

坐拥林木资源的人造板制造商

新股上市深度

◆公司简介:

公司是国内最大的“林板一体化”集团之一，主营业务包括人造板和营林。公司在广西南宁、白色、环江和上思四个人造板生产基地，拥有 53 万立方米/年的人造板产能，其中纤维板产能为 49 万立方米/年，胶合板为 4 万立方米/年，速生丰产林面积达到 20.88 万亩。

◆纤维板是公司的主要产品:

分产品看，公司主要产品包括纤维板、胶合板以及林木。2011 年上半年中密度纤维板（MDF）的收入占比为 75.75%，高密度纤维板（HDF）的占比为 13.2%，胶合板、林木的占比分别为 6%、5%。

◆行业亟待整合，替代效应和保障房将驱动行业继续增长:

人造板行业上游是林木和石化，下游是家居类行业。由于林木和石化具备资源属性，掌控议价权。而家居类行业在品牌化的主导下，行业整合进度强于人造板，亦属议价权强势一方。两头受压、内部竞争激烈的人造板行业未来只有依靠强有力的整合，才能获得高质量的发展。

今年国家调控房地产，相继出台地产税和限购等措施，在政府调控之下，国内商品房的销售增速放缓，但人造板及下游家具行业任然保持较高的景气度。1-7 月，纤维板、胶合板的主营收入累计同比为 24.7%、42.6%，下游行业木质家具的收入累计同比为 32.6%。我们认为日本重建以及地产销售与家装之间的滞后使得国内地产景气度下滑的影响并未传导至上游。

对于未来，我们认为人造板对实木制品的替代以及保障房建设有望支撑起人造板行业的景气度。

◆行业竞争地位较为领先，地缘、管理团队和技术是公司的优势:

09 年公司销售 48.65 万立方米纤维板，在国内市场占比为 1.47%，处于较为领先的地位。公司在国内的主要竞争对手为大亚科技、威华股份、升达林业、贺友集团等。通过与竞争对手的比较，我们认为公司的竞争优势主要在地缘、管理团队和技术三个方面。

◆我们认为合理的股价区间为 11.80-13.59 元:

我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.52、0.59 和 0.77 元，结合绝对、相对估值，合理股价区间为 11.80-13.92 元，对应 2012 年 EPS 的 PE 为 20-23 倍。

◆风险提示: 增值税退税幅度下调，募投项目进度低于预期、原料价格上涨。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	746.01	831.14	945.95	982.92	1,392.72
营业收入增长率	6.77%	11.41%	13.81%	3.91%	41.69%
净利润(百万元)	70.78	112.90	123.0	138.2	180.0
净利润增长率	17.86%	59.52%	8.98%	12.34%	30.20%
EPS(元)	0.30	0.48	0.52	0.59	0.77
ROE(归属母公司)	11.56%	15.57%	7.33%	7.77%	9.39%

(新股)

合理申购价格: 11.80-13.92 元

预计上市价格: 11.80-13.92 元

分析师

李婕

证书编号: S0930511010001

联系人:

姜浩

021-22169125

jianghao@ebsecn.com

发行数据

发行价格: (元)

发行规模: 58.62(百万股)

发行后总股本: 234.46(百万股)

发行方式: 网下询价, 上网定价

发行日期: 2011-09-20

主承销商: 恒泰证券股份有限公司

主要股东: 丰林国际有限公司

收益表现

募股资金投向

项目名称	金额 (百万元)
8 万 m ³ /a 阻燃人造板项目	93.03
百色桉树速生丰产林基地建设项目	97.34
丰林木业 5 万 m ³ /a 单板层积材项目	70.21
百色丰林 5 万 m ³ /a 单板层积材项目	64.38
总金额	324.97

一、公司是国内最大的林板一体化集团之一

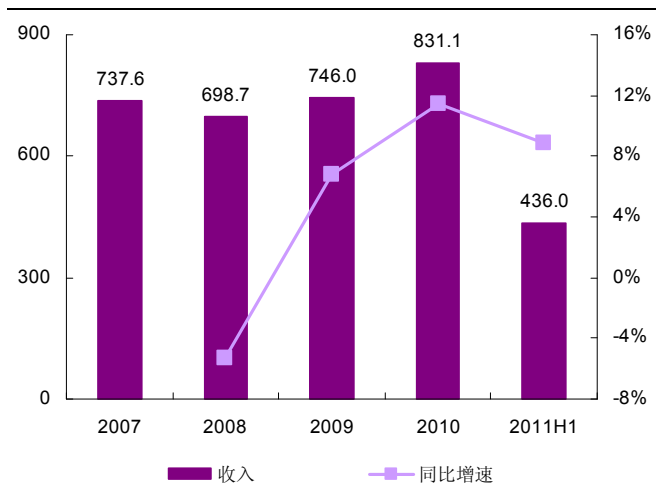
公司是国内最大的“林板一体化”集团之一，主营业务包括人造板和营林。公司在广西南宁、白色、环江和上思四个人造板生产基地，拥有 53 万立方米/年的人造板产能，其中纤维板产能为 49 万立方米/年，胶合板为 4 万立方米/年，速生丰产林面积达到 20.88 万亩。

1.1、公司历史经营情况介绍

08 年公司实现营业收入 6.98 亿元，09 年在 MDF（中密度纤维板）收入增长以及胶合板业务并表（2009 年 10 月完成对上思丰林的收购）的作用下，收入实现 6.8% 的增长，2010 年 MDF 和胶合板业务再度拉动公司收入增长 11.4%。

图 1: 2011 年上半年公司的收入增长 8.8%

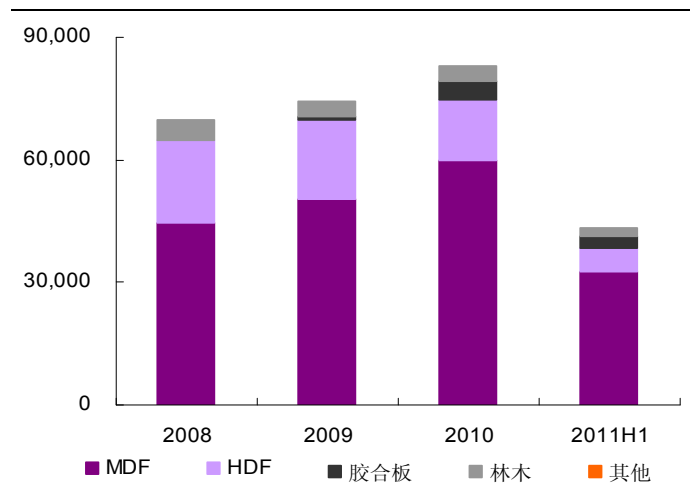
2007-2011H1 公司收入及增长情况（单位：百万元）



资料来源：公司财报、光大证券研究所

图 2: MDF 和胶合板业务是近年拉动收入增长的主因

2007-2011H1 公司分产品收入情况（单位：万元）



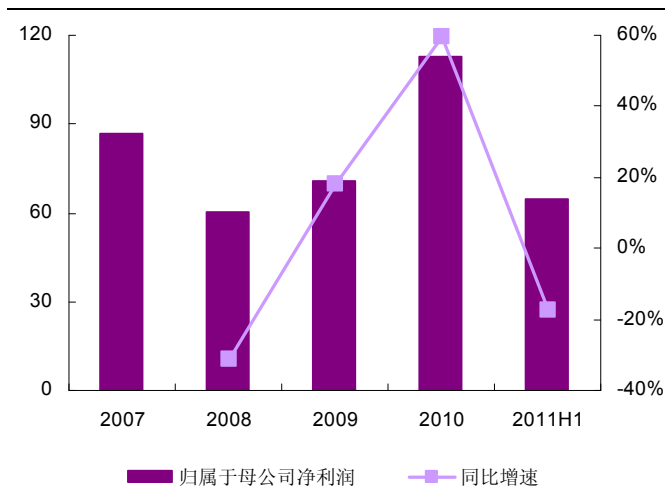
资料来源：公司财报、光大证券研究所

公司近几年净利润波动较大，主要与以下几个因素有关：毛利率、期间费用率、增值税退税额及股权收购。

08 年公司的净利润下滑 31%，虽然当年公司通过收购白色丰林 49.6% 的股权（主业纤维板，公司产生利润最大的子公司）使得少数股东损益大幅减少，但原料价格、人力成本的上升以及获得的增值税退税下降导致利润负增长。

图 3: 2011 年上半年公司的利润下滑 17.2%

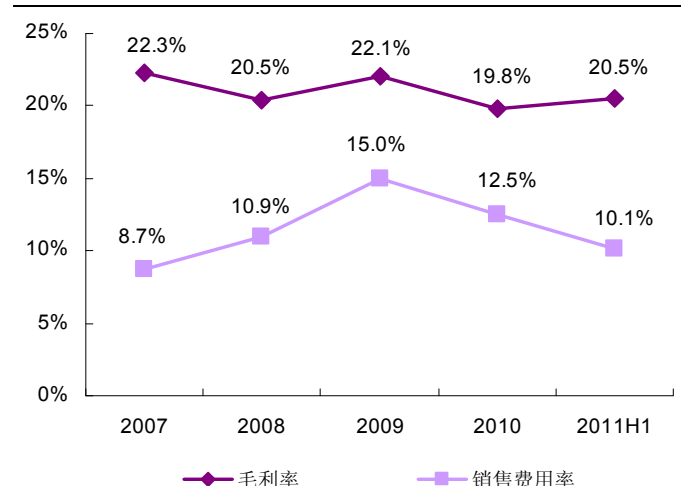
2007-2011H1 公司净利润及增长情况（单位：百万元）



资料来源：公司财报、光大证券研究所

图 4: 公司毛利率保持稳定，但期间费用率波动太大

2007-2011H1 公司毛利率和期间费用率情况



资料来源：公司财报、光大证券研究所

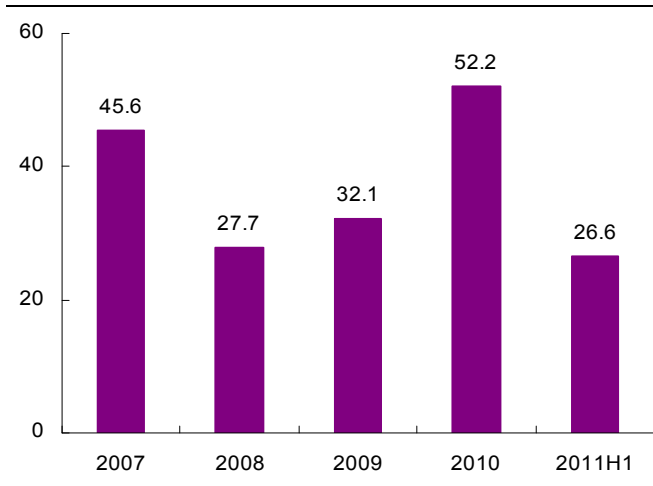
09 年公司净利润增长 17.9%，原料价格下跌带动毛利率上升、增值税退税额增加以及收购百色丰林 6.4% 的股权拉动利润增长。

2010 年公司净利润增速为 59.5%，虽然毛利率有所下滑，但期间费用率的降低以及增值税退税额的大幅增加令净利润增速达到近年来的顶峰。

2011 年上半年公司的净利润下滑 17.2%，主要的原因在于 2010 年上半年公司确认的营业外收入为 4782 万元，而本期营业外收入只有 2661 万元，如果剔除掉增值税退税的影响，公司的净利润增速能达到 20%。我们判断随着下半年增值税退税的逐步确认，公司的利润增长有望提速。

图 5：公司的增值税退税额对利润增速影响很大

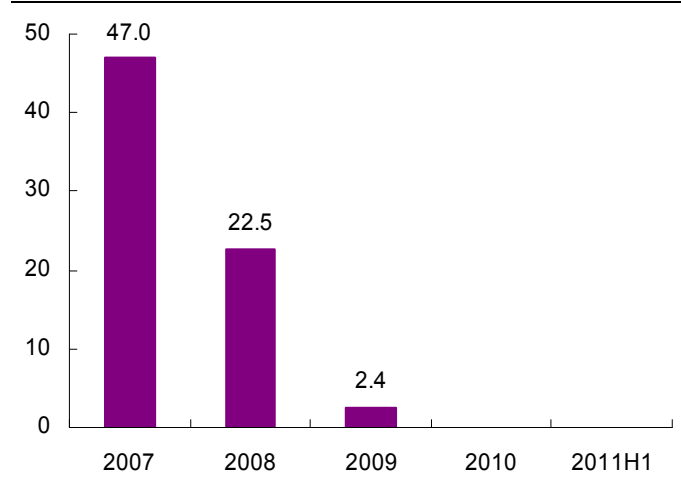
2008-2011H1 公司营业外收入情况（单位：百万元）



资料来源：公司财报、光大证券研究所

图 6：通过股权收购，公司的少数股东损益逐年减少

2008-2011H1 公司少数股东损益情况（单位：百万元）



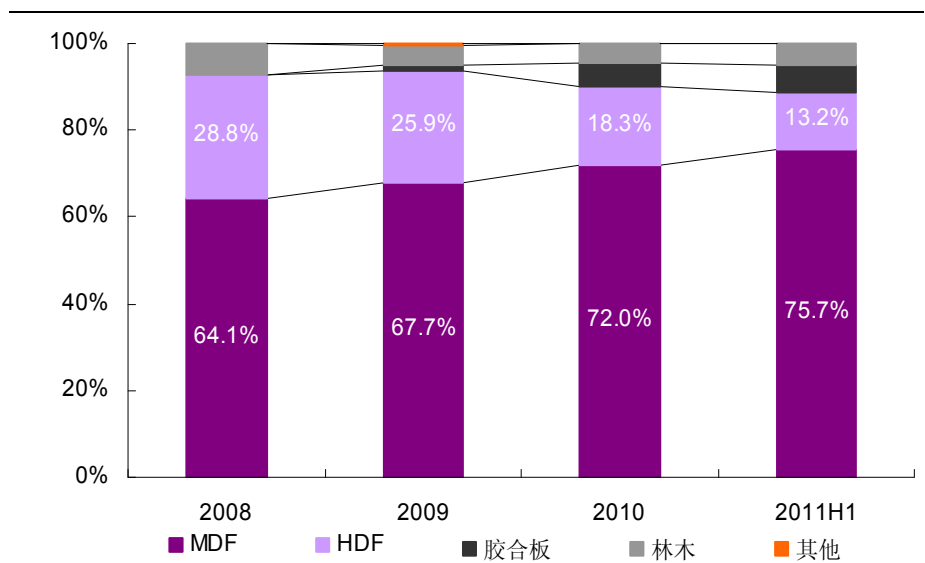
资料来源：公司财报、光大证券研究所

1.2、纤维板是公司的主要产品

分产品看，公司主要产品包括纤维板、胶合板以及林木。2011 年上半年中密度纤维板(MDF)的收入占比为 75.75%，高密度纤维板(HDF)的占比为 13.2%，胶合板、林木的占比分别为 6%、5%。

图 7：纤维板是公司的主要收入来源

2008-2011H1 公司细分产品收入占比情况



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

二、公司股权结构

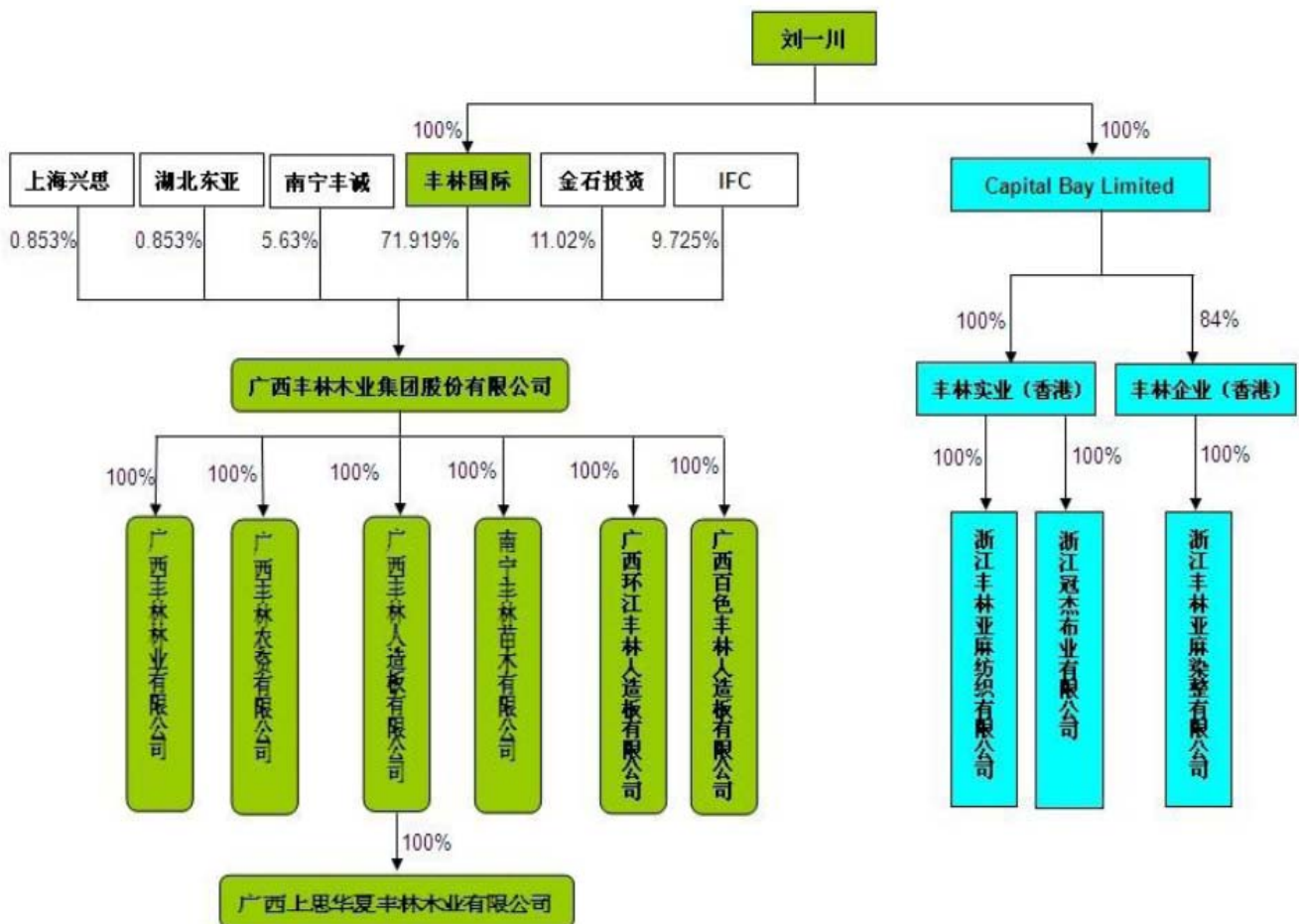
公司本次拟发行 5,862 万股，发行后总股本为 23,445.6 万股，本次拟发行的公众股占发行后总股本的 25%。发行后实际控制人仍为董事长刘一川先生，其持股比例为 53.9%。

表 1：公司发行前后股权结构

股份类别及股东名称			本次发行前		本次发行后	
			股份数（万股）	比例（%）	股份数（万股）	比例（%）
有限售条件流通股	外资股	丰林国际	12,645.9	71.9	12,645.9	53.9
		IFC	1,710.0	9.7	1,710.0	7.3
	境内法人股	金石投资	1,937.7	11.0	1,937.7	8.3
		南宁丰诚	990.0	5.6	990.0	4.2
		湖北东亚	150.0	0.9	150.0	0.6
		上海兴思	150.0	0.9	150.0	0.6
无限售条件流通股					5,862.0	25.0
合计			17,583.6	100.0	23,445.6	100.0

资料来源：公司招股书、光大证券研究所

图 8：公司的股权结构图



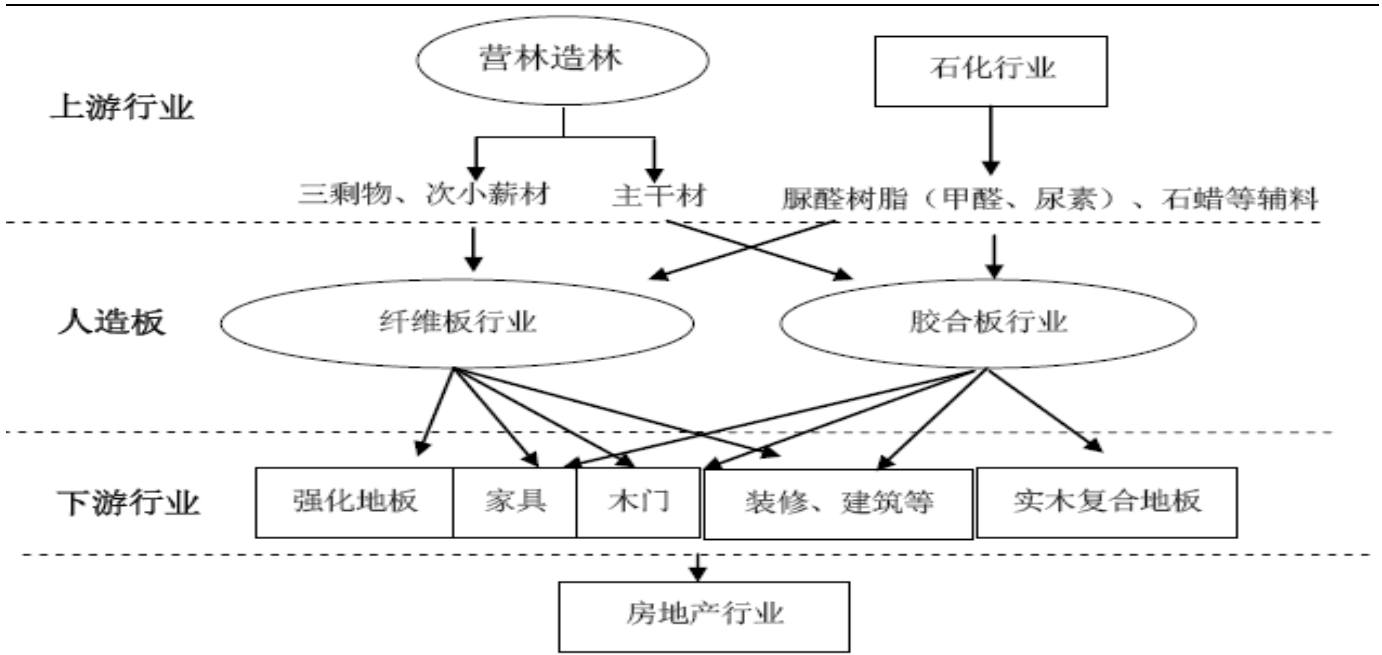
资料来源：公司招股书、光大证券研究所

三、人造板行业介绍

3.1、人造板行业波特五力分析

人造板行业的上游主要是林木和石化行业，下游为各类家居用品行业，比如：强化木地板、家具、木门、衣柜等。

图 9：人造板行业产业链图

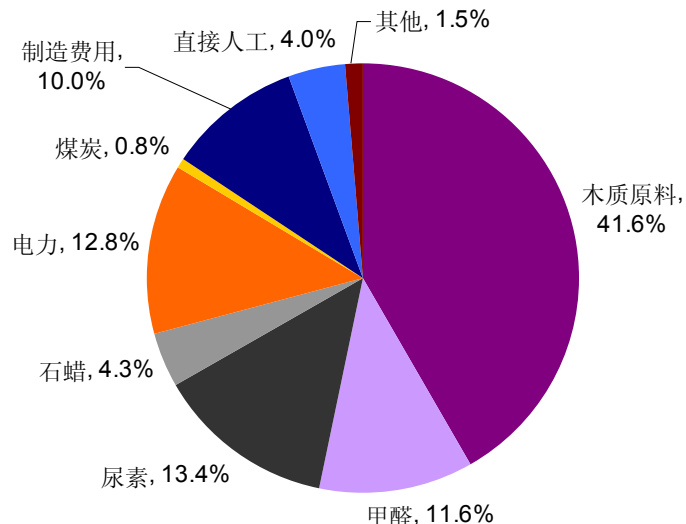


资料来源：公司招股书、光大证券研究所

上游林木是资源品，具备垄断性，人造板行业对上游的议价能力很弱，只能被动地接受价格的波动；不仅如此，石化产品的价格也是随行就市，人造板行业对其议价能力亦不强，但我们认为相较于林木，人造板行业对石化产品的议价能力略强些许。我们注意到木质原料在公司生产成本中的比重最大，达到 41.6%，所以人造板行业向上游林业拓展对维护自身盈利能力意义重大。

图 10：木材和石化产品是生产成本的主要构成

2010年 公司生产成本各要素占比情况



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

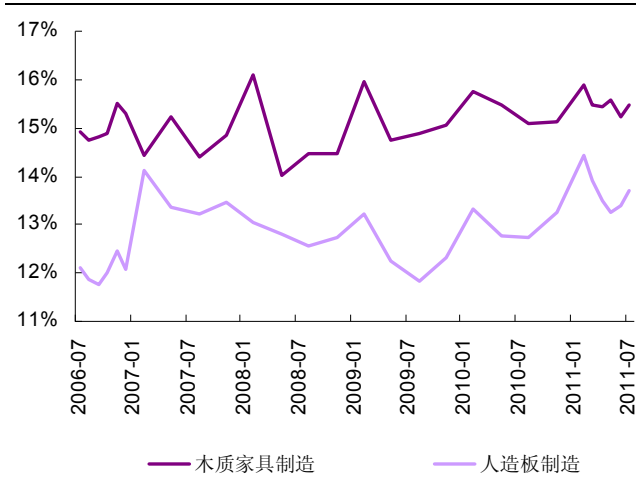
虽然下游家居类行业的市场集中度很低，但由于强化地板、家具、木门等行业直接面对消费者，能够打造品牌，我们注意到近些年国内也涌现出一些消费者耳熟能详的品牌，比如：圣象地板、大自然、全友家私、索菲亚等。随着下游家居类企业越发品牌化，其行业的整合进度快于人造板行业，故在议价能力方面，人造板行业处于弱势地位，尤其是业内知名家居品牌对人造板企业的议价能力更为强大。

人造板行业的市场竞争十分激烈，这一点从行业内共有 1 万多家企业，龙头的市场占有率不足 4% 可见一斑。导致行业竞争激烈的原因在于：1、行业投资额不大，技术门槛亦不高，这导致行业准入和退出的门槛较低；2、由于人造板并不直接面对消费者，无法通过品牌实现差异化竞争；3、产品同质化程度高；4、行业监管力度不够，使得许多小企业通过不规范的方式参与市场竞争，令行业秩序较为混乱。

两头受压、内部竞争激烈的人造板行业未来只有依靠强有力的整合，才能获得高质量的发展。

图 11：家具行业毛利率高于人造板行业

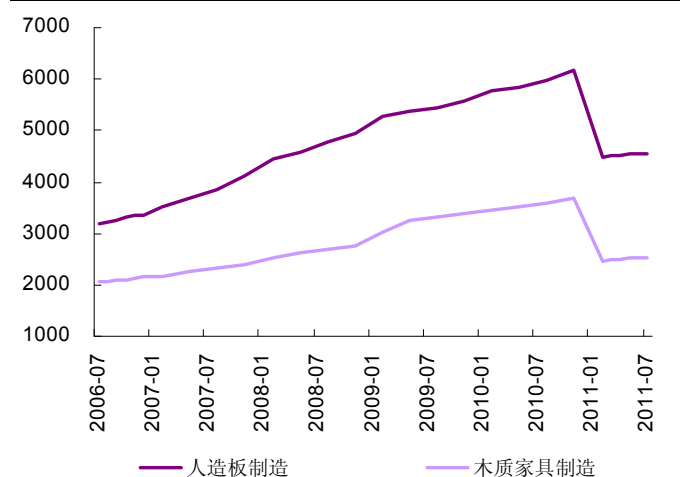
2006/07-2011/07 国内木质家具和人造板行业毛利率情况



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 12：人造板行业企业数量显著多于木质家具行业

2006/07-2011/07 木制家具和人造板企业数量情况（单位：家）



资料来源：WIND、光大证券研究所

由于当今世界森林资源的日益减少，民众环保意识的不断增强，人造板凭借对木材综合利用率高的特点，逐步替代实木产品，其本身并未遭受其他产品的替代。这一点意味着人造板行业未来拥有光明的发展前景。

3.2、替代效应和保障房建设驱动行业增长

今年国家调控房地产，相继出台地产税和限购等措施，在政府调控之下，国内商品房的销售增速放缓，但人造板及下游家具行业仍然保持较高的景气度。我们认为日本重建以及地产销售与家装之间的滞后使得国内地产景气度下滑的影响并未传到至上游。

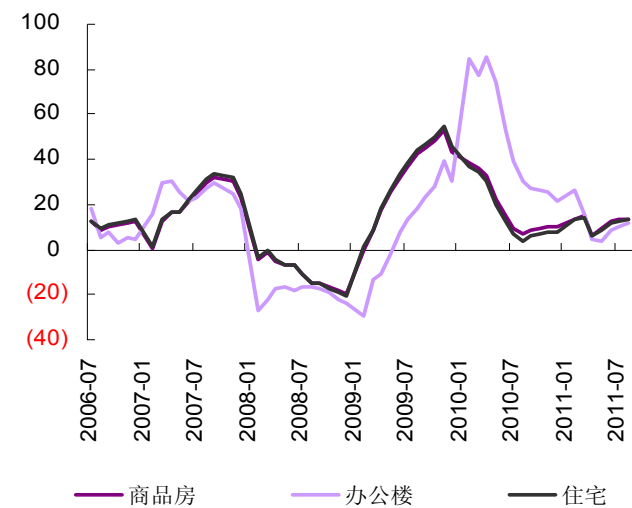
对于未来，我们认为人造板对实木制品的替代以及保障房建设有望支撑起人造板行业的景气度。

3.2.1、行业当前景气度不俗

今年国家积极调控房地产，物业税、限购等措施导致商品房销售额的增速较以往放缓，1-8 月国内商品房、办公楼和住宅的累计销售额同比增速为 13.6%、12% 和 13.1%。但国内人造板行业以及下游的木质家具行业的增速仍然保持较快增长。1-7 月，纤维板、胶合板的主营收入累计同比为 24.7%、42.6%，下游行业木质家具的收入累计同比为 32.6%。我们认为日本震后重建工作、人造板替代实木是拉动人造板行业保持较快增长的要素，而家具行业的快速增长部分与房地产销售与家具销售之间存在滞后性有关。

图 13：房地产调控导致商品房销售增速放缓

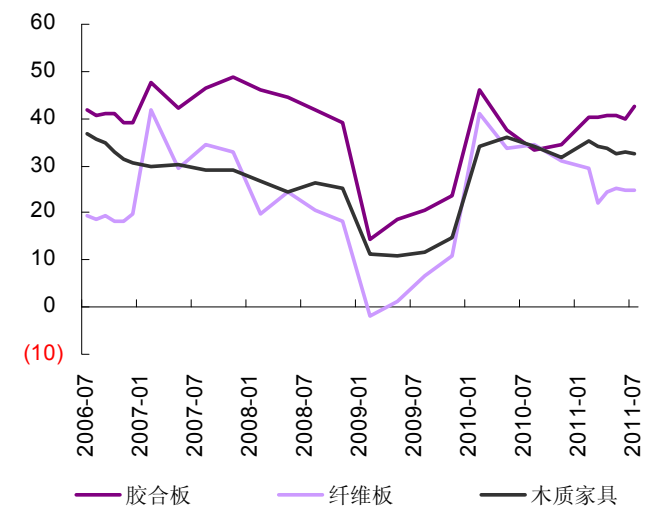
2006/07-2011/08 国内商品房、办公楼、住宅销售同比增速情况



资料来源：WIND、光大证券研究所

图 14：家具行业和人造板行业保持较快增长

2006/07-2011/07 国内木质家具和人造板行业收入增速情况



资料来源：WIND、光大证券研究所

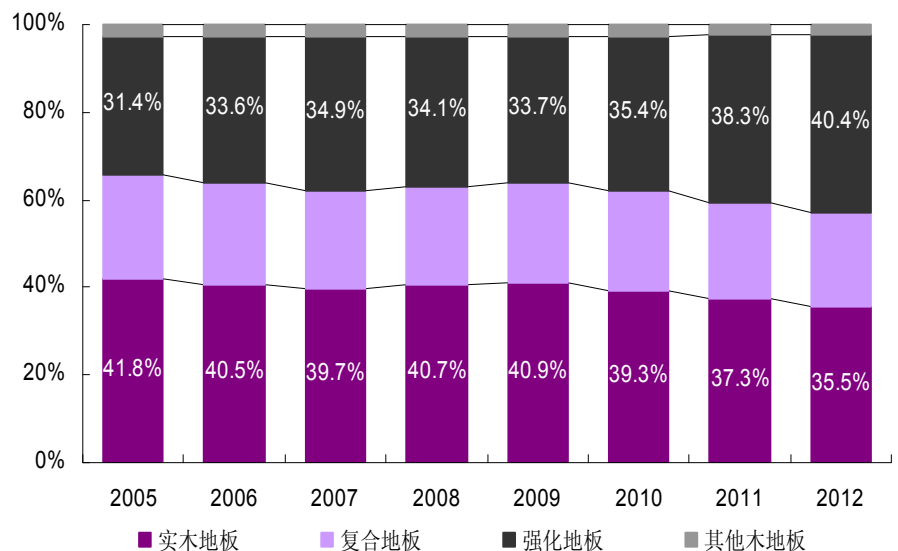
3.2.2、森林资源日趋减少，人造板替代实木是大势所趋

随着全球森林资源的日益减少，民众的环保意识逐渐增强，人造板能够充分利用木材资源的优势越发明显，其对实木制品的替代效应有望延续，从而驱动人造板行业的增长。

根据 Frost&Sullivan 的预测，2011 年国内强化木地板的销售占比将提升 2.9 个百分点，2012 年其占比将进一步提升至 40.4%；与之相反，实木地板的销售占比将从 2010 年的 39.3%，下降至 2012 年的 35.5%。

图 15：强化地板替代实木地板是大势所趋

2005-2012 年 国内各类木地板零售额占比情况



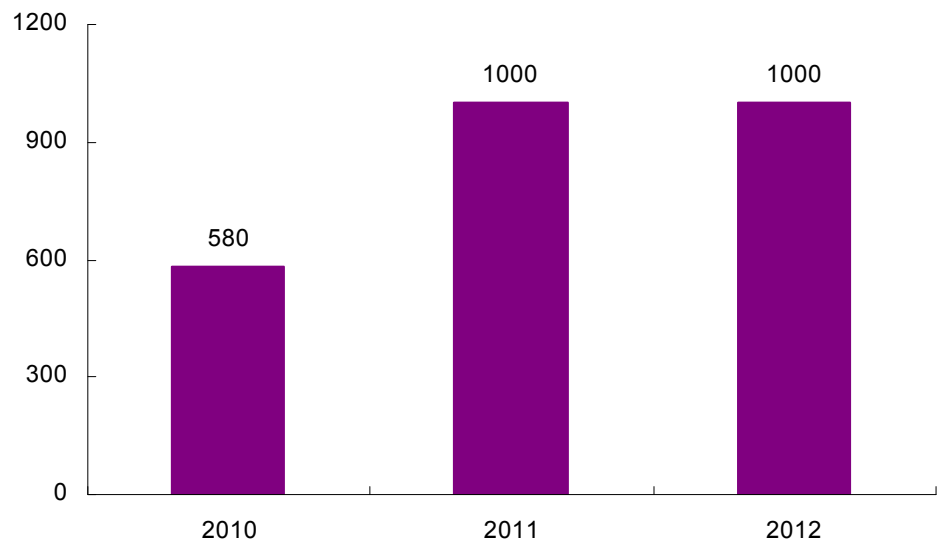
资料来源：Frost&Sullivan、光大证券研究所

3.2.3、保障房有望在短期支撑起房地产的景气度

国家十二五期间将总共建设 3600 万套保障房，其中 2011 年、2012 年各建设 1000 万套，2013-2015 年共建设 1600 万套。故短时间来看，保障房能够抵消商品房销售放缓的冲击，维护房地产行业的景气度。同时我们想强调一点，保障房针对的是低收入人群，其对装修建材的需要也以人造板为主而非实木。故我们对今明两年人造板行业的景气度保持乐观的预期。

图 16：十二五国家加大保障房建设力度

2010-2012年 国家计划修建的保障房情况（单位：万套）



资料来源：光大证券研究所整理

四、公司在行业内处于较为领先的地位

09年公司销售 48.65 万立方米纤维板，在国内市场占比为 1.47%，处于较为领先的地位。公司在国内的主要竞争对手为大亚科技、威华股份、升达林业、贺友集团等。

表 2：公司在行业内处于较为领先的地位

企业名称	地区	纤维板产能(万 m³)	原料林 (万亩)
大亚科技股份有限公司	江苏	118	约 70
广东威华股份有限公司	广东	143	64.27
山东贺友集团有限公司	山东	130	60
浙江绿源木业股份有限公司	浙江	90	10
浙江丽人木业集团有限公司	浙江	75	9
广西三威林产工业（集团）有限公司	广西	55	8
上海绿洲实业有限公司	上海	50	不详
四川升达林业产业股份有限公司	四川	60	36
四川国栋建设股份有限公司	四川	97	不详
丰林集团	广西	53	20.88

资料来源：公司招股书、光大证券研究所

通过与竞争对手的比较，我们认为公司的竞争优势主要在以下三个方面：

4.1、地缘优势

公司地处广西，广西的人工林面积 7300 多万亩、速丰林面积为 2700 多万亩、经济林面积 3300 万亩，每年商品材采伐限额 1313 万立方米，四项指标均位居国内第一。极佳的地理位置、丰富的林业资源为公司向上游拓展提供了优良的条件，与此同时凭借本地企业的资质，公司在获得林业资源方面也更容易得到政府政策的倾斜。

4.2、优秀的管理团队

公司拥有卓越的高管团队，董事长刘一川先生具备多年海外创业的经历，具备国际视野；总经理王高峰先生系教授级高级工程师，拥有 30 年人造板行业经验，是业内的权威专家；副总经理王筱东先生 09 年获得微软大中华区唯一的“董事长”奖；独立董事叶克林教授是享受国务院特殊津贴的林业专家，

曾主持多项国际、国内林业重大课题的研究工作。凭借优秀的管理团队公司有望在市场竞争中处于有利地位。

4.3、技术优势

公司的甲醛释放量控制技术居行业领先水平，获得“高效捕醛胶的制造方法”发明专利，可以用较低的成本实现对甲醛低排放量的稳定控制。公司是行业内最早开展阻燃板技术研发并掌握阻燃板技术的企业之一，率先获得国家防火建筑材料质量检测中心颁发的《燃烧性能等级标识授权使用证书》。公司是最早在广西开展速丰林技术研发的企业，拥有一支技术成熟的生物组培科研队伍。领先的技术实力能够帮助公司在人造板的红海中开辟蓝海市场。

五、募集资金投向分析

本次 IPO 募集资金拟投资 4 个项目，百色桉树丰产林项目拟投资 7675 万元，投资周期为 4 年；阻燃人造板项目和两个 5 万 m³/年单板层积材项目的建设周期均为 1 年。

表 3：募投项目投资与建设情况介绍（单位：万元）

序号	项目名称	总投资额	拟用募集资金投入额
1	广西丰林木业集团股份有限公司 8 万 m ³ /a 阻燃人造板项目	9,303.33	9,303.33
2	广西丰林林业有限公司百色桉树速生丰产林基地建设项目	9,734.35	7,675.55
3	广西丰林木业集团股份有限公司 5 万 m ³ /a 单板层积材项目	7,020.99	7,020.99
4	广西百色丰林人造板有限公司 5 万 m ³ /a 单板层积材项目	6,438.07	6,438.07
合计		32,496.74	30,437.94

资料来源：公司招股书、光大证券研究所

桉树速生丰产林项目：

百色桉树丰产林项目将营造区营造桉树速生丰产林 82,203 亩（2010 年已完成造林 20,904 亩；2011 年造林 19,705 亩；2012 年造林 20,949 亩；2013 年造林 20,645 亩），2010-2013 年完成造林工作，造林后抚育 3 年（含当年），在项目的二个轮伐期内可产桉树木材 102.75 万立方米，木质原料 6.58 万吨。该项目将为公司募投项目和已有业务提供生产原料。

8 万 m³/年阻燃人造板项目：

阻燃板是在人造板的基础上加入阻燃工艺而生产出的具备耐火性能的新型板材，该产品的问世弥补了普通人造板易燃的缺点，拓展人造板的应用领域。

目前日本、北美和欧洲等国阻燃板产量占人造板总产量的比例达到 20%，马来西亚等国的产量占比也已达到 15%，而 08 年国内阻燃板生产企业只有 4 家，总产量占人造板产量的比例不足 0.04%。

随着国标 GB50016-2006《建筑设计防火规范》、GB20286-2006《公共场所阻燃制品及组件燃烧性能要求和标识》的颁布实施，市场对环保阻燃人造板的需求将保持快速增长的态势。

2010 年 9 月公司的阻燃板通过国家“B 级燃烧性能”检测，成为国内首家通过检测的企业，公司的阻燃板现已应用在北京奥运会部分场馆，成为国内唯一能够替代进口阻燃 E1 级纤维板的产品。

项目建设期为 1 年，建成投产后第一年达到设计生产能力的 70%，第二年达到设计产能的 80%，第三年满产。8 万 m³/年阻燃人造板项目将缓解公司产能不足的问题，帮助公司在阻燃板市场做大做强。

两个 5 万 m³/年单板层积材项目：

单板层积材（英文缩写 LVL）是由旋切制得的单板，以顺纹方向按序组坯，端部斜接、搭接或对接，然后经涂胶、热压等工序压制而成的一种高强度的结构材料，且其尺寸大小不受旋切原木径级或单板规格的限制，形状（变形）不受原材料形状和缺陷的影响。

单板层积材因具备再生、节能降耗等环保特点，广泛应用于国外轻型木结构房屋（主要是结构用单板层积材），用以替代钢筋、混凝土。目前北美约有 85% 的多层住宅和 95% 的低层住宅采用轻型木结构体系，低层商业建筑和公共建筑采用木结构的比例也达到 50%。在欧洲 80% 的瑞典房屋为木结构，48% 的苏格兰人将木结构房屋作为私人住所；亚洲的日本几乎一半以上的建筑均以木材为建筑材料，木结构住宅近年来占到日本总住宅开工项目的 40% 以上。此外，非结构用单板层积材也开始应用于包装行业。

从全球范围看，单板层积材的需求量保持 5%-10% 的年增速，其中亚太地区的增速达到 10%/年，此外 RUATE 公司预测，2010 年全球单板层积材的需求量超过 450 万 m³。

公司两个 5 万 m³/年单板层积材项目建设期均为 1 年，投产后第一年将达到设计产能 75%，第二年满产。每个 5 万 m³/年单板层积材项目将为公司提供 2 万 m³/年结构材，1 万 m³/年的地板基材，1 万 m³/年的家具基材和 1 万 m³/年的包装板、建筑模板。该项目的建成有望缓解产能不足的问题，并丰富公司人造板业务的产品种类。

六、盈利预测与估值

综合绝对估值和相对估值，我们认为公司合理的股价区间为 11.80 元-13.92 元，对应 2012 年的 PE 为 20-23 倍。

6.1、前提假设及盈利预测

我们根据以下几个关键假设对公司未来盈利情况进行预测：

	2010	2011	2012	2013
营业收入	831.1	945.9	982.9	1,392.7
纤维板	748.3	820.8	829.5	824.7
胶合板	43.7	75.9	97.3	102.2
林木	40.7	50.7	57.6	76.5
其他	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
阻燃板				132.4
单板层积材				258.5
收入增速	11.4%	13.8%	3.9%	41.7%
纤维板	7.3%	9.7%	1.1%	-0.6%
胶合板	-57.4%	73.7%	28.1%	5.0%
林木	68.6%	24.6%	13.7%	32.7%
阻燃板				
单板层积材				
销量				
纤维板（万 m ³ ）	51.5	54.8	54.9	54.6
胶合板（万 m ³ ）	2.0	3.2	4.0	4.0
林木（亩）	20,607.9	24,000.0	26,500.0	33,500.0
阻燃板（万 m ³ ）				5.6
单板层积材（万 m ³ ）				7.5
毛利率	19.8%	20.5%	20.6%	19.9%
纤维板	18.0%	18.8%	18.8%	18.8%
胶合板	8.6%	13.7%	15.0%	18.2%
林木	60.1%	55.3%	53.1%	52.2%
阻燃板				16.5%
单板层积材				15.5%

我们预计公司 2011-2013 年营业总收入分别为 9.46 亿元、9.83 亿元、13.92 亿元，归属于母公司所有者的净利润分别为 1.23 亿元、1.38 亿元和 1.8 亿元，同比分别增长 9%、12.3%和 30.2%，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.52 元、0.59 元和 0.77 元。

6.2、绝对估值

通过 FCFF 和 FCFE，我们认为公司合理的股价为 13.92 元。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.98%
$\beta(\beta_{\text{levered}})$	0.77
Rm-Rf	8.00%
$K_e(\text{levered})$	10.14%
税率	0.00%
Kd	6.58%
Ve	737.4
Vd	147.0
目标资本结构	15.00%
WACC	9.61%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	182.50	5.46%
第二阶段	1,175.57	35.20%
第三阶段（终值）	1,981.87	59.34%
企业价值 AEV	3,339.94	100.00%
加：非经营性净资产价值	119.83	3.59%
减：少数股东权益（市值）	0.00	0.00%
减：债务价值	147.00	-4.40%
总股本价值	3,312.77	99.19%
股本（百万股）	234.46	-
每股价值（元）	14.13	-

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
8.61%	15.51	16.21	17.03	17.98	19.10
9.11%	14.21	14.80	15.47	16.25	17.15
9.61%	13.07	13.57	14.13	14.77	15.50
10.11%	12.07	12.49	12.96	13.49	14.10
10.61%	11.19	11.54	11.94	12.39	12.89

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果		估 值	敏感度分析区间
FCFF	14.13	11.19	- 19.10	贴现率 $\pm 1\%$, 长期增长率 $\pm 1\%$
FCFE	13.71	10.11	- 19.64	贴现率 $\pm 1\%$, 长期增长率 $\pm 1\%$
DDM	13.36	10.65	- 17.79	贴现率 $\pm 1\%$, 长期增长率 $\pm 1\%$
APV	12.53	10.00	- 16.64	贴现率 $\pm 1\%$, 长期增长率 $\pm 1\%$
AE	13.10	10.72	- 17.06	贴现率 $\pm 1\%$, 长期增长率 $\pm 1\%$
EVA	10.50	9.00	- 13.07	贴现率 $\pm 1\%$, 长期增长率 $\pm 1\%$

资料来源：光大证券研究所

6.3、相对估值

我们选取林业上市公司作为可比类企业，2011 年行业平均的估值为 26 倍，2012 年为 23 倍。综合考量可比样本当前的估值水平，以及公司未来的成长性，我们给予其 2012 年 20 倍 PE，对应的合理股价为 11.80 元。

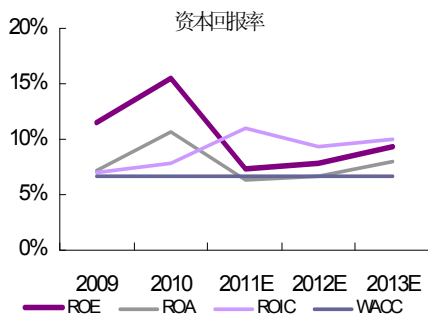
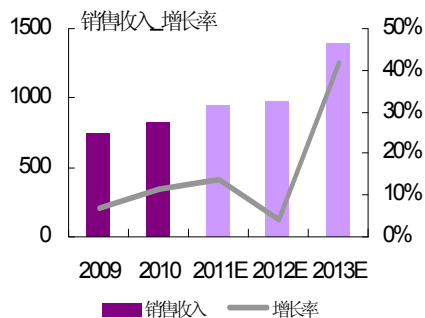
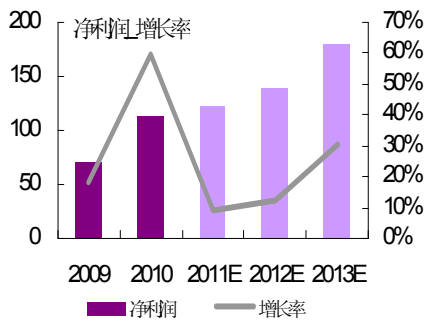
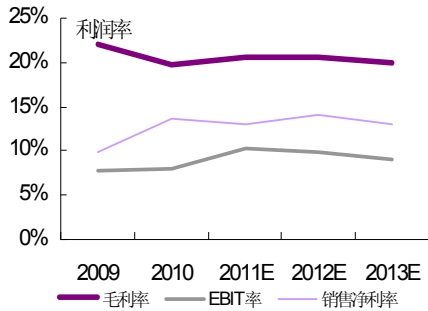
表 6：可比公司 2011-2012 年估值水平

证券代码	证券简称	2011 年 PE	2012 年 PE
000910.SZ	大亚科技	17	15
002240.SZ	威华股份	21	15
002043.SZ	兔宝宝	25	18
002259.SZ	升达林业	43	37
600189.SH	吉林森工	25	30
平均		26	23

资料来源：WIND、光大证券研究所

七、风险分析

我们认为公司的主要风险来自于：增值税退税率下调，募投项目进度低于预期、原材料价格上涨。



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	746	831	946	983	1,393
营业成本	581	667	752	780	1,116
折旧和摊销	48	51	71	76	82
营业税费	0	0	1	1	1
销售费用	68	60	60	62	88
管理费用	33	36	41	42	58
财务费用	11	8	13	-5	-7
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	48	59	85	103	134
利润总额	77	109	123	141	186
少数股东损益	2	0	0	0	0
归属母公司净利润	70.78	112.90	123.04	138.22	179.96

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,016	1,067	1,967	2,067	2,246
流动资产	519	602	1,501	1,506	1,707
货币资金	153	205	1,060	1,048	1,053
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	29	28	30	31	45
应收票据	77	46	52	54	77
其他应收款	13	14	16	16	23
存货	238	301	335	348	497
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	445	410	389	443	420
无形资产	48	49	63	75	71
总负债	404	341	289	288	329
无息负债	220	159	207	206	247
有息负债	184	182	82	82	82
股东权益	612	725	1,678	1,779	1,917
股本	176	176	234	234	234
公积金	258	263	1,046	1,060	1,078
未分配利润	178	286	397	484	605
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	120	150	204	192	100
净利润	71	113	123	138	180
折旧摊销	48	51	71	76	82
净营运资金增加	31	110	19	25	241
其他	-30	-124	-9	-48	-403
投资活动产生现金流	-69	-82	-66	-172	-60
净资本支出	22	20	66	172	60
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-91	-102	-132	-344	-120
融资活动现金流	-48	-16	716	-32	-35
股本变化	0	0	59	0	0
债务净变化	-12	-2	-100	0	0
无息负债变化	34	-61	48	-1	41
净现金流	3	52	854	-12	5

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	6.77%	11.41%	13.81%	3.91%	41.69%
净利润增长率	17.86%	59.52%	8.98%	12.34%	30.20%
EBITDA 增长率	-6.94%	10.55%	43.57%	2.87%	20.38%
EBIT 增长率	-15.00%	13.94%	47.13%	-0.89%	30.51%
盈利能力 (%)					
毛利率	22.11%	19.79%	20.54%	20.62%	19.90%
EBITDA 率	14.25%	14.14%	17.84%	17.66%	15.01%
EBIT 率	7.85%	8.03%	10.38%	9.90%	9.12%
税前净利润率	10.37%	13.07%	13.01%	14.35%	13.32%
税后净利润率 (归属母公	9.49%	13.58%	13.01%	14.06%	12.92%
ROA	7.20%	10.58%	6.26%	6.69%	8.01%
ROE (归属母公司) (摊	11.56%	15.57%	7.33%	7.77%	9.39%
经营性 ROIC	6.93%	7.92%	10.93%	9.35%	9.95%
偿债能力					
流动比率	1.64	2.34	7.27	7.32	6.93
速动比率	0.89	1.17	5.65	5.63	4.91
归属母公司权益/有息债务	3.33	3.99	20.46	21.69	23.38
有形资产/有息债务	5.24	5.57	23.18	24.25	26.48
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.30	0.48	0.52	0.59	0.77
每股红利	0.00	0.00	0.16	0.18	0.23
每股经营现金流	0.51	0.64	0.87	0.82	0.43
每股自由现金流(FCFF)	0.24	-0.03	0.33	-0.11	-0.40
每股净资产	2.61	3.09	7.16	7.59	8.18
每股销售收入	3.18	3.54	4.03	4.19	5.94

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com