



# 上市公司新股深度报告

证券研究报告  
造纸轻工—林木家具

合理价值区间：12.42-14.04 元

## 丰林集团（601996）

2011 年 09 月 20 日

### 发行价格及数量

|        |         |
|--------|---------|
| 发行价格   | 13-14 元 |
| 网下发行数量 | 1170 万股 |
| 网上发行数量 | 4692 万股 |

### 股本结构

|             |           |
|-------------|-----------|
| 总股本（万股）     | 17583.60  |
| 流通 A 股（万股）  | 5862      |
| B 股/H 股（万股） | 0.00/0.00 |

### 重要日期

|        |               |
|--------|---------------|
| 网下申购日  | 9 月 19 至 20 日 |
| 网上申购日  | 9 月 20 日      |
| 预计上市日期 | -             |

## 人造板行业领先企业

公司是是中国最大的木业企业集团之一，计划使用 IPO 募集资金开拓附加值更高的阻燃人造板、单板层积材等新产品，同时进一步巩固林木资源优势，完善“林木种植—人造板生产”产业链。

### 主要财务数据及预测

|             | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入增长率（%）  | 6.77%  | 11.41% | 8.87%  | 6.07%  | 31.16% |
| 净利润增长率（%）   | 17.9%  | 59.5%  | 11.15% | 12.24% | 20.82% |
| 毛利率（%）      | 22.11% | 19.79% | 20.90% | 20.60% | 19.95% |
| 每股经营性现金流（元） | 0.51   | 0.64   | 0.66   | 0.56   | 0.42   |
| 每股收益（元）     | 0.30   | 0.48   | 0.54   | 0.60   | 0.73   |

注：2009 年、2010 年每股经营性现金流、每股收益，按 IPO 后的总股本摊薄计算。

资料来源：海通证券研究所

- **国内人造板行业供应商龙头企业之一。**公司主要致力于中（高）密度纤维板、胶合板的生产和销售以及营林造林业务，主要产品为多种不同规格的中（高）密度纤维板。公司在广西建立了南宁、百色、环江、上思四个人造板生产基地，拥有 53 万 m<sup>3</sup>/a 的人造板产能，速丰林种植面积达 20 余万亩。
- **中国已经成为世界第一大人造板生产国。**我国人造板工业迅速发展，2009 年我国人造板产量超过全球总产量的 40%，成为人造板生产、消费和进出口贸易第一大国。我国城镇化进程的推进、“十二五”期间大规模保障房建设以及住房二次装修等因素，都将促进人造板的市场需求持续增长。
- **“林板一体化”是最大亮点。**经过 10 年的营林造林，公司在广西南宁、百色、环江等地营造速生丰产林 20 余万亩，主要树种为尾叶桉、尾巨桉、马尾松、杉树等。伴随集体林权制度改革的积极推进，公司计划未来几年加强资源储备，速丰林种植面积达 50-80 万亩。
- **募投项目。**公司拟利用募集资金 30438 万元投入包括桉树速生丰产林基地和人造板两类四个项目。项目实施后，公司将开拓产品附加值更高的阻燃人造板、单板层积材等新产品，将人造板产能由目前的 53 万 m<sup>3</sup>/a 提升至 71 万 m<sup>3</sup>/a，产能增幅达 34%；广西百色桉树速生丰产林基地项目预计新增速生林 82203 亩（公司已自筹资金于 2010 年造林 20904 亩），进一步巩固公司的林木资源优势。
- **盈利预测。**我们预计公司 2011-2013 年主营收入分别为 9.05 亿元、9.60 亿元和 12.59 亿元，归属于母公司所有者的净利润分别为 1.25 亿元、1.41 亿元和 1.70 亿元，按上市后总股本摊薄每股收益分别为 0.54 元、0.60 元和 0.73 元。
- **投资建议。**参照可比上市公司估值情况、公司成长情况和近期主板新股发行估值情况，给予丰林集团 2011 年 23-26 倍的估值，即合理价值区间为 12.42-14.04 元，对应 2010 年的 PE 为 25.88-29.25 倍。公司发行价为 13-14 元，建议谨慎申购。
- **风险提示。**税收优惠政策变化风险、纤维板行业竞争风险、原材料价格波动风险。

造纸轻工行业分析师

徐琳

SAC 执业证书编号：

S0850511040008

电话：021-23219767

Email: xl6048@htsec.com

联系人

马浩博 021-23219822

Email: mhb6614@htsec.com

## 目 录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 1. 丰林集团简介 .....                        | 4  |
| 1.1 国内人造板行业供应商龙头企业之一 .....             | 4  |
| 1.2 丰林集团公司架构 .....                     | 4  |
| 2. 纤维板行业正处于快速发展阶段 .....                | 5  |
| 2.1 我国已成为人造板生产、消费和进出口贸易第一大国 .....      | 5  |
| 2.2 纤维板行业集中度较低，产品结构性过剩，产业整合是必然趋势 ..... | 6  |
| 2.3 公司及主要竞争对手情况 .....                  | 7  |
| 3. 经营能力高效、同行业中排名前列 .....               | 7  |
| 3.1 自身经营能力高效 .....                     | 7  |
| 3.2 经营状况良好 .....                       | 8  |
| 4. “林板一体化”是最大亮点 .....                  | 10 |
| 5. IPO项目完善“林木种植—人造板生产”产业链 .....        | 11 |
| 6. 盈利预测 .....                          | 11 |
| 7. 投资建议 .....                          | 12 |
| 8. 风险提示 .....                          | 13 |

## 图目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 1 丰林集团发行后投资结构图 .....                | 5  |
| 图 2 2008—2011 年中国人造板产量 .....          | 6  |
| 图 3 2008—2011 年中国其他人造板销售产值 .....      | 6  |
| 图 4 2008—2011 年中国纤维板产量 .....          | 6  |
| 图 5 2008—2011 年中国纤维板销售产值 .....        | 6  |
| 图 6 2008—2011 年中国胶合板产量 .....          | 6  |
| 图 7 2008—2011 年中国胶合板销售产值 .....        | 6  |
| 图 8 丰林集团 2010 年主营业务收入结构 .....         | 7  |
| 图 9 丰林集团 2010 年毛利结构 .....             | 7  |
| 图 10 丰林集团近三年主营业务收入结构 .....            | 8  |
| 图 11 丰林集团近三年经营情况 .....                | 8  |
| 图 12 丰林集团近三年毛利率变化 .....               | 8  |
| 图 13 丰林集团近三年净利率变化 .....               | 8  |
| 图 14 丰林集团与同行业上市公司流动比率对比 (%) .....     | 9  |
| 图 15 丰林集团与同行业上市公司资产负债率对比 (%) .....    | 9  |
| 图 16 丰林集团与同行业上市公司盈利能力对比 (%) .....     | 9  |
| 图 17 丰林集团与同行业上市公司期间费用对比 (%) .....     | 9  |
| 图 18 丰林集团与同行业上市公司 ROE 对比 (%) .....    | 9  |
| 图 19 丰林集团与同行业上市公司每股经营性现金流对比 (%) ..... | 9  |
| 图 20 丰林集团与同行业上市公司应收账款周转率对比 (%) .....  | 10 |
| 图 21 丰林集团与同行业上市公司营运能力对比 (%) .....     | 10 |

## 表目录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 表 1 丰林集团 IPO 前后股权结构 .....              | 4  |
| 表 2 2010 年经营情况 .....                   | 4  |
| 表 3 公司及主要竞争对手情况 .....                  | 7  |
| 表 4 主要财务指标 .....                       | 8  |
| 表 5 公司林木资产按树种、树龄区分 .....               | 10 |
| 表 6 募投项目概况（万元） .....                   | 11 |
| 表 7 丰林集团未来三年利润表预测（万元） .....            | 12 |
| 表 8 相关上市公司最新收盘价估值一览（Wind 一致预期均值） ..... | 12 |
| 表 9 近期主板上市新股估值情况一览 .....               | 13 |

## 1. 丰林集团简介

### 1.1 国内人造板行业供应商龙头企业之一

丰林集团是中国最大的木业企业集团之一，世界银行集团国际金融公司（IFC）在广西的第一个战略投资合作伙伴。

公司主要致力于中（高）密度纤维板、胶合板的生产和销售以及营林造林业务，主要产品为多种不同规格的中（高）密度纤维板。公司在广西建立了南宁、百色、环江、上思四个人造板生产基地，拥有 53 万 m<sup>3</sup>/a 的人造板产能（其中纤维板产能为 49 万 m<sup>3</sup>/a、胶合板产能 4 万 m<sup>3</sup>/a），速丰林种植面积达 20 余万亩，主要树种为尾叶桉、尾巨桉、马尾松、杉树等。

### 1.2 丰林集团公司架构

公司本次 IPO 计划发行 5862 万股，发行后总股本不超过 6675 万股，新发股份占总股本的 25.01%。刘一川先生持有丰林国际 100% 的股权，是公司的实际控制人，发行后持股比例仍达到 53.94%。

表 1 丰林集团 IPO 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 | 12645.90 | 71.92   | 12645.90 | 53.94  |
|           |       | IFC  | 1710.00  | 9.73    | 1710.00  | 7.29   |
|           | 境内法人股 | 金石投资 | 1937.70  | 11.02   | 1937.70  | 8.27   |
|           |       | 南宁丰诚 | 990.00   | 5.63    | 990.00   | 4.22   |
|           |       | 湖北东亚 | 150.00   | 0.85    | 150.00   | 0.64   |
|           |       | 上海兴思 | 150.00   | 0.85    | 150.00   | 0.64   |
| 无限售条件流通股  |       | --   | --       | 5862.00 | 25.00    |        |
|           |       | 合计   | 17583.60 | 100.00  | 23445.60 | 100.00 |

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

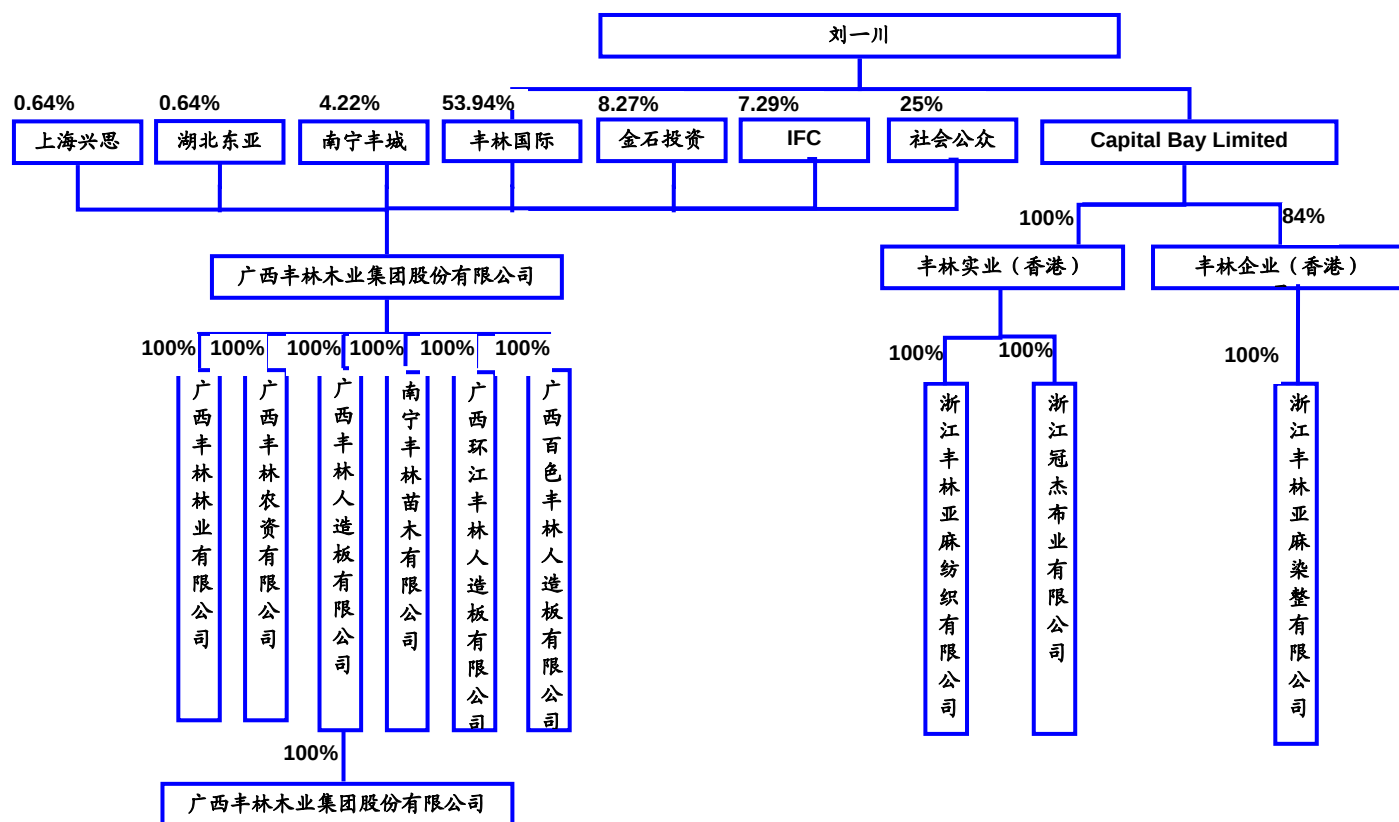
丰林集团目前拥有有 6 家全资子公司和 1 家全资孙公司，经营情况如下表。

表 2 2010 年经营情况

| 公司名称  | 主营业务    | 总资产      | 净资产      | 净利润     |
|-------|---------|----------|----------|---------|
| 百色丰林  | 纤维板     | 52893.37 | 40564.32 | 7078.33 |
| 环江丰林  | 纤维板     | 9902.59  | 8776.52  | 1420.44 |
| 丰林林业  | 营林      | 26066.75 | 15385.81 | 1333.15 |
| 丰林苗木  | 苗木培植、销售 | 148.35   | 130.63   | 26.50   |
| 丰林人造板 | 人造板     | 9603.76  | 9553.63  | -160.80 |
| 丰林农资  | 化肥等物资贸易 | 508.03   | 508.03   | 0.09    |
| 上思丰林  | 胶合板     | 8208.68  | 2141.23  | -413.00 |

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图 1 丰林集团发行后投资结构图



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

## 2. 纤维板行业正处于快速发展阶段

### 2.1 我国已成为人造板生产、消费和进出口贸易第一大国

我国人造板工业迅速发展，2009 年我国人造板产量超过全球总产量的 40%，成为人造板生产、消费和进出口贸易第一大国。截止 2011 年 7 月，国内人造板产量达到 11760.7 万 m<sup>3</sup>，同比增长 37.3%。我国城镇化进程的推进、“十二五”期间大规模保障房建设以及住房二次装修等因素，都将促进人造板的市场需求持续增长。

截止 2011 年 7 月，国内胶合板产成品产值 60 亿元，同比增长 25.4%；同期对应的胶合板销售产值达 1588 亿元，同比增长 41.7%，胶合板是产量最大的板种。

我国纤维板产量和消费量呈现快速增长态势，2000-2009 年中国纤维板产量复合增长率为 23.71%，消费量年复合增长率 20.65%。截止 2011 年 7 月，国内纤维板产量达到 2590.1 万 m<sup>3</sup>，同比增长 27.0%；对应的纤维板销售产值达 557.2 亿元，同比增长 26.5%。

截止 2011 年 7 月，国内其他人造板产值 527.9 亿元，同比增长 42.9%。

图 2 2008—2011 年中国人造板产量



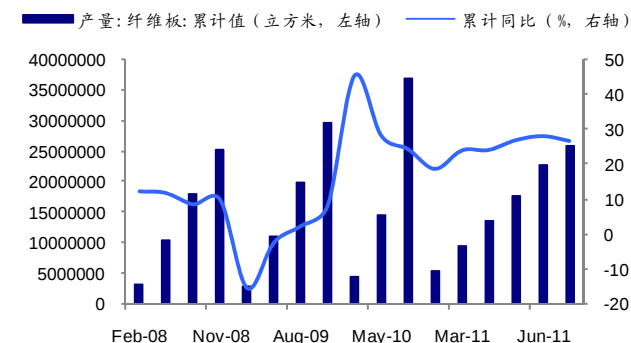
资料来源：WIND，海通证券研究所

图 3 2008—2011 年中国其他人造板销售产值



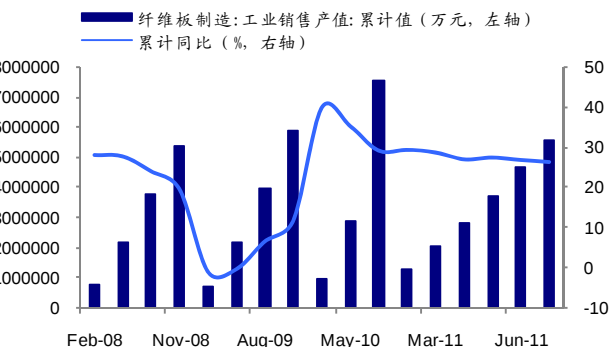
资料来源：WIND，海通证券研究所

图 4 2008—2011 年中国纤维板产量



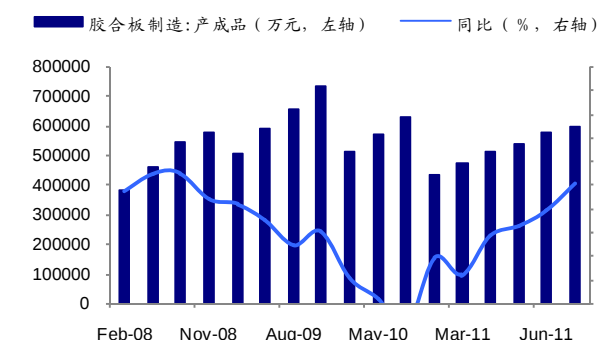
资料来源：WIND，海通证券研究所

图 5 2008—2011 年中国纤维板销售产值



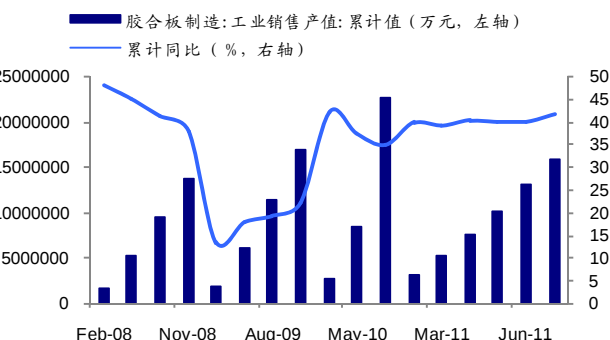
资料来源：WIND，海通证券研究所

图 6 2008—2011 年中国胶合板产量



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 7 2008—2011 年中国胶合板销售产值



资料来源：WIND，海通证券研究所

## 2.2 纤维板行业集中度较低，产品结构性过剩，产业整合是必然趋势

产业集中度较低，竞争激烈。我国纤维板行业目前还处于快速发展阶段，纤维板企业达 600 余家，行业龙头的市场占有率不足 4%，产业集中度较低，处于完全竞争状态。以 2009 年国内纤维板总产量 3489 万  $m^3$ ，约 700 条生产线估算，单线产能不足 5

万  $\text{m}^3/\text{a}$ ，低于《产业结构调整指导目录（2011 年本）》（现行有效）规定的 5 万  $\text{m}^3/\text{a}$  年的达标产能。

**产品结构性过剩，淘汰落后产能的呼声大。**由于前几年纤维板行业产能的迅速扩张，当前国内市场呈现“供求大体平衡”格局，多数生产线为单线 5 万  $\text{m}^3/\text{a}$  以下的“限制类”生产设备，随着人们对健康环保产品要求越来越高，淘汰落后产能的呼声也越来越大。同时市场内部已开始分化，环保等级较高、产品质量稳定的纤维板产品仍然供不应求，阻燃、防潮等功能型纤维板细分市场增长迅速，利润空间较大。

## 2.3 公司及主要竞争对手情况

表 3 公司及主要竞争对手情况

| 企业名称             | 地区 | 纤维板产能（万 $\text{m}^3$ ） | 原料林（万亩） |
|------------------|----|------------------------|---------|
| 大亚科技股份有限公司       | 江苏 | 118                    | 70      |
| 广东威华股份有限公司       | 广东 | 143                    | 64      |
| 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       |
| 广西丰林木业集团股份有限公司   | 广西 | 53                     | 21      |
| 上海绿洲实业有限公司       | 上海 | 50                     | -       |
| 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                     | -       |

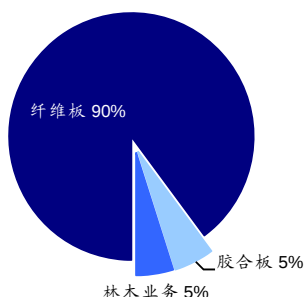
资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

## 3. 经营能力高效、同行业中排名前列

### 3.1 自身经营能力高效

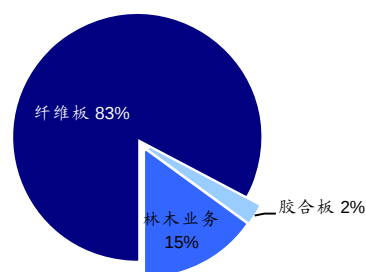
2010 年完成主营业务收入 8.29 亿元，实现净利润 1.13 亿元。其中中高密度纤维板是业务的主要来源，占主营业务收入的 90.02%，毛利占比 82.07%。

图 8 丰林集团 2010 年主营业务收入结构



资料来源：公司招股意向书

图 9 丰林集团 2010 年毛利结构

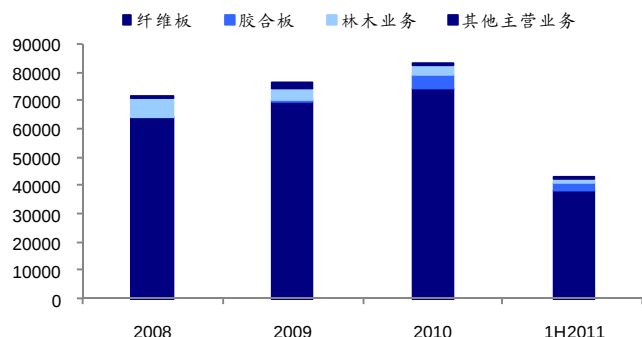


资料来源：公司招股意向书

金融危机导致 2008 年 9 月以来纤维板产品需求的下降，从而影响到公司产品的销售与产品毛利，使得公司 2009 年度净利润水平较 2008 年度有一定幅度的下降。随着国家扩大内需政策的出台，纤维板行业出现整体复苏，公司纤维板销售数量及销售价格也

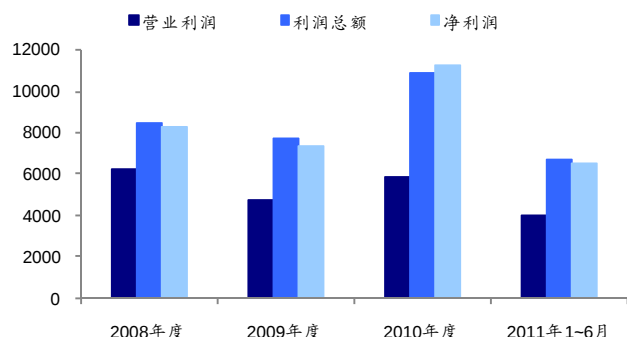
较 2009 年度同比有所增长, 因此公司 2010 年度的盈利状况也较 2009 年度有了明显的增长。

图 10 丰林集团近三年主营业务收入结构



资料来源: 公司招股意向书

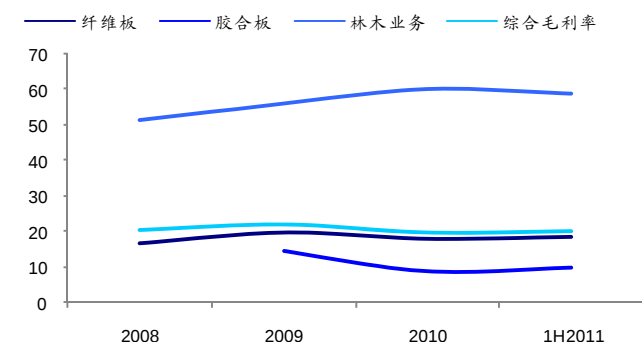
图 11 丰林集团近三年经营情况



资料来源: 公司招股意向书

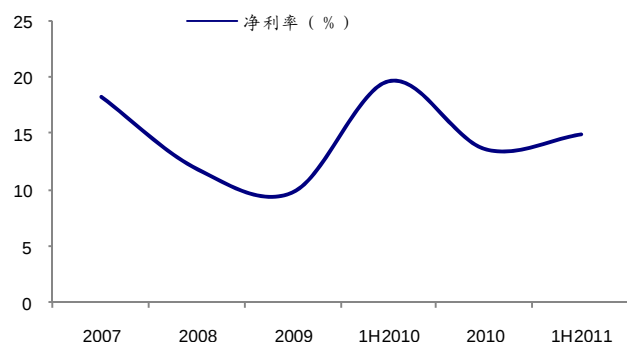
公司总体毛利率较为稳定, 纤维板毛利率水平基本持平, 林木业务毛利率高达 60% 随着此项业务稳定增长, 其他业务毛利率稳定, 带动公司整体毛利率上升。

图 12 丰林集团近三年毛利率变化



资料来源: 公司招股意向书

图 13 丰林集团近三年净利率变化



资料来源: WIND

### 3.2 经营状况良好

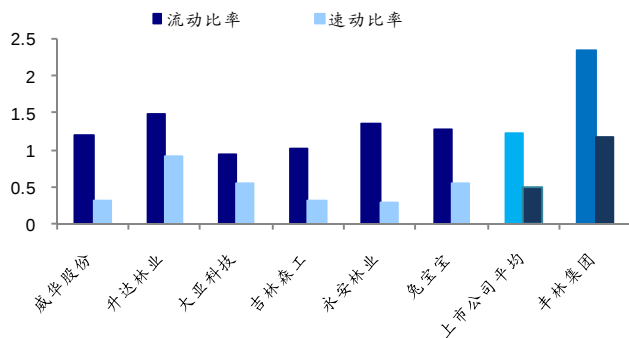
表 4 主要财务指标

| 主要财务指标 |                 | 2008  | 2009  | 2010  | 2011H |
|--------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 偿债能力   | 流动比率 (倍)        | 1.82  | 1.64  | 2.34  | 2.35  |
|        | 速动比率 (倍)        | 0.93  | 0.89  | 1.17  | 1.22  |
|        | 资产负债率 (%) (母公司) | 38.90 | 39.58 | 35.42 | 37.94 |
| 经营效率   | 存货周转率 (次)       | 2.92  | 2.49  | 2.45  | 1.11  |
|        | 应收账款周转率 (次)     | 17.76 | 20.16 | 27.08 | 12.93 |
|        | 总资产周转率          | 0.77  | 0.76  | 0.80  | 0.80  |
| 盈利能力   | 毛利率 (%)         | 20.45 | 22.11 | 19.79 | 20.49 |
|        | 净资产收益率 (%)      | 15.54 | 12.23 | 16.88 | 8.56  |
| 现金流    | 每股经营性现金流量       | 0.34  | 0.68  | 0.85  | 0.43  |
| 每股收益   | 按发行前股本摊薄        | 0.39  | 0.40  | 0.64  | 0.37  |

资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

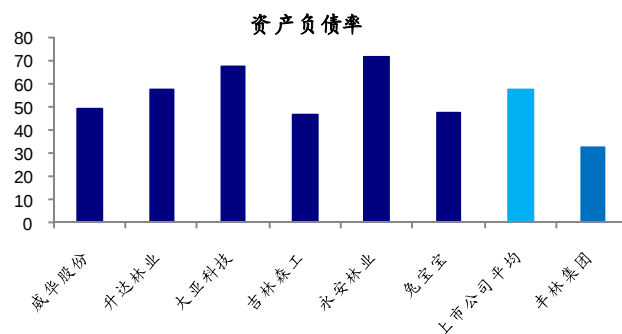
从主要财务数据来看,企业的盈利能力、盈利增长、运营能力、偿债能力都处于良好的状态。2010 年公司的流动比率和速动比率显著高于行业均值,而资产负债率较低,具有较强的偿债能力,也为公司进行下一步产能扩张、产业布局提供了良好的融资能力。

图 14 2010 年公司与同行业上市公司流动比率对比 (%)



资料来源: 公司招股意向书, 其他公司公告

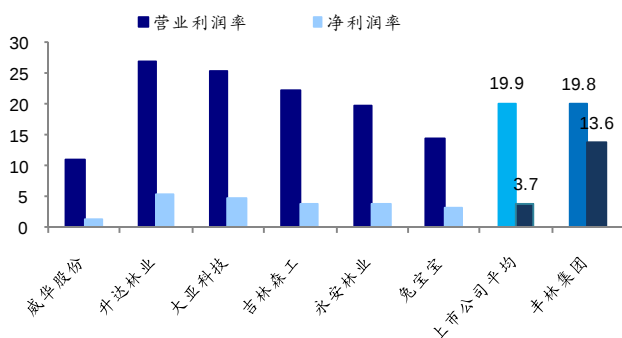
图 15 2010 年公司与同行业上市公司资产负债率对比 (%)



资料来源: 公司招股意向书, 其他公司公告

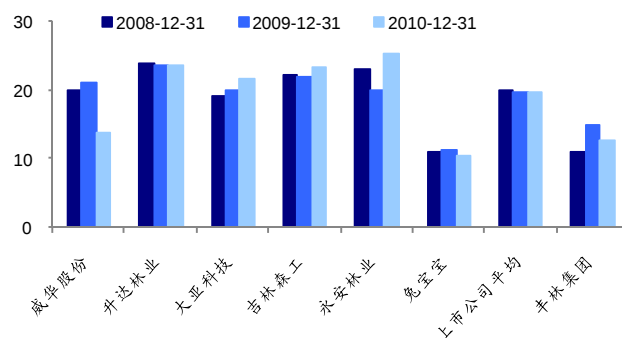
公司营业利润率接近行业平均水平,但净利润率大大高于行业同类公司。公司的期间费用率水平也处于行业均值水平以下,体现了较好的费用控制和管理能力。

图 16 2010 年公司与同行业上市公司盈利能力对比 (%)



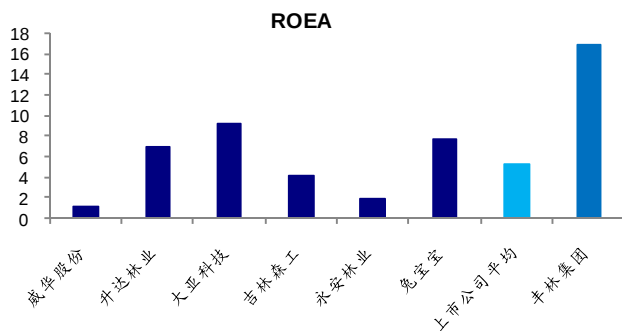
资料来源: 公司招股意向书, 其他公司公告

图 17 2010 年公司与同行业上市公司期间费用对比 (%)



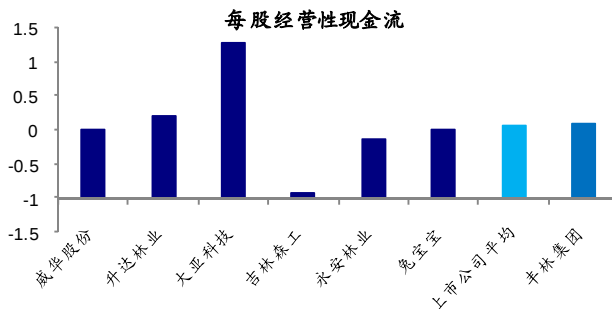
资料来源: 公司招股意向书, 其他公司公告

图 18 2010 年公司与同行业上市公司 ROE 对比 (%)



资料来源: 公司招股意向书, 其他公司公告

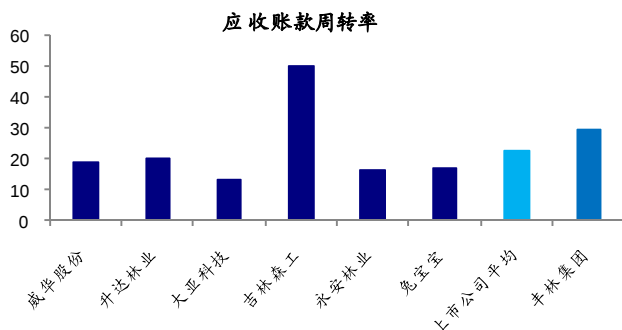
图 19 2010 年公司与同行业公司每股经营性现金流对比 (%)



资料来源: 公司招股意向书, 其他公司公告

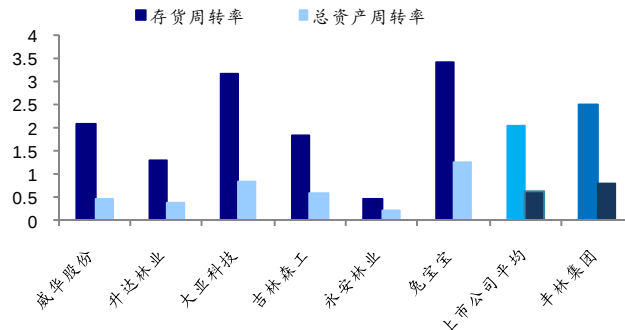
公司 2010 年存货周转率和总资产周转率处于较高水平，表明了公司资产周转量好，经营管理能力较强。

图 20 2010 年公司与同行业公司应收账款周转率对比 (%)



资料来源：公司招股意向书，其他公司公告

图 21 2010 年公司与同行业上市公司营运能力对比 (%)



资料来源：公司招股意向书，其他公司公告

## 4. “林板一体化”是最大亮点

我国是世界上森林资源最短缺的国家之一，森林覆盖率低，人均占有量少，林木项目的建设具有掌握稀缺资源的前瞻意义。目前，我国每年木材消耗量大约为 3.8 亿~4 亿  $m^3$ ，而国内森林蓄积供给量约为 3.65 亿  $m^3$ （折合木材约 2 亿  $m^3$ ），木材资源缺口较大。

**广西是我国最大的人工林、速丰林和经济林基地：**广西地处亚热带季风气候区，降水、光照、气温等自然条件十分适宜发展林业。广西人工林面积 7300 多万亩，速丰林面积 2700 多万亩，经济林面积 3300 万亩，每年商品材采伐限额 1313 万  $m^3$ ，四项林业关键指标均居全国第一。

表 5 公司林木资产按树种、树龄区分

|             | 造林面积 (万亩)    | 余额 (万元)         | 林木平均成本 (元/亩)  |
|-------------|--------------|-----------------|---------------|
| <b>桉树</b>   |              |                 |               |
| 0-1 年       | 1.53         | 1138.78         | 746.66        |
| 1-2 年       | 2.02         | 1500.42         | 742.66        |
| 2-3 年       | 3.36         | 3065.56         | 912.72        |
| 3-4 年       | 4.61         | 4572.69         | 991.2         |
| 4-5 年       | 2.42         | 1795.38         | 742.40        |
| 5-6 年       | 2.87         | 3065.60         | 1066.63       |
| <b>桉树小计</b> | <b>16.81</b> | <b>15138.42</b> | <b>900.56</b> |
| <b>松树</b>   |              |                 |               |
| 1-7 年       | 3.72         | 2219.36         | 596.48        |
| 8-15 年      | 0.34         | 369.74          | 1102.74       |
| <b>松树小计</b> | <b>4.06</b>  | <b>2589.10</b>  | <b>638.33</b> |
| <b>其他树种</b> | <b>0.01</b>  | <b>12.43</b>    | <b>907.41</b> |
| <b>合计</b>   | <b>20.88</b> | <b>17739.95</b> | <b>849.63</b> |

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

公司营林造林业务包括速丰林种植、苗木培育及林木（苗木）产品的销售，可为纤维板制、胶合板造提供配套原材料。经过 10 年的营林造林，公司在广西南宁、百色、

环江等地营造速生丰产林 20 余万亩。伴随集体林权制度改革的积极推进, 公司计划未来几年加强资源储备, 速丰林种植面积达 50-80 万亩。

## 5. IPO项目完善“林木种植—人造板生产”产业链

公司拟利用募集资金 30438 万元投资投入包括桉树速生丰产林基地和人造板两类四个项目。项目实施后, 公司将开拓产品附加值更高的阻燃人造板、单板层积材等新产品, 将人造板产能由目前的 53 万  $m^3/a$  提升至 71 万  $m^3/a$ , 产能增幅达 34%; 广西百色桉树速生丰产林基地项目预计新增速生林 82203 亩 (公司已自筹资金于 2010 年造林 20904 亩), 进一步巩固公司的林木资源优势。

表 6 募投项目概况 (万元)

| 序号 | 项目                                 | 总投资额     | 募集资金投入额  | 建设周期 | 公司预计新增收入 | 公司预计新增净利润 |
|----|------------------------------------|----------|----------|------|----------|-----------|
| 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 | 9303.33  | 9303.33  | 1 年  | 18910.00 | 2311.91   |
| 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          | 9734.35  | 7675.55  | 6 年  | 0.00     | 0.00      |
| 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 | 7020.99  | 7020.99  | 1 年  | 17233.33 | 1614.60   |
| 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  | 6438.07  | 6438.07  | 1 年  | 17233.33 | 1508.23   |
|    | 合计                                 | 32496.74 | 30437.94 |      | 53376.66 | 5434.74   |

资料来源: 公司招股意向书, 海通证券研究所

项目 2 计划在广西百色地区营造桉树速生丰产林 82203 亩 (2010 年造林 20904 亩、2011 年造林 19705 亩、2012 年造林 20949 亩、2013 年造林 20,645 亩), 2010-2013 年完成造林, 造林后抚育 3 年 (含当年), 在项目的两个轮伐期内可产桉树木材 102.75 万  $m^3$ , 木质原料 6.58 万吨, 累计可实现销售收入 54812.96 万元, 净利润 22302.13 万元。

## 6. 盈利预测

目前公司经营情况良好, 纤维板和胶合板以及林业能够为公司提供持续的业绩增长, 募投项目 2012 年达产, 2013 贡献业绩。我们在以下假设条件的基础上进行未来三年的收入及成本预测。

(1) 2011、2012 年, 人造板业务维持稳定。公司各纤维板纤维板已处于满负荷生产状态, 募投项目预计于 2012 年底投产, 2013 年产能利用率达 70%。在此之前不排除公司通过外购整合扩张产能, 但我们做盈利预测时暂不考虑外延式扩张的影响。

(2) 上思丰林胶合板业务 2010 年由于技改产能利用率仅为 50%, 我们预计 2011-2013 年产能利用率提升至 75%、100%、100%。毛利率稳定;

(3) 林木业务 2001 年种植的桉树林进入第二轮轮伐期, 2006 年种植的桉树林进入第一轮轮伐期。

(4) 2011 年募集资金到位, 有助于降低财务费用。

(5) 增值税优惠政策延续。

我们预计公司 2011-2013 年主营收入分别为 9.05 亿元、9.60 亿元和 12.59 亿元,

归属于母公司所有者的净利润分别为 1.25 亿元、1.41 亿元和 1.70 亿元，按上市后总股本摊薄每股收益分别为 0.54 元、0.60 元和 0.73 元。

表 7 丰林集团未来三年利润表预测（万元）

|               | 2008     | 2009     | 2010     | 2011E    | 2012E    | 2013E     |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 主营业务收入        | 69871.13 | 74601.13 | 83113.63 | 90485.18 | 95977.47 | 125887.97 |
| 主营业务收入增长率（%）  | -5.27%   | 6.77%    | 11.41%   | 8.87%    | 6.07%    | 31.16%    |
| 主营业务成本        | 55582.21 | 58107.11 | 66663.36 | 71575.82 | 76210.76 | 100770.60 |
| 主营业务税金及附加     | 0.12     | 4.09     | 3.21     | 452.43   | 479.89   | 629.44    |
| 营业费用          | 3790.37  | 6764.33  | 6015.17  | 4925.24  | 5038.10  | 6516.67   |
| 管理费用          | 3168.34  | 3269.47  | 3563.04  | 3801.61  | 4117.73  | 5110.47   |
| 财务费用          | 668.28   | 1134.37  | 791.92   | 145.05   | -67.47   | -59.12    |
| 投资收益          | 0.00     | 46.39    | 0.40     | 0.40     | 0.40     | 0.40      |
| 营业外收支净额       | 2228.15  | 2969.63  | 4977.63  | 3391.80  | 3779.68  | 4049.70   |
| 利润总额          | 8451.43  | 7739.32  | 10860.45 | 12882.51 | 14459.18 | 17469.38  |
| 所得税           | 193.19   | 417.49   | -429.64  | 333.93   | 374.80   | 452.83    |
| 少数股东损益        | 2253.30  | 244.31   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00      |
| 净利润           | 8258.25  | 7321.82  | 11290.09 | 12548.58 | 14084.38 | 17016.55  |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 6004.94  | 7077.51  | 11290.09 | 12548.58 | 14084.38 | 17016.55  |
| 净利润增长率（%）     | -31.0%   | 17.9%    | 59.5%    | 11.15%   | 12.24%   | 20.82%    |
| 稀释每股收益（元）     | 0.26     | 0.30     | 0.48     | 0.54     | 0.60     | 0.73      |

资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

## 7. 投资建议

我们选取了同行业上市公司以及相关行业和市场的市盈率来做参考。

我们认为已上市同类公司及近期发行上市的主板公司对丰林集团的定价或者说发行价、首日涨幅以及合理的估值水平具有重要的影响。参照可比上市公司估值情况、公司成长情况和近期主板新股发行估值情况，考虑到近两年产能瓶颈使得业绩增长受限，给予公司 2011 年 23-26 倍的估值，即合理价值区间为 12.42-14.04 元，对应 2010 年的 PE 为 25.88-29.25 倍。公司发行价为 13-14 元，建议谨慎申购。

表 8 相关上市公司最新收盘价估值一览（Wind 一致预期均值）

| 更新时间      | 2011-09-19 | 最新收盘价 PE（倍） |       |       |
|-----------|------------|-------------|-------|-------|
| 代码        | 简称         | 2010A       | 2011E | 2012E |
| 000592.SZ | 中福实业       | 76.46       | 53.20 | 47.35 |
| 000910.SZ | 大亚科技       | 17.88       | 15.21 | 7.47  |
| 002043.SZ | 兔宝宝        | 64.04       | 39.56 | 24.59 |
| 002240.SZ | 威华股份       | 177.65      | 28.97 | 18.05 |
| 600189.SH | 吉林森工       | 58.45       | 45.36 | 31.95 |
| 600321.SH | 国栋建设       | 91.34       | 21.21 | 29.07 |
| 相关市场：     | 全部 A 股     | 16.51       | 12.34 | 10.16 |
|           | 上证 A 股     | 13.76       | 10.65 | 8.91  |
|           | 人造板制造业     | 34.82       | 25.54 | 13.74 |
| 均值        |            | 61.21       | 28.00 | 21.25 |

资料来源：WIND，海通证券研究所

表 9 近期主板上市新股估值情况一览

| 更新时间<br>代码 | 2011-09-19<br>简称 | 上市日期       | 发行价<br>(元) | 发行 PE (倍) |       |       | 首日<br>收盘价 (元) | 最新<br>收盘价 (元) | 首日收盘<br>涨幅 (%) | 最新收盘<br>涨幅 (%) |
|------------|------------------|------------|------------|-----------|-------|-------|---------------|---------------|----------------|----------------|
|            |                  |            |            | 2010E     | 2011E | 2012E |               |               |                |                |
| 601677.SH  | 明泰铝业             | 2011-09-07 | 20.00      | 33.33     | 22.63 | 17.74 | 18.26         | 18.26         | -8.70          | 0.00           |
| 601908.SH  | 京运通              | 2011-08-29 | 42.00      | 53.47     | 27.14 | 21.50 | 46.63         | 35.18         | 11.02          | -16.24         |
| 601886.SH  | 江河幕墙             | 2011-08-09 | 20.00      | 37.04     | 25.96 | 16.74 | 26.35         | 20.26         | 31.75          | 1.30           |
| 601789.SH  | 宁波建工             | 2011-08-05 | 6.39       | 31.95     | 20.65 | 15.71 | 11.23         | 8.83          | 75.74          | 38.18          |
| 601636.SH  | 旗滨集团             | 2011-08-04 | 9.00       | 18.75     | 25.97 | 19.91 | 14.15         | 10.45         | 57.22          | 16.11          |
| 601901.SH  | 方正证券             | 2011-08-01 | 3.90       | 19.50     | 24.62 | 19.94 | 5.60          | 6.86          | 43.59          | 75.90          |
| 601222.SH  | 林洋电子             | 2011-08-01 | 18.00      | 31.82     | 22.78 | 18.36 | 21.97         | 14.68         | 22.06          | -18.44         |
| 601058.SH  | 赛轮股份             | 2011-06-22 | 6.88       | 23.97     | 18.47 | 13.73 | 10.02         | 9.29          | 45.64          | 35.03          |
| 601798.SH  | 蓝科高新             | 2011-06-10 | 11.00      | 34.38     | 22.08 | 16.12 | 13.53         | 13.19         | 23.00          | 19.91          |
| 601567.SH  | 三星电气             | 2011-06-02 | 20.00      | 27.21     | 21.16 | 16.71 | 18.91         | 15.79         | -5.45          | -21.05         |
| 主板均值       |                  |            |            | 31.14     | 23.15 | 17.65 |               |               | 26.90          | 11.88          |

资料来源：海通证券研究所，WIND

## 8. 风险提示

**税收优惠政策变化的风险。**根据财政部、税务总局、发改委的相关规定，公司享有以林区三剩物和次小薪材为原料生产加工的纤维板产品享受增值税即征即退的优惠政策、西部大开发减按 15% 所得税优惠税率、资源综合利用销售收入享受减按 90% 计应纳税收入总额的优惠政策、林木的培育和种植所得享受免征企业所得税等等税收优惠政策。公司享受的增值税、所得税税收优惠金额占公司净利润比重较大，若上述税收优惠政策调整或变化、以及税收优惠期满，将对公司的盈利水平产生不利影响。

**纤维板行业竞争的风险。**我国纤维板行业目前还处于快速发展阶段，产业集中度较低，竞争激烈。数量较多的小企业存在技术设备落后、甲醛释放超标、原材料利用率低的情况，往往采取低价恶性竞争手段，影响了行业整体盈利水平，纤维板行业淘汰落后产能的呼声越来越高。

**原材料价格波动的风险。**公司纤维板产品主要生产原材料为林区三剩物、次小薪材，2008 年度、2009 年度、2010 年度和 2011 年 1~6 月，木质原料占纤维板成本的比例分别为 36.53%、41.03%、41.62% 和 39.78%，木质原料的采购价格以及占纤维板成本的比例均呈上升趋势；公司其他主要原材料甲醛、尿素等化工产品的价格与石油等资源商品的价格关联性强，价格波动幅度较大，上述原材料价格波动在一定程度上影响公司盈利空间。

## 信息披露

### 分析师声明

徐琳：造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：晨鸣纸业、博汇纸业、太阳纸业、景兴纸业、东港股份、美盈森、合兴包装、宜华木业、宁基股份、星辉车模

### 投资评级说明

|                                                                                                                                        |        |    |                                                    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|----|----------------------------------------------------|
| <div>1. 投资评级的比较标准</div> <div>投资评级分为股票评级和行业评级</div> <div>以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;</div> | 类别     | 评级 | 说明                                                 |
|                                                                                                                                        | 股票投资评级 | 买入 | 个股相对大盘涨幅在 15%以上;                                   |
|                                                                                                                                        |        | 增持 | 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;                              |
|                                                                                                                                        |        | 中性 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;                               |
|                                                                                                                                        |        | 减持 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;                              |
|                                                                                                                                        |        | 卖出 | 个股相对大盘涨幅低于-15%。                                    |
| <div>2. 投资建议的评级标准</div> <div>报告发布日后的 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。</div>                                                       | 行业投资评级 | 增持 | 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;<br>行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间; |
|                                                                                                                                        |        | 中性 |                                                    |
|                                                                                                                                        |        | 减持 | 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。                               |

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长  
(021) 63411619  
wangym@htsec.com

高道德 副所长  
(021) 63411586  
gaodd@htsec.com

路 颖 副所长  
(021) 23219403  
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理  
(021) 23219422  
kljiang@htsec.com

### 宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434  
汪 辉 (021) 23219432  
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com  
wanghui@htsec.com  
liutj@htsec.com

### 联系人

高 远 (021) 23219669  
李 宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com  
lin@htsec.com

### 策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197  
吴一萍 (021) 23219387  
荀玉根 (021) 23219658

chenrm@htsec.com  
wuyiping@htsec.com  
xyg6052@htsec.com

### 联系人

王 旭 (021) 23219396  
汤 慧 (021) 23219733

wx5937@htsec.com  
tangh@htsec.com

### 基金研究团队

姜 静 (021) 23219450  
单开佳 (021) 23219448  
倪韵婷 (021) 23219419  
罗 震 (021) 23219326  
唐洋运 (021) 23219004

loujing@htsec.com  
shankj@htsec.com  
niyt@htsec.com  
luozh@htsec.com  
tangyy@htsec.com

### 联系人

徐益鋈 (021) 23219443  
陈 瑶 (021) 23219645

xuyj@htsec.com  
chenyao@htsec.com

### 金融工程研究团队

吴先兴 (021) 23219449  
丁鲁明 (021) 23219068  
郑雅斌 (021) 23219395

wuxx@htsec.com  
dinglm@htsec.com  
zhengyb@htsec.com

### 联系人

冯佳睿 (021) 23219732  
朱剑涛 (021) 23219745  
张欣慰 (021) 23219370

fengjr@htsec.com  
zhujt@htsec.com  
zxw6607@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445

jiangjx@htsec.com

### 政策研究团队

陈久红 (021) 23219393 chenjiuhong@htsec.com  
陈峥嵘 (021) 23219433 zrchen@htsec.com

### 计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409

chenmf@htsec.com

### 联系人

袁兵兵 (021) 23219770  
蒋 科 (021) 23219474

ybb6053@htsec.com  
jiangk@htsec.com

### 煤炭行业

朱洪波 (021) 23219438  
刘惠莹 (021) 23219441

zhib6065@htsec.com  
liuhy@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

路 颖 (021) 23219403  
潘 鹤 (021) 23219423  
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com  
panh@htsec.com  
wanglt@htsec.com

### 联系人

李宏科 (021) 23219671

lhk6064@htsec.com

### 建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422

kljiang@htsec.com

### 联系人

赵 健 (021) 23219472  
张显宁 (021) 23219813

zhaoj@htsec.com  
zxn6700@htsec.com

### 石油化工行业

邓 勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

### 联系人

王晓林 (021) 23219812

wxl6666@htsec.com

### 机械行业

龙 华 (021) 23219411

longh@htsec.com

### 联系人

何继红 (021) 23219674  
熊哲颖 (021) 23219407

hejh@htsec.com  
xzy5559@htsec.com

### 农林牧渔行业

丁 频 (021) 23219405

dingpin@htsec.com

### 联系人

夏 木 (021) 23219748

xiam@htsec.com

### 纺织服装行业

卢媛媛 (021) 23219610

lyy5991@htsec.com

### 非银行金融行业

董 乐 (021) 23219374

dl5573@htsec.com

### 联系人

黄 娟 (021) 23219638  
汤 婧 (021) 23219809

hm6139@htsec.com  
tj6639@htsec.com

### 电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413

qiucc@htsec.com

### 联系人

张孝达 (021) 23219697

zhangxd@htsec.com

### 互联网及传媒行业

### 联系人

白 洋 (021) 23219646

baiyang@htsec.com

### 交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420

ymniu@htsec.com

### 联系人

钱列飞 (021) 23219104  
虞 楠 (021) 23219382  
李 晨 (021) 23219817

qianlf@htsec.com  
yun@htsec.com  
lc6668@htsec.com

### 汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473

zhaocx@htsec.com

冯梓钦 (021) 23219402

fengzq@htsec.com

### 食品饮料行业

赵 勇 (0755) 82775282

zhaoyong@htsec.com

齐 莹 (021) 23219166

qiy@htsec.com

### 钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

### 医药行业

### 联系人

刘 宇 (021) 23219608

liuy4986@htsec.com

刘 杰 (021) 23219269

liuj5068@htsec.com

冯皓琪 (021) 23219709

fhq5945@htsec.com

### 有色金属行业

### 联系人

刘 博 (021) 23219401

liub5226@htsec.com

### 基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267

caoxf@htsec.com

### 联系人

易团辉 (021) 23219737  
张 瑞 (021) 23219634

yith@htsec.com  
zr6056@htsec.com

|                                                                                                                                               |                                                                                                          |                                                                                                                                                                                                |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>家电行业</b><br>陈子仪 (021) 23219244    chenzy@htsec.com<br>联系人<br>孔维娜 (021) 23219223    kongwn@htsec.com                                        | <b>建筑建材行业</b><br>联系人<br>赵健 (021) 23219472    zhaoj@htsec.com                                             | <b>电力设备及新能源行业</b><br>张浩 (021) 23219383    zhangh@htsec.com<br>牛品 (021) 23219390    np6307@htsec.com<br>联系人<br>房青 (021) 23219692    fangq@htsec.com<br>徐柏乔 (021) 23219171    x bq6583@htsec.com |
| <b>公用事业</b><br>陆凤鸣 (021) 23219415    lufm@htsec.com<br>联系人<br>汤砚卿 (021) 23219768    tyq6066@htsec.com                                         | <b>银行业</b><br>联系人<br>刘瑞 (021) 23219635    lr6185@htsec.com                                               | <b>社会服务业</b><br>林周勇 (021) 23219389    lzy6050@htsec.com<br>联系人<br>胡宇飞 (021) 23219810    hyf6699@htsec.com                                                                                      |
| <b>房地产业</b><br>涂力磊 (021) 23219747    tll5535@htsec.com<br>谢盐 (021) 23219436    xiey@htsec.com<br>联系人<br>贾亚童 (021) 23219421    jiayt@htsec.com | <b>造纸轻工行业</b><br>徐琳 (021) 23219767    xl6048@htsec.com<br>联系人<br>马浩博 (021) 23219822    mhb6614@htsec.com |                                                                                                                                                                                                |

## 海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理  
(021) 63609993  
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理  
(021) 23219381  
hzh@htsec.com

|                                                                                                                                                                                                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                         |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>深广地区销售团队</b><br>蔡铁清 (0755) 82775962    ctq5979@htsec.com<br>刘晶晶 (0755) 83255933    liujj4900@htsec.com<br>辜丽娟 (0755) 83253022    gulj@htsec.com<br>高艳娟 (0755) 83254133    gyj6435@htsec.com | <b>上海地区销售团队</b><br>高 溱 (021) 23219386    gaoqin@htsec.com<br>季唯佳 (021) 23219384    jiwj@htsec.com<br>胡雪梅 (021) 23219385    huxm@htsec.com<br>黄 毓 (021) 23219410    huangyu@htsec.com<br>朱 健 (021) 23219592    zhuj@htsec.com<br>肖文宇 (021) 23219442    xiaowuy@htsec.com<br>王丛丛 (021) 23219454    wcc6132@htsec.com | <b>北京地区销售团队</b><br>孙 俊 (010) 58067988    sunj@htsec.com<br>张广宇 (010) 58067931    zgy5863@htsec.com<br>殷怡琦 (010) 58067944    yinyiq@htsec.com<br>王秦豫 (010) 58067930    wqy6308@htsec.com |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219000

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com