤板业务发展迅速，中纤板产品市场占有率不断提升，公司现有福人木业15 万立方的中纤板生产线常年处于超负荷运行的状态，仍无法满足市场需求，即使金融危机时期也保持盈利，这在中纤板行业确实少见。他们的成功经验一是自有原料来源的优势，二是在经营管理方面的优势，三是区域性的领先优势。

为了扩大公司现有中纤板产能，满足市场需求，一方面，公司投资兴建漳州木业18 万方中纤板生产线，我们预计年底可以投产；另一方面，加快龙岩木业10 万方的中纤板生产线（刚从绿源收购过来）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，我们预计该项目从今年下半年开始可以扭亏为盈。

对中纤板业务前景判断：中纤板作为木材的替代物，在木材价格大幅上涨后，其替代效应将逐渐显现。由于从2008年开始中纤板产能过剩，金融危机期间价格大幅下降，随着家具、出口等下游行业的景气回升，中纤板价格从去年下半年开始持续反弹，我们判断福建地区中纤板业务景气度将继续向好。

四. 其他业务

房屋租赁：公司拥有金龙大厦的部分房地产资产，每年租赁收入约500万元。

典当业务：已经获得国家商务部批准，有望成为未来公司新的增长点。

五. 非公开发行完成后公司基本面将进一步改善

此次发行募集资金着眼于优化公司产业链，充分发挥产业链上下游的协同效应，建立起种苗培育-低产林改造-原料林建设-纤维板生产的“林板一体化”发展产业链条。此次募集资金项目投产后，公司将新建一座以

植物克隆技术为核心的现代林木种苗生产工厂，通过大规模、标准化培育种苗，大大节约公司林木种植成本、提高林木品质和产量；与此同时，公司在巩固原有林木资源的基础上，加快低质低产林改造和原料林基地建设，并且根据原料资源分布情况合理布局中纤板生产线，有效保证了公司中纤板原材料的长期稳定供应。

此次募集资金项目投产后，公司将成为福建省最大的林木种苗繁育基地和中纤板生产企业，林木资源蓄积量将大幅度增加，从而进一步巩固公司的产业链整体优势、提高公司的综合实力。

此次募集资金到位后，公司财务结构将进一步得到改善。公司资产负债率将下降到33%，每股净资产将上升到1.6元。

六. 风险因素

1. 原材料供应风险

公司生产中纤板的主要原材料为“三剩物”和次小薪材等林木资源，原材料成本为公司最主要的经营成本。由于我国森林资源短缺并且分布很不均衡，随着中纤板产能的扩张，各企业对原材料的争夺也日益激烈，原材料已经成为制约中纤板企业发展壮大的主要瓶颈。虽然公司所在地拥有丰富的原材料资源，公司也在加大工业原料林基地的建设力度，但是随着公司产能扩张，未来原材料供应仍面临一定风险。

2. 管理风险

此次非公开发行完成后，公司资产规模得到扩大，将对公司组织架构、经营管理、人才引进及员工素质提出更高要求，公司存在规模扩张引致的管理风险。尽管公司已建立较为规范的管理制度，生产经营也运转良好，但随着公司募集资金投资项目的实施，使公司的经营决策、运作实施和风险控制难度增加，对公司经营层的管理水平也提出了更高的要求，因此公司存在着能否建立科学合理的管理体系，形成完善的内部约束机制，保证企业持续运营的经营管理风险。

3. 非公开发行股票的审批风险

此次非公开发行股票尚需取得公司股东大会的批准和中国证监会的核准，能否取得公司股东大会的批准和相关主管部门的核准，以及最终取得批准和核准的时间存在不确定性。

七. 盈利预测与投资建议

2010年：我们假设公司木材采伐量为28万方，木材平均销售价格780元每方，销售毛利率52%，销售净利率32%，则贡献净利润6989万元，归属

股东净利润5591万元；福人木业中纤板产量和毛利率保持不变，毛利3500万元，净利润1500万元；龙岩木业下半年开始扭亏，全年产量8万方，净利润0元；金龙大厦租赁税后利润650万元。全年归属股东净利润7741万元，EPS为0.14元。

2011年：我们假设公司木材采伐量为28万方，木材平均销售价格860元每方，销售毛利率54%，销售净利率34%，则贡献净利润8187万元，归属股东净利润6550万元；福人木业中纤板产量和毛利率保持不变，毛利3500万元，净利润1500万元；龙岩木业全年产量10万方，贡献净利润500万元；漳州全年产量15万方，贡献净利润1500万元；金龙大厦租赁700万元。全年归属股东净利润10750万元，EPS为0.19元。

2012年：我们假设公司木材采伐量为28万方，木材平均销售价格946元每方，销售毛利率56%，销售净利率36%，则贡献净利润9536万元，归属股东净利润7629万元；福人木业中纤板产量和毛利率保持不变，毛利3500万元，净利润1500万元；龙岩木业全年产量10万方，贡献净利润1000万元；漳州全年产量18万方，税后利润1800万元；金龙大厦租赁税后利润750万元。则全年归属股东净利润12679万元，EPS为0.22元。

由于2011年公司的新建项目将全面投产，鉴于公司的林业价值及长期的林业扩张战略，我们按2011年40倍PE，给予8元的目标价。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2008	2009	2010E	2011E	
货币资金	36	69	75	76	
应收账款	38	46	49	55	
预付款项	17	51	52	57	
应收利息	0	0	0	0	
应收股利	0	0	0	0	
其他应收款	31	16	18	22	
存货	536	546	569	577	
流动资产合计	667	747	798	871	
长期股权投资	31	31	31	31	
固定资产	99	109	212	266	
在建工程	0	1	54	20	
无形资产	10	34	38	40	
长期待摊费用	2	0	0	0	
递延所得税资产	6	2	0	0	
非流动资产合计	296	326	451	472	
资产总计	962	1073	1249	1343	
短期借款	172	196	359	400	
应付票据	0	0	0	0	
应付账款	3	4	5	5	
预收款项	4	8	10	11	
应付职工薪酬	2	1	2	2	
应交税费	4	5	6	7	
应付利息	28	0	0	0	
应付股利	0	0	0	0	
其他应付款	79	83	90	95	
流动负债合计	292	301	388	425	
长期借款	38	74	74	74	
应付债券	0	0	0	0	
长期应付款	12	11	10	12	
预计负债	75	71	60	60	
递延所得税负债	0	0	0	0	
非流动负债合计	130	160	144	146	
负债合计	422	461	532	602	
股本	579	579	579	579	
资本公积	284	282	282	282	
盈余公积	33	33	83	93	
未分配利润	-556	-492	-442	-382	
少数股东权益	200	212	240	260	
负债股东权益总计	962	1072	1249	1343	
每股净资产(元)	0.59	0.69	0.83	1.02	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2008	2009	2010E	2011E	
营业收入	284	323	472	761	
营业成本	191	239	332	571	
营业税金及附加	2	3	4	6	
销售费用	4	5	7	10	
管理费用	20	26	30	36	
财务费用	8	13	15	16	
资产减值损失	-3	4	0	0	
公允价值变动收益	-4	2	2	2	
投资收益	-3	-1	0	0	
营业利润	55	37	52	78	
营业外收入	34	42	45	50	
营业外支出	5	5	5	5	
利润总额	84	75	92	123	
所得税费用	0	0	0	0	
净利润	82	74	91	123	
归属于母公司净利润	55	62	77	108	
少数股东损益	27	12	14	15	
EPS(元)	0.10	0.11	0.14	0.19	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2008	2009	2010E	2011E	
经营活动现金流量	345	403	452	520	
投资活动现金流量	3	4	-180	-20	
筹资活动现金流量	217	235	290	245	
现金及现金等价物净增加额	-82	33	-80	45	
期末现金余额	36	69	30	89	
每股经营活动现金流(元)	0.07	0.09	0.06	0.14	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2008	2009	2010E	2011E	
营业收入增长率	149716	13.9	46	61	
营业利润增长率	610	-31	41	50	
毛利率	33	26	28	26	
营业利润率	19	12	13.5	13.5	
净利率	29	23	25	25	
净资产收益率	8.3	6.4	6.7	6.7	
总资产收益率	17	9	8	8	
流动比率	2.3	2.5	2.2	2.1	
资产负债率	44	43	46.2	44.8	
所得税税率	0	0	0	0	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

中福实业(000592)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。