

证券研究报告

林业III



分析师 雒雅梅
021-38565935
luoym@xyzq.com.cn
SAC:S0190510120006

无评级

永安林业（000663）

林木业务四面楚歌，产业链纵深化成为突破口

2011年6月1日

投资要点

我们于近期调研了永安林业，关于林业产业政策及公司未来发展做了深入交流，要点如下：

● 天然林保护将是长期趋势

天然林保护的动因在于改善生态环境：近年二氧化碳排放过量导致全球气候变暖，生态环境日益恶化，保护森林资源对于改善生态环境，走可持续发展之路具有重要意义。哥本哈根气候大会上，中国承诺将减缓二氧化碳的排放，到2010年单位GDP二氧化碳排放量将比2005年下降40%-45%。

福建省出台天然林禁伐令：福建省森林覆盖率居全国第一，为了更好的保护森林资源，采取了较严厉的措施，2010年年底，福建省政府出台了《关于暂停天然林采伐的紧急通知》，主要内容为：为保护好宝贵的天然林资源，确保森林覆盖率继续保持全国首位，决定从即日起暂停天然阔叶林的采伐和天然针叶林的皆伐，严格控制低产林改造，转变采伐方式，提倡择伐为主、皆伐为辅，鼓励培育大径材，促进森林可持续经营，不断提高森林资源质量。

据了解，除福建省外，其他地方木材采伐量亦呈下降趋势，整个东北地区有30%-40%的采伐量减少。

目前禁伐天然林持续时间初定是3年，从保护生态角度考虑，我们认为禁伐天然林或将是一个长期趋势。但短期内，可能对林业企业经营带来较大负面影响。

● 林权改革一定程度上损失了经营效率，加大了林企规模扩张的难度

林权改革主要指集体林权制度改革，通俗地讲，就是借鉴农村联产经营成本责任制的办法，将林地的使用权和林木的所有权按照一定规则，分解落实到个体农户，保障农民的经营权、处置权和收益权。

林权改革实质解决的是产权明晰的问题，但不一定和效益成正比，相反，林权改革一定程度上导致经营分散，这和集约化经营的理念有所冲突。因为林地经营具有特殊性，需要长期持久地投入，而林权改革后，农户个体之间的投入具有不平衡性，也很难统一规划和管护，实际上损失了经营效率，对行业的发展壮大带来了不利影响。

实际上国内林业效益低下的一个重要因素可能恰恰在于林业十分分散，而且盗砍盗伐现象严重。如果能将一个省内的林业资源整合成为一个大林业集团，进行集约化运作，不失为一个明智之选。

● 林业企业经营陷入困境

- 1、**盈利能力下降：**主要归因于天然林禁伐带来的诸多负面影响，首先，采伐量下降直接缩减了木材收入；其次，推升了人造板的生产成本。人造板主要原料是天然林枝丫材，一旦禁伐，当地的天然林枝丫材价格必然涨价，这样就会推高人造板的成本；再次，禁伐之后，企业仍不得不对天然林进行管护，而这种管护成本无法得到有效弥补。此外，采伐方式由皆伐转变为间伐和择伐，也客观上推高了采伐成本。
- 2、**资金短缺，资金链面临断裂风险：**主要是贷款利率上浮带来的融资成本上升压力。以前国有企业利率大多下浮，但现在普遍上浮，所以资金成本在抬高，流动性紧张，但与此同时，企业的盈利能力却在下降，这种状况如果持续下去，整个资金链将面临断裂的风险。
- 3、**反倾销加剧，价格下跌。**整个地板又碰到美国反倾销，下游企业出口受阻，导致国内市场竞争激烈，价格下跌。

● **受新规影响，公司林木采伐量大幅下降**

公司林地面积共计 180 万亩，其中天然林面积约 80 万亩，占总林地面积约 44%。据了解，2011 年获批的采伐面积仅为往年的三分之一，其中皆伐面积不足 1 万亩，其余为择伐，但择伐成本比较高，因此公司年内木材采伐量压力较大。粗略估计，如果按照 1 方木材 200 元净利润测算，则年内由于采伐量下降而带来的净利润减少约 2000 万，对业绩影响较大。

其实过去几年来看，公司林木业务收入已连续三年呈现下滑趋势，原因主要在于木材采伐量较少，而这归因于两方面因素：1、采伐指标较少；2、公司林木质地层次不齐，实际可采伐面积有限。据了解，公司林地中，有不少林地海拔较高，这一方面使得经营成本较高，另一方面林地质量也逊于低海拔林地。此外，还有一些无林地及经济作物林地等，因此实际可采伐面积低于账面可采面积。

而此次禁伐新规的出台，对原本就陷入经营困境的公司而言，无异于雪上加霜。

● **人造板业务亦不容乐观**

如上文所述，天然林禁伐无形中推高了人造板的原料成本，而由于竞争激烈，人造板价格却不涨反跌，使得盈利能力显著下滑，因此年内来看，人造板行业景气亦不容乐观。

虽然人造板行业较为低迷，但公司在人造板方面亦存在一些优势：

- 1、**人造板产品相对高端，滞销风险较小：**公司目前有三条人造板生产线，第一条产能 5 万方，第二条 10-万方，第三条 20 万方，其中第三条线将于 2011 年 6 月份正式投产，主要生产异型板，且幅宽和板材质量均好于现有板材，竞争环境相对宽松，因此预计市场前景较好，出现滞销的可能性不大。
- 2、**原料储备充足，成本波动性小：**按照一立方米中纤板耗用 1.5 立方米枝丫材计算，假设公司年产量 25 万立方米，则年需耗用木材总量约 40-50 万方，据此测算，公司当前木材自给率约 30%-40%。

调研了解到，公司年初已储存了约 20 万方木材，基本可满足全年之需。从收购成本来看，约 450 元/立方米，价格虽有提升，但在木材后期看涨的前提下，公司充足的原料储备已使成本被提前锁定。

● **产业链纵深化将是公司未来发展方向**

公司目前林板一体化的基本雏形已形成，未来将继续沿着这一思路深化发展：

林木是公司最核心的竞争力，虽然历史发展中，这一竞争力并未充分体现，原因是受到政策、环境及经营等多方面因素影响，其中，政策干扰尤为严重，可以预见，未来政策一旦松动，公司林木业务将获得

发展先机。

在目前情况下，公司林木仍在进行进一步的规划和调整，我们预计可能绕开政策障碍，发展一些**林下套种业务**。

板材业务：目前公司中纤板和高纤板产品已较为成熟，预计未来可能会继续**开发一些新的板种**，提升竞争力。

此外，公司还将**大力发展竹业**。当前参股福建永林竹业有限公司，股权比例 19.55%，资料显示，该公司目前在福建永安建有竹层积板、竹地板、竹家具材生产基地；在浙江杭州建有年产 100 万平米的竹刨切板生产基地；在福建拥有约 2 万亩竹林原材料基地，并投资了一处拥有 300 多品种的竹种园。今后公司会继续加大该业务投资力度，做大做强。

● 2011 年盈利可能性较小

人造板行业虽然整体毛利率较低，但公司仍具有相对优势，此外，人造板一直享受政府退税。年内更有一块国产设备的增值税返还，因此如果下半年市场行情好，公司人造板业务或可实现盈利。

就新线而言，考虑到投产之初，固定资产折旧等费用摊销较多，因此预计可能会对年内业绩带来一定拖累。并且，受现金流紧张影响，公司在新生产线投产之前，会主动停产原来的旧生产线，这也会对人造板销量带来一定影响。

费用方面，公司管理费用率约 15%左右，一直居高不下，但其中有一块固定支出——离退休费，每年约 600 万，属于历史包袱，无法摆脱。另外存在较大改善空间的是财务费用率，一季度攀升至 17%，与此同时，资产负债率高达 72%，资金压力凸显，由此我们预期，公司未来可能存在通过股权融资缓解资金压力，改善财务状况的可能。

总体来看，我们预测公司 2011 年上半年亏损，下半年如果人造板市场有起色，可能会略有盈利，但全年实现盈利可能性不大。

- **暂无评级：**综合调研情况，我们粗略测算公司 2011-2013 年 EPS 分别为-0.03 元、0.02 元、0.04 元，我们认为，虽然长远来看，公司作为林业龙头公司，仍具有较大发展空间，但短期内仍面临较多经营困难，因此暂不给予评级。

附表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	700	972	972	1260
货币资金	75	373	118	153
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	33	16	25	36
其他应收款	22	22	37	45
存货	557	540	750	983
非流动资产	822	706	689	638
可供出售金融资产	140	142	148	145
长期股权投资	57	65	62	62
投资性房地产	51	43	46	45
固定资产	129	230	278	289
在建工程	363	191	106	63
油气资产	0	0	0	0
无形资产	31	21	10	-0
资产总计	1522	1678	1661	1898
流动负债	521	691	628	840
短期借款	382	0	198	344
应付票据	0	0	0	0
应付账款	32	24	35	47
其他	107	667	395	450
非流动负债	572	565	606	623
长期借款	528	528	559	580
其他	44	37	47	43
负债合计	1093	1255	1234	1464
股本	203	203	203	203
资本公积	170	170	170	170
未分配利润	11	6	9	16
少数股东权益	27	27	27	28
股东权益合计	428	423	427	434
负债及权益合计	1522	1678	1661	1898

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	8	-6	4	7
折旧和摊销	34	29	45	54
资产减值准备	-86	70	25	9
无形资产摊销	1	2	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	26	39	35	48
投资损失	-13	-8	-9	-9
少数股东损益	3	-0	-0	0
营运资金的变动	-26	-19	251	243
经营活动产生现金流量	-21	173	-166	-134
投资活动产生现金流量	-137	-5	-7	4
融资活动产生现金流量	178	130	-83	165
现金净变动	20	298	-255	35
现金的期初余额	91	75	373	118
现金的期末余额	111	373	118	153

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	297	342	466	604
营业成本	238	274	367	475
营业税金及附加	2	2	3	4
销售费用	8	9	14	18
管理费用	41	44	58	72
财务费用	26	39	35	48
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	13	8	9	9
营业利润	-4	-18	-2	-3
营业外收入	17	14	7	12
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	11	-6	4	7
所得税	0	-0	0	0
净利润	11	-6	4	7
少数股东损益	3	-0	-0	0
归属母公司净利润	8	-6	4	7
EPS (元)	0.04	-0.03	0.02	0.04

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	-16.3%	15.2%	36.1%	29.8%
营业利润增长率	-136.1	-533.3	-111.2	-264.0
净利润增长率	9.2%	-168.0	-30.8%	83.1%
盈利能力(%)				
毛利率	19.7%	19.9%	21.2%	21.4%
净利率	2.8%	-1.6%	0.8%	1.2%
ROE	2.1%	-1.4%	1.0%	1.8%

偿债能力(%)

资产负债率	71.8%	74.8%	74.3%	77.1%
流动比率	1.34	1.41	1.55	1.50
速动比率	0.25	0.60	0.32	0.30

营运能力(次)

资产周转率	20.9%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	1242.6	1083.4	1412.9	1296.2

每股资料(元)

每股收益	0.04	-0.03	0.02	0.04
每股经营现金	-0.13	0.85	-0.82	-0.66
每股净资产	1.98	1.95	1.97	2.00

估值比率(倍)

PE	203.4	-299.4	432.8	236.4
PB	4.2	4.3	4.2	4.2

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。