

吉林森工 (600189.sh)

花开并蒂, 公司业绩稳步增长

熊峰 研究员 **李冰 研究助理**
电话: 0755-82529871 020-87555888-629
eMail: xf@gf.com.cn lb8@gf.com.cn

“露水河”国内刨花板第一品牌

公司刨花板定位中、高端市场, 采用世界先进的设备生产, 产品品质佳, 市场认可度较高。“露水河”牌刨花板是我国刨花板第一品牌, 广受业内好评。公司目前刨花板的设计产能为 45.1 万立方米, 今年在需求提振下, 几乎满载运行, 销售收入在量价共振下丰收在望。

珍贵树种、需求旺盛, 木材价格长线趋涨

公司 1998 年与森工集团下属红石林业局签订为期 40 年的森利租赁协议, 以租金加育林基金模式开采。公司租赁林木生长于长白山山脉, 多为优质红松、樟子松、橡木、楸木等珍贵树种, 品质较内蒙古与黑龙江等地出产的落叶松高, 倍受市场欢迎; 且受国家“天保”计划影响, 年采伐量有限, 供不应求使木材价格长线趋涨。

公司投资看点

刨花板满载生产, 需求旺盛: 预计 2010 年, 公司刨花板产能利用率达到 100%, 且因下游需求回暖, 公司产品平均提价空间或将大于 10%。**稳东北、华北, 战略进攻华南人造板市场:** 随着东北地区原料竞争的加剧, 公司开始战略布局南方林区, 目前除江苏建成 10 万立方米产能的刨花板生产线外, 在广东地区公司更有长期的人造板产能投资计划。**林木产品供不应求、提价空间较大:** 近年来公司木材产销率近乎 100%。因国家限量砍伐、俄罗斯预加关税、大小兴安岭禁伐等因素影响, 木材价格有较大上涨空间。**公司多项计划、增强公司竞争力。**

地域开发概念、长期提振公司股价

长吉图区域开发实施方案, 刺激公司产品需求增加, 给公司业绩发展带来新契机; 大小兴安岭规划, 或加速木材价格上涨, 使公司直接受益。

盈利预测与投资评级

预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 12.74 亿元、14.01 亿元、15.27 亿元; 按照公司 3.11 亿股的股本计算, 对应 EPS 分别为 0.23 元、0.34 元、0.37 元。参考林业及家具制造业上市企业估值, 给予公司 2011 年 35 倍 PE, 那么一年内公司股票的合理价格为 11.90 元, 给予公司“买入”评级。

风险提示

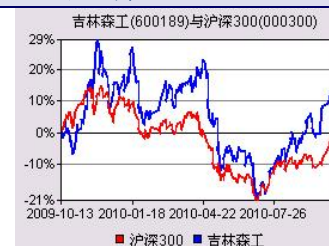
1、房地产政策调控对公司业绩的影响; 2、同业竞争加剧给公司经营带来的压力; 3、森林灾害等。

公司评级



当前价格(元)	9.65
目标价格(元)	11.90
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	4.78%	34.21%	10.62%
沪深 300	8.62%	22.13%	.60%

股票数据

总股本(万股)	31,050.00
流通 A 股(万股)	31,050.00
主要股东:	
中国吉林森林工业集团有限责任公司	
主要股东持股比例	47.00%
流通 A 股比例	100.00%

财务比率

ROE	0.91%
ROA	1.58%
资产负债率	33.78%
每股净资产(元)	4.11

2009 年报数据。

人造板、木材经营，花开并蒂

公司目前已将实木地板业务完全剥离，主攻人造板及木材产品经营。公司现有10条刨花板生产线、2中密度板生产线，设计产能共54.1 万立方米/年。公司是我国最大的刨花板生产企业，且因母集团稳定、优先供给公司枝丫材等原料，使公司在业内拥有原料及成本优势。

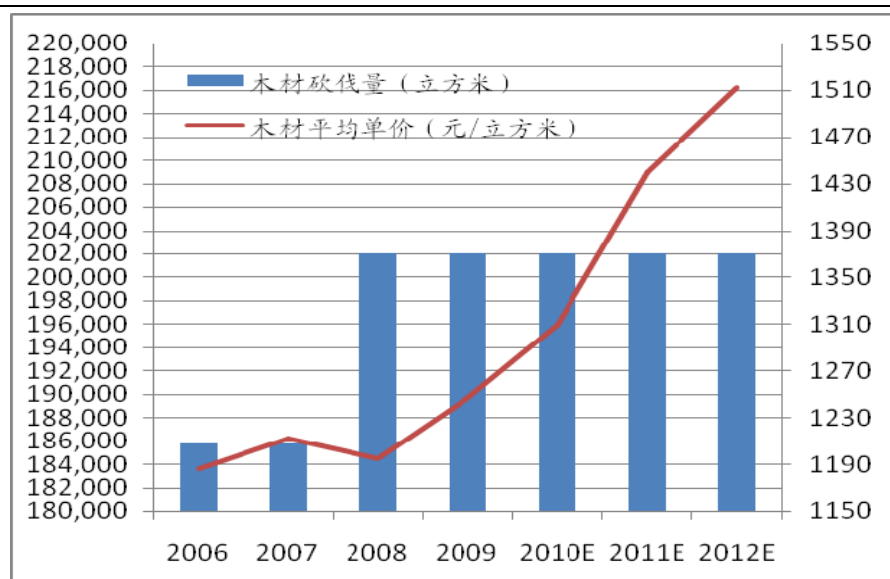
刨花板-“露水河”国内第一品牌

公司刨花板定位中、高端市场，采用世界先进的设备生产，产品品质佳，市场认可度较高。“露水河”牌刨花板是我国刨花板第一品牌，广受业内好评。森工股份的控股股东中国吉林森工工业集团有限责任公司（以下简称“森工集团”）下属林业局拥有森林经营面积达134.75万公顷，平均年砍伐量达89.3万立方米，森林采伐产生的枝丫材优先供应公司，且供货价格低于市场价格。公司现原料自给率可达40%，在我国木材资源短缺、限量供应及人造板行业景气不断盘升大背景下，不仅使公司可以优先占有资源、而且使公司可以有效地平滑成本。

木材-珍贵树种，需求旺盛，价格长线趋涨

公司1998年与森工集团下属红石林业局签订为期40年的森林租赁协议。公司按照当年采伐原木的销售总额的26%计算并支付租金，另外支付100元/立方米的育林金。红石林业局拥有森林经营面积29.9万公顷，森林覆盖率为92%，林木蓄积量为4334万立方米，占吉林省林木总蓄积量的11%。公司租赁林木生长于长白山山脉，多为优质红松、樟子松、橡木、楸木等珍贵树种，品质较内蒙与黑龙江等地出产的落叶松高，倍受市场欢迎需求旺盛；且受国家“天保”计划影响，年采伐量有限，供不应求使木材价格长线趋涨。

图1：公司木材砍伐量及平均价格图



数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

公司投资看点

刨花板满载生产,需求旺盛

公司的“露水河”刨花板产量和销售量均处于全国同行业的首位。目前公司的刨花板产能为45.1万立方米。2010年是公司刨花板销售丰收年,预计公司今年产能利用率达到100%,且因下游需求回暖,公司年初开始屡次提价,提价最大范围达10%。产品量价齐升,使公司刨花板业务的盈利能力增强。

稳东北、华北,战略进攻华南人造板市场

目前公司刨花板销售主要集中在东北及华北地区,两区域销售收入占公司营业收入的78.48%。随着东北地区原料竞争的加剧,公司开始战略布局南方林区,目前除江苏建成10万立方米产能的刨花板生产线外,在广东地区公司更有长期的人造板产能投建计划。公司将通过收购、租赁当地林地资源;自建或兼并工厂的方式,快速进攻华南地区人造板市场。

表1: 公司各分公司人造板产能情况表

项目名称	生产线类型	设计产能(万立方米)
露水河	刨花板	10
三岔子	刨花板	5
白河	刨花板	5
林江	刨花板	5
河北永清	刨花板	3.5
江苏分公司	刨花板	10
广东连州	刨花板	3.6
天成	刨花板、密度板	3、3
红石	密度板	6
合计		54.1

数据来源: 公司数据、广发证券发展研究中心

林木产品供不应求、提价空间较大

公司林木产自长白山山脉,树种珍贵且是建筑装修的极佳材料,因国家“天然林保护工程”要求限制,公司采伐量现维持在20.20万立方米,近年来公司木材产销率近乎100%。长期来看,因东北其它省份将按照国家要求实施林木减伐;我国最大木材供应国俄罗斯有可能对其出口木材征收高昂关税;大小兴安岭地区或将禁止森林采伐;多因共振或将使我国木材供应量偏紧。而国际木材价格上涨及我国充裕流动性引起的通胀也将助推木材价格加速上涨。

公司多项计划、增强公司竞争力

在日益加剧的同业竞争环境下,公司开始深思自身优势,制定了依托集团原材料优势,加快结构调整,打造公司核心竞争力的战略目标。公司将把压缩成本,提升产品竞争力;全面加强品牌管理,做大自有品牌;主业稳定发展的同时,开发高附加值产品;多管齐下,做大做强公司销售体

系等作为今后公司发展的目标。特别是将实木地板业务剥离后，清晰的经营主线，加上明确的发展目标，将有效提升公司竞争力。

地域开发概念、长期提振公司股价

长吉图区域开发实施方案，给公司业绩发展带来新契机

2010年1月14日，吉林省十一届人大常委会第十七次会议原则批准了《〈中国图们江区域合作开发规划纲要——以长吉图为开发开放先导区〉实施方案》（以下简称《实施方案》），作出加快推进长吉图开发开放先导区建设的决定。《实施方案》明确了今后吉林省长吉图区域的发展目标为：一年有良好开局，三年有明显进展，五年取得实效，十年实现跨越。最终在2020年达到，长吉图地区生产总值1.94万亿元，占全省比重达到70%；人均地区生产总值超过10.8万元；服务业增加值比重达到50%；城镇化率达到70%左右。吉林森工作为省内老牌上市企业，长吉图开发不仅可以增加公司产品的市场需求，且借港出海的政策也有助于公司优质木材、人造板的出口。如狗长吉图区域规划进展顺利的话，将给公司带了新的发展机会。

表 2：长吉图区域开发实施方案目标

	生产总值（亿元）	增长率	人均 GDP（万元）	增长率	城镇化率
2009	4170		3.7		59%
2010(开局年)	4890	17%	4.4	19%	60%
2012	7200	47%	6	36%	62%
2015	10200	42%	7.8	30%	65%
2020	19400	90%	10.8	38%	70%

数据来源：吉林省政府、广发证券发展研究中心

大小兴安岭规划，或加速木材价格上涨

2010年8月17日，国务院审议并原则通过《大小兴安岭林区生态保护和经济转型规划》，规划的具体细则将于10月公布。即将出台经济转型规划，或将实施森林全面禁伐，同时林区将把旅游等替代性产业发展，作为今后的调整地区经济结构的重要手段。如果大小兴安岭地区森林禁伐后，激减的木材供应量将导致其价格的大幅上涨，那么需求转移将使吉林森工的木材产品将更为走俏。

盈利预测与投资建议

基本假设

预计公司刨花板业务2010-2012年营业收入以10%的速度增长，受原料及人工及电费成本上涨影响，毛利率略降约为19%。那么公司2010-2012年人造板收入分别为10.10亿元、11.11亿元、12.22亿元，分别产生营业利润为1.92亿元、2.11亿元及2.32亿元。

假设公司2010-2012年林木采伐量稳定在20.20万立方米，木材平均单

价分别为1309元/立方米、1440元/立方米、1512元/立方米；按照毛利率40%、50%、50%计算，将分别给公司带来1.06亿元、1.45亿元及1.53亿元的盈利利润。

假设2010-2012年公司继续享有国家80%的增值税即征即退优惠。

因公司林化产品、纸类和其他经营项目对公司业绩的影响有限，因此予以忽略。

盈利预测与投资建议

预计公司2010-2012年营业收入分别为12.74亿元、14.01亿元、15.27亿元；按照公司3.11亿股的股本计算，对应EPS分别为0.23元、0.34元、0.37元。参考林业上市企业估值，给予公司2011年35倍PE，那么一年内公司股票的合理价格为11.90元，给予公司“买入”评级。

表 3：公司主营业务收入预测

	2009	2010 (E)	2011 (E)	2012 (E)
人造板营业收入 (亿元)	9.18	10.10	11.10	12.22
人造板营业利润 (亿元)	1.61	1.92	2.11	2.32
毛利率	18%	19%	19%	19%
木材营业收入 (亿元)	2.52	2.64	2.91	3.05
木材营业利润 (亿元)	0.98	1.06	1.46	1.53
毛利率	39%	40%	50%	50%
总收入 (亿元)	11.70	12.74	14.01	15.27

数据来源：WIND资讯、广发证券发展研究中心

表 4：林业及家具制造业上市公司估值

证券简称	PB (E)	2010PE(E)	2011PE(E)	2012PE(E)
绿大地	9.97	72.62	39.73	23.82
吉林森工	2.35	52.09	35.85	31.30
中福实业	12.42	70.55	48.82	42.61
大亚科技	2.35	15.10	11.93	8.20
升达林业	4.79	35.20	22.97	15.38
科冕木业	4.55	51.14	35.45	20.08
美克股份	3.73	48.04	30.41	23.51
PE 均值		49.25	32.16	23.56
PE 中值		51.14	35.45	23.51

数据来源：WIND资讯、广发证券发展研究中心

风险提示

- 1、房地产政策调控对公司业绩的影响
- 2、同业竞争加剧给公司经营带来的压力
- 3、森林灾害

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	102.4	12.7	114.4	185.5	
应收账款	40.2	86.9	52.9	99.4	
预付款项	41.1	47.0	47.2	55.7	
应收利息	0.0	0.0	0.0	0.0	
应收股利	10.7	16.0	13.4	18.6	
其他应收款	338.7	445.0	393.8	523.0	
存货	1.6	1.6	1.6	1.6	
流动资产合计	534.7	609.2	623.3	883.9	
长期股权投资	315.6	315.6	315.6	315.6	
固定资产	1076.4	902.5	726.0	549.5	
在建工程	2.6	0.0	0.0	0.0	
无形资产	46.2	40.9	35.7	30.5	
长期待摊费用	2.7	1.4	0.0	0.0	
递延所得税资产	0.0	0.0	0.0	0.0	
非流动资产合计	1443.5	1260.4	1077.3	895.6	
资产总计	1978.2	1869.7	1700.7	1779.5	
短期借款	462.5	325.9	0.0	0.0	
应付票据	65.7	44.0	73.4	54.9	
应付账款	57.1	57.1	57.1	57.1	
预收款项	35.4	17.1	40.6	22.2	
应付职工薪酬	0.0	0.0	0.0	0.0	
应交税费	0.0	0.0	0.0	0.0	
应付利息	0.0	0.0	0.0	0.0	
应付股利	0.0	0.0	0.0	0.0	
其他应付款	57.1	57.1	57.1	57.1	
流动负债合计	620.7	444.0	171.1	134.2	
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	
预计负债	3.1	3.1	3.1	3.1	
递延所得税负债	0.0	0.0	0.0	0.0	
非流动负债合计	3.1	3.1	3.1	3.1	
负债合计	623.8	447.1	174.3	137.3	
股本	310.5	310.5	310.5	310.5	
资本公积	642.0	642.0	642.0	642.0	
盈余公积	0.0	0.0	0.0	0.0	
未分配利润	324.2	394.4	498.2	614.0	
少数股东权益	77.7	75.7	75.7	75.7	
负债股东权益总计	1978.2	1869.7	1700.7	1779.5	
每股净资产(元)	4.11	4.34	4.67	5.05	

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	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	1273.9	1274.0	1401.4	1526.9	
营业成本	1006.9	976.4	1045.0	1142.2	
营业税金及附加	6.6	6.3	7.0	7.6	
销售费用	112.6	101.9	112.1	122.2	
管理费用	141.8	127.4	140.1	152.7	
财务费用	23.3	19.6	7.2	-3.4	
资产减值损失	27.1	0.0	0.0	0.0	
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	
营业利润	-45.0	42.3	89.9	105.7	
营业外收入	54.7	48.6	48.6	48.6	
营业外支出	1.0	12.2	12.2	12.2	
利润总额	8.8	78.8	126.4	142.2	
所得税费用	-0.8	10.6	22.5	26.4	
净利润	9.6	68.2	103.9	115.7	
归属于母公司净利润	11.6	70.2	103.9	115.7	
少数股东损益	-2.0	-2.0	0.0	0.0	
EPS(元)	0.04	0.23	0.34	0.37	

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	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	215.3	30.2	398.3	31.3	
投资活动现金流量	-125.3	36.4	36.4	36.4	
筹资活动现金流量	-128.5	-156.3	-333.1	3.4	
现金及现金等价物净增加额	-38.5	-89.6	101.6	71.1	
期末现金余额	-77.0	-179.2	203.3	142.2	
每股经营活动现金流(元)	0.69	0.10	1.28	0.10	

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	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	-22.71%	0.01%	10.00%	8.96%	
营业利润增长率	-852.32%	171.89%	112.54%	17.56%	
毛利率	20.96%	23.36%	25.43%	25.20%	
营业利润率	-3.47%	2.49%	4.81%	5.19%	
净利率	0.75%	5.35%	7.41%	7.58%	
净资产收益率	0.91%	5.21%	7.16%	7.39%	
总资产收益率	1.67%	5.91%	8.57%	8.48%	
流动比率	86.14%	137.22%	364.26%	658.61%	
资产负债率	31.53%	23.91%	10.25%	7.72%	
所得税税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	

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。

吉林森工(600189)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。