

中性-A (首次)**吉林森工 600189.SH**

目标估值: -

当前股价: 7.85 元

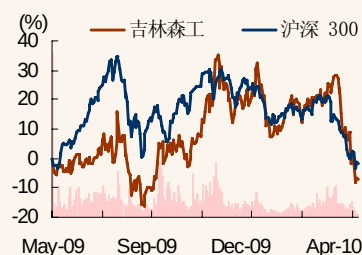
2010 年 5 月 20 日

中长期林、板皆有增长**基础数据**

上证综指	2588
总股本 (万股)	31050
已上市流通股 (万股)	31050
总市值 (亿元)	24
流通市值 (亿元)	24
每股净资产 (MRQ)	4.1
ROE (TTM)	2.7
资产负债率	39.6%
主要股东	中国吉林森林工业集团
主要股东持股比例	47.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-26	-20	-6
相对表现	-13	4	-3

**相关报告****王旭东**

021-68407681
 wangxd@cmschina.com.cn
 S1090203100044

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn
 S1090209030275

事件:

10 年 5 月 14 日首次实地调研了吉林森工, 了解了公司的业务模式, 形成本调研简报。

评论:**1、公司的主要业务是刨花板, 并有少量木材产品业务。**

09 年公司产能大致为刨花板 50 万立方米, 中密度板 8.2 万立方米。此外有 20.2 万立方米木材的年伐量及销量。

2、补助是行业特色, 也是主要利润来源

公司刨花板是以三剩物 (采伐、造材、加工剩余物和次小薪材为原料) 加工的综合利用产品, 根据相关财税政策, 09 年退税 100%, 10 年退 80%。从政策取向看, 该退税比例可能逐步调低, 由于退税是全行业特色, 大家退税比例都调低, 成本将可向下游转让, 同时加快行业整合。

3、公司有一定的资源拥有量。

公司有 29.2 万公顷 (租赁红石公司 40 年) 的采伐权, 年采伐指标在 20 万立方米左右。集团有 142 万公顷及 89 万采伐指标, 集团的三剩物的优先供给。

4、中长期有林、板皆有成长。

(1) 公司在积极开展江苏二期 10 万立方米 (一期 10 万) 刨花板扩建项目。

(2) 公司 09 年与集团合资组建吉森南方林业发展有限公司, 推进原料林基地建设, 走林板一体化道路。

5、以当前政策及行业形势看, 相当长时间内集团注入暂无可能。

(1) 集团所处长白山地区林大多为生态林, 注入以盈利为目的的股份公司至少不受政策鼓励。

(2) 集团 30% 股份为管理层持股, 预计目前股价其注入动机不强。

6、预计 10、11 年业绩为 0.22 元、0.25 元, 同比分别增长 496%、12%。**7、首次给予“中性-A”的投资评级。**

公司所处刨花板行业为充分竞争型制造业, 全行业利润靠退税, 利润增长阻力大, 行业处于成熟期。公司在规模及三剩物原料的取得上具有优势。目前股价对应 10 年 53.8 倍 PE 及 1.9 倍 PB, 给予“中性-A”的投资评级。

表 1: 销售收入结构预测

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入合计	1121	1274	1405	1554	1723
人造板	832	918	1046	1193	1360
木材产品	241	252	254	257	259
其他	48	104	104	104	104
合计收入增长率	3%	14%	10%	11%	11%
人造板	2%	10%	14%	14%	14%
木材产品	7%	4%	1%	1%	1%
其他	5%	119%	0%	0%	0%
合计毛利率	22%	21%	21%	22%	22%
人造板	20%	18%	18%	19%	20%
木材产品	49%	38%	38%	39%	40%
其他	14%	8%	8%	8%	8%

资料来源: 招商证券

表 2: 盈利预测简表

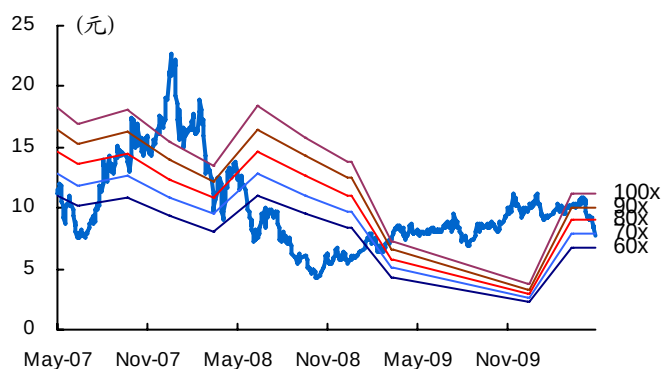
单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1648	1274	1405	1554	1723
营业成本	1281	1007	1114	1217	1339
营业税金及附加	9	7	7	8	9
营业费用	146	113	125	138	153
管理费用	161	142	156	173	192
财务费用	62	24	28	31	32
资产减值损失	(3)	27	0	0	0
公允价值变动收益	(2)	0	0	0	0
投资收益	4	12	12	12	12
营业利润	(5)	(33)	(14)	(1)	11
营业外收入	60	47	60	73	71
营业外支出	6	4	4	4	4
利润总额	49	10	41	68	78
所得税	1	0	2	3	4
净利润	48	10	39	64	74
少数股东损益	7	(2)	(6)	(10)	(12)
归属于母公司净利润	41	12	45	74	85
EPS (元)	0.13	0.04	0.15	0.24	0.27

资料来源: 招商证券

表 3: 估值对比表

	股价	EPS			PE			PB	ROE (TTM)	市值(亿 元)
		09 年	10 年	11 年	09 年	10 年	11 年			
吉林森工	7.85	0.04	0.15	0.24	210	54	33	1.9	2.7	24
景谷林业	8.64	(0.71)						4.2		11
中福实业	5.62	0.11	0.13	0.19	53	42	30	8.1	15.3	33
永安林业	7.59	(0.04)		0.13			59	3.6		15
东方园林	145.95	1.11	2.21	3.50	131	66	42	10.4	8.1	110
绿大地	18.64	(1.00)	0.85	1.14		22	16	4.8		28
升达林业	8.34	0.07	0.32	0.49	122	26	17	3.5	4.7	18
平均					129	42	33	5.2	7.7	34

资料来源: 招商证券

图 1: 吉林森工历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 吉林森工历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	762	601	659	705	759
现金	208	169	170	170	170
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	18	12	14	15	17
应收款项	48	28	51	56	62
其它应收款	16	11	12	13	15
存货	436	339	375	409	450
其他	36	43	38	41	45
非流动资产	1443	1444	1483	1490	1496
长期股权投资	308	316	316	316	316
固定资产	1065	1076	1123	1134	1145
无形资产	49	46	42	37	34
其他	20	6	3	2	2
资产总计	2205	2045	2142	2195	2255
流动负债	806	687	788	806	836
短期借款	533	463	531	570	588
应付账款	68	59	61	67	73
预收账款	24	35	39	43	47
其他	182	130	157	127	127
长期负债	3	4	(26)	(26)	(26)
长期借款	0	0	(30)	(30)	(30)
其他	3	4	4	4	4
负债合计	809	691	762	780	810
股本	311	311	311	311	311
资本公积金	651	642	642	642	642
留存收益	350	324	356	401	443
少数股东权益	84	78	71	61	50
母公司所有者权益	1311	1277	1308	1353	1396
负债及权益合计	2205	2045	2142	2195	2255

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	16	215	163	190	195
净利润			45	74	85
折旧摊销			138	143	144
财务费用			28	31	32
投资收益			(12)	(12)	(12)
营运资金变动			(54)	(37)	(43)
其它			17	(10)	(11)
投资活动现金流	(263)	(125)	(200)	(150)	(150)
资本支出			(200)	(150)	(150)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	99	(129)	38	(40)	(45)
借款变动			68	9	18
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(14)	(30)	(43)
其他			(17)	(19)	(20)
现金净增加额	(148)	(39)	1	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1648	1274	1405	1554	1723
营业成本	1281	1007	1114	1217	1339
营业税金及附加	9	7	7	8	9
营业费用	146	113	125	138	153
管理费用	161	142	156	173	192
财务费用	62	24	28	31	32
资产减值损失	(3)	27	0	0	0
公允价值变动收益	(2)	0	0	0	0
投资收益	4	12	12	12	12
营业利润	(5)	(33)	(14)	(1)	11
营业外收入	60	47	60	73	71
营业外支出	6	4	4	4	4
利润总额	49	10	41	68	78
所得税	1	0	2	3	4
净利润	48	10	39	64	74
少数股东损益	7	(2)	(6)	(10)	(12)
母公司所有者净利润	41	12	45	74	85
EPS (元)	0.13	0.04	0.15	0.24	0.27

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	5%	-23%	10%	11%	11%
营业利润	778%	551%	-56%	-95%	-1698%
净利润	-16%	-71%	291%	64%	15%
获利能力					
毛利率	22.3%	21.0%	20.7%	21.7%	22.3%
净利率	2.5%	0.9%	3.2%	4.8%	4.9%
ROE	3.1%	0.9%	3.5%	5.5%	6.1%
ROIC	2.9%	-0.5%	0.7%	1.5%	2.0%
偿债能力					
资产负债率	36.7%	33.8%	35.6%	35.5%	35.9%
净负债比率	24.2%	22.6%	24.8%	24.6%	24.7%
流动比率	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8
存货周转率	2.5	2.6	3.1	3.1	3.1
应收帐款周转率	23.9	33.3	35.4	29.0	29.0
应付帐款周转率	19.4	15.9	18.6	19.1	19.2
每股资料(元)					
每股收益	0.13	0.04	0.15	0.24	0.27
每股经营现金	0.05	0.69	0.52	0.61	0.63
每股净资产	4.22	4.11	4.21	4.36	4.50
每股股利	0.10	0.00	0.04	0.10	0.14
估值比率					
PE	60.0	210.1	53.8	32.8	28.6
PB	1.9	1.9	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	4.8	8.8	5.0	4.4	4.1

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王旭东，毕业于西安交通大学和东南大学电子工程系（硕士），七年证券从业经验，现为招商证券造纸、水务分析师。2007 年“21 世纪金牌分析师”公用事业第二名，2008 年“今日投资”公用事业最佳行业分析师，2008 年新财富公用事业第四名（团队）。

濮冬燕，经济学学士，06 年进入招商证券，现任造纸印刷行业研究助理。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。