

福建金森 (002679)
林业/农林牧渔
发布时间: 2012-06-06

报告类型 / 新股定价报告

纯粹的木材生产销售区域龙头

定价区间
11.25 ~ 13.5元

报告摘要:

福建金森林业股份有限公司是一家专注于森林种植培育, 森林保有管护, 木材和绿化苗木生产销售的区域性龙头企业。公司现经营的森林资源位于福建的杉木中心产区, 也是全国杉木商品材的重要产区之一, **拥有森林资源面积 44.19 万亩, 林木蓄积量 362.07 万立方米。**

公司竞争优势: 1、用材林比例高, 采伐限额稳定: 相比全国状况, 公司的公益林比例低, 人工林比例较高, 并且公司的人工林全部为用材林; 2、地处“南用”林区, 坐享资源优势: 公司经营区集中在南方重点林业县之福建省将乐县, 立地条件优越, 十分有利于植物快速生长。3、专业营林技术优势: 公司聚集了三家原国有林场的营林技术、育林经验和经营基础, 技术团队完整, 专业性强, 病虫害成灾率平均在 0.3‰以下, 森林火灾受害率平均在 0.7‰以下。

公司成长分析: 1、木材价格稳步上升: 我国森林资源匮乏, 木材的市场供需存在较大缺口。经济的发展、国外对森林采伐出口管制的加强, 以及本地区择伐的推广, 构成木材价格上涨的推动力。2004 年以来, 木材市场价格总体上处于稳步上升的趋势。2、林地收购, 加速资源整合: 由于森林培育周期长, 小规模业主面临着资金回收压力和采伐限额的不确定性, 易转让经营。2007-2011 年, 公司收购林地面积分别为 2.07 万亩、10.86 万亩、1.01 万亩 1.31 万亩和 0.38 万亩, 上市后仍有可能继续收购当地林业资源。

募投项目分析: 本次公开发行所募集资金将用于公司商品材基地并购项目, 预收购福建省将乐县 12 个乡镇、林权面积 11.67 万亩 (有林地面积为 10.67 万亩), 蓄积量 118 万立方米的林木资源资产, 计划投入募集资金 2.57 亿元。此次资源整合后, 公司的林权面积将由 44.99 万亩增加至 56.66 万亩。

盈利预测与投资建议: 2012-2014 年, 预计公司可实现销售收入 1.64 亿元、1.84 亿元和 1.99 亿元, EPS 分别为 0.45 元、0.56 元和 0.59 元。参考同类上市公司, 给予 12 年 25-30 倍 PE, 公司合理价值区间为 11.25-13.50 元。

风险提示: 1、森林采伐管理变化的风险; 2、灾害风险

发行数据

发行价 (元)	12.00
发行规模 (百万股)	34.68
发行后总股本 (百万股)	138.68
B 股/H 股 (百万股)	
网上申购日期	2012/5/23
上市日期	2012/6/5
主承销商	红塔证券股份有限公司

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	110	128	163	184	199
(+/-)%	32%	16%	28%	13%	8%
净利润	40	47	63	78	82
(+/-)%	25%	17%	34%	24%	6%
每股收益 (元)	0.38	0.45	0.45	0.56	0.59
市盈率	-	-	-	-	-
总股本 (百万股)	104.00	104.00	138.68	138.68	138.68

证券分析师: 郭伟明

执业证书编号: S0550512030002

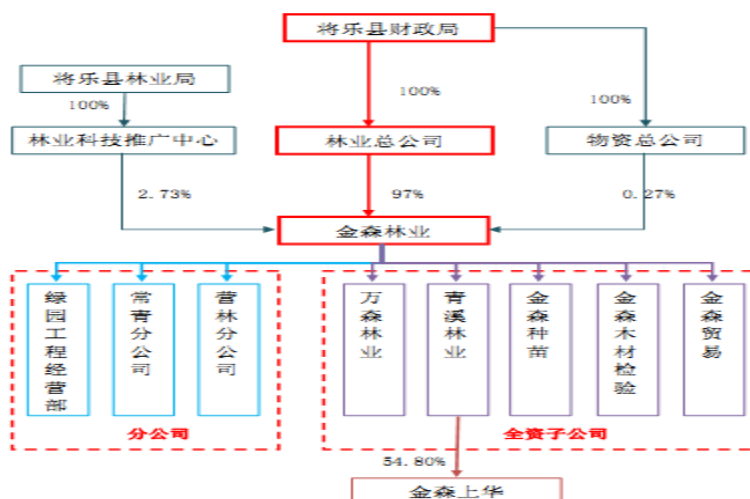
(021)20361110 guoweiming@nesc.cn

1. 纯粹的木材生产销售企业

福建金森林业股份有限公司是一家专注于森林种植培育，森林保有管护，木材和绿化苗木生产销售的区域性龙头企业。公司通过了 FSC 国际森林认证，南方集体林区中，是用材林蓄积量最大的企业。

福建金森前身为福建将乐县常青林木建设投资有限公司，IPO 之前为 100% 国有控股。公司现经营的森林资源位于福建的杉木中心产区，也是全国杉木商品材的重要产区之一，目前公司森林资源面积 44.19 万亩，林木蓄积量 362.07 万立方米。

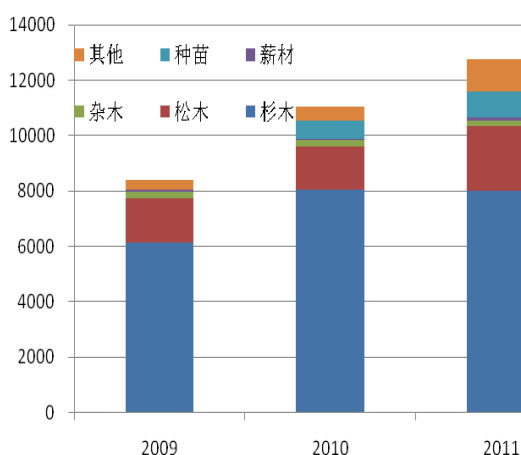
图 1：公司股权结构图



资料来源：招股说明书

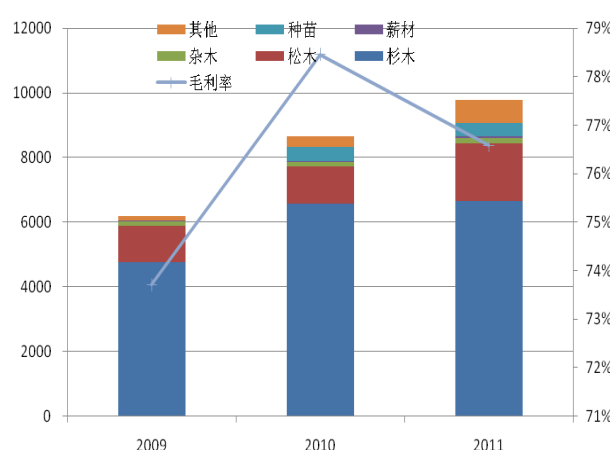
2009-2011 年公司实现营业总收入 8,393 万元、11,043 万元和 12,760 万元，实现毛利 6,186 万元、8,665 万元和 9,772 万元，毛利率分别为 73.71%、78.46%和 76.58%；其中杉木销售是主要的收入和利润来源，收入占比分别为 71.11%、76.03%和 68.95%，毛利占比分别为 76.82%、75.88%和 68.05%。

图 2：公司营业收入占比



数据来源：招股说明书

图 3：公司毛利占比和毛利率

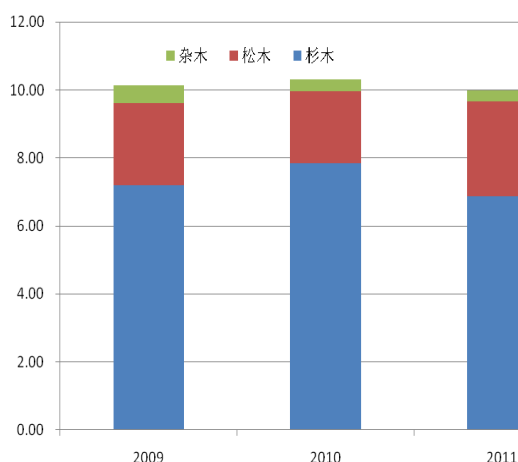


数据来源：招股说明书

2009-2011 年公司实际获得木材生产计划蓄积量分别为 14.88 万立方米、16.81 万立方米和 15.95 万立方米；计划出材量分别为 11.15 万立方米、12.60 万立方米和 11.17 万立方米。

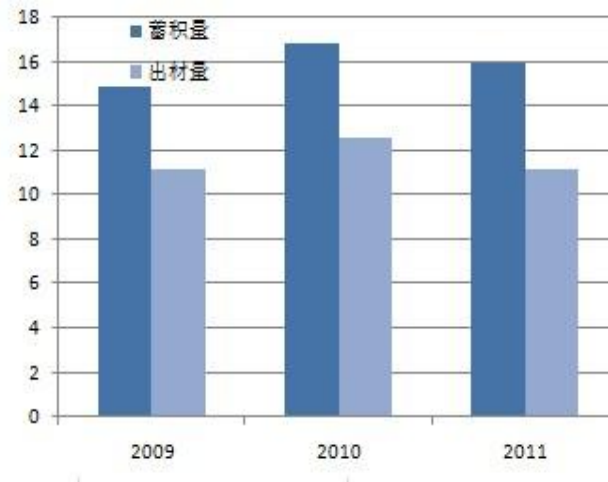
而过去三年，公司实际销售木材 10.14 万立方米、10.32 万立方米和 9.97 万立方米，其中，杉木销售量占比最大，分别为 7.21 万立方米、7.84 万立方米和 6.88 万立方米，松木销售量其次，分别为 2.39 万立方米、2.11 万立方米和 2.78 万立方米，杂木销售量最少，分别为 0.53 万立方米、0.37 万立方米和 0.31 万立方米。

图 4：公司木材销售量



数据来源：招股说明书

图 5：公司蓄积量和出材量



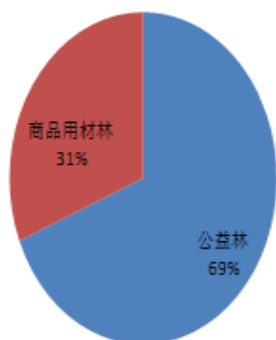
数据来源：招股说明书

2. 公司竞争优势

2.1. 用材林比例高 采伐限额稳定

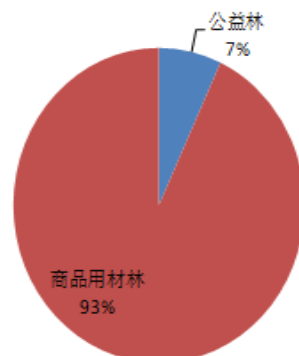
从区域划分来看，我国森林实施“东扩、西治、南用、北休”的基本发展策略；从采伐限额结构看，我国公益林基本不允许商业性采伐。全国 14.67% 的人工林安排了约 70% 的采伐限额，85.33% 的天然林安排了约 30% 的采伐限额。相比全国状况，公司的公益林比例低，人工林比例较高，并且公司的人工林全部为用材林，全国的人工林还包括了“三北”防护林等大量的公益林。

图 6：全国林木蓄积量比例



数据来源：招股说明书

图 7：公司林木蓄积量比例

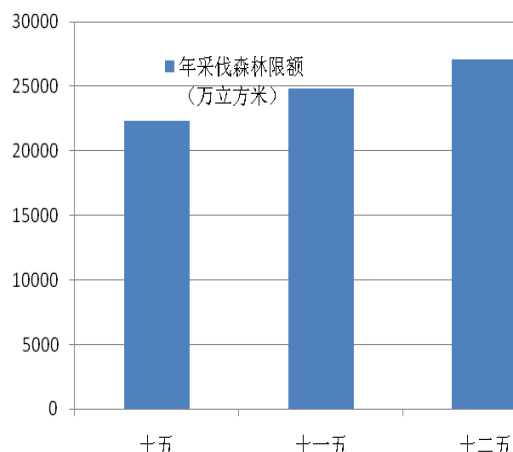


数据来源：招股说明书

“十二五”期间，全国年森林采伐总限额比“十一五”期间增加 2290 万立方米，扣除短轮伐期用材林增加限额后持平，其中天然林采伐限额减少 846.1 万立方米，人工林增加 3136 万立方米；福建省“十二五”期间采伐总限额与“十一五”基本持平。

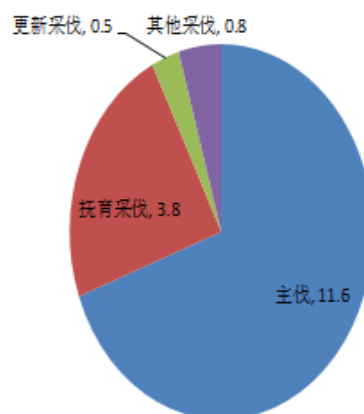
根据福建省林业厅《关于福建金森林业股份有限公司森林采伐限额和木材生产计划等问题的复函》，公司“十二五”期间年森林采伐限额合计为 16.65 万立方米，木材生产计划采伐量为限额的 90%，即为 14.98 万立方米，出材量按 70% 计算，则出材量为 10.49 万立方米，超过“十一五”期间的年度木材生产计划。

图 8：全国采伐计划额度



数据来源：招股说明书

图 9：十二五公司年采伐限额



数据来源：招股说明书

2.2. 地处“南用”林区 坐享资源优势

公司所处林业发展布局之“南用”集体用材林区，是国家确定的木材主产区。在“南用”地区，国家大力支持速生丰产林、经济林、生物质能源林和低产林的改造，鼓励珍贵树种、大径级材和工业原料林的培育。公司对森林进行规模化、集约化可持续经营，实现长期养林，长期受益。

公司经营区集中在南方重点林业县之福建省将乐县，立地条件优越，十分有利于植物快速生长。将乐县气候属中亚热带季风区，日照充足，气温适宜，雨量充沛。年平均气温 19.8℃，日照时数 1,730 小时，雨雪天数 174.2 天，无霜期 295 天，年平均降水量 2,027 mm 左右，属福建省丰水区。全县山地丘陵地面积占 89.13%，坡度平缓，山地土壤深厚，腐殖质层 15-30cm，红壤占 76.67%，适于多种林木大树生长，红壤地区是我国速生丰产用材林基地。全县森林覆盖率达 83.10%，物种丰富，生态体系完整。公司林区所在水热条件好，林木生长快。

图 10: 国家重点生态功能区示意图



数据来源: 招股说明书

图 11: 国家生态安全战略格局示意图



数据来源: 招股说明书

2.3. 营林技术优势

公司经营林木种植业务历史长久, 聚集了三家原国有林场的营林技术、育林经验和经营基础, 技术团队完整, 专业性强。公司杉木采用高世代良种育苗, 马尾松采用容器育苗, 造林成活率分别达到 95%和 98%; 郁闭前幼林抚育 5-6 次, 造林合格面积保存率均达 100%。

公司一般每 3500 亩设置一名护林员, 20%以上面积聘用当地人联防, 3 天可以全面巡查一次; 2011 年, 公司建立了护林 GPS 巡查管理系统, 实现了护林员巡山的实时定位、跟踪、监督和调度。报告期内, 病虫害成灾率平均在 0.3‰以下、森林火灾受害率平均在 0.7‰以下。

表 1: 公司三年灾害情况

	火灾 (亩)	病虫害 (亩)	盗伐 (立方米)
2009 年	727	3362	604
2010 年	68	30631	539
2011 年	78	3260	982
合计	873	37253	2125

数据来源: 招股说明书

2.4. FSC 森林认证优势

遵循 FSC 原则和标准, 公司的森林可持续经营水平进一步提高, 构建更和谐的经营环境, 增强了公司的长期竞争力。通过 FSC 森林认证的木材制品, 符合消费者环保消费心态, 更易进入国际市场、享受关税优惠、避开绿色贸易壁垒、进入发达国家的政府采购范围, 因此, 享有更高的售价, 同时体现了公司的社会责任。

在目前南方集体林区中, 公司经 FSC 国际森林认证的用材林蓄积量最大。公司由国有资本控制, 在收购国有林中处于有利地位, 林业经营周期很长, 村集体和农民在对外合作造林时也更信任国有单位; 公司商业方式的经营扩张已有 10 多年的成功经验, 现有林权超过 2/3 面积初始来自于经营性的商业方式取得; 公司林区较大, 按照连片原则可收购空间大; 公司长期支持农村发展, 与农村关系良好, 收购资源或合作造林优势明显; 公司资金实力雄厚, 规模化经营, 实现大量养林滚动开发, 收购实力强; 公司技术实力强大, 集约化经营程度高, 收购资源扩张经营效益明显。

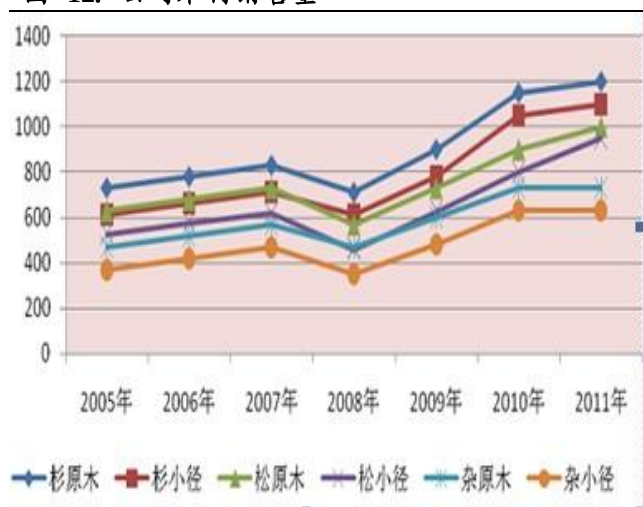
3. 公司成长性分析

3.1. 木材价格稳步上升

我国森林资源匮乏，木材的市场供需存在较大缺口。经济的发展、国外对森林采伐出口管制的加强，以及本地区择伐的推广，构成木材价格上涨的推动力。2004年以来，木材市场价格总体上处于稳步上升的趋势。2008年，受雪灾后大量雪压木低价上市及全球金融危机影响，导致木材价格下跌、市场需求低迷。2009年开始木材价格呈现回升走势。

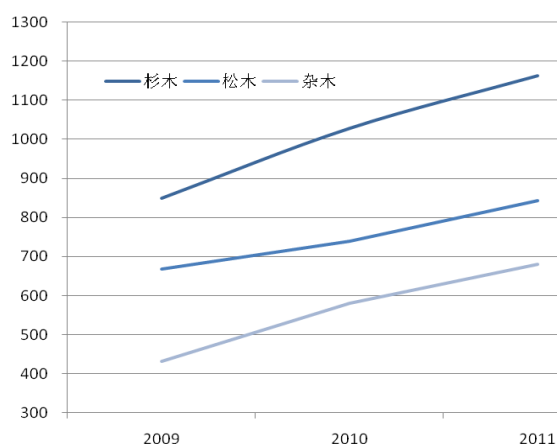
目前木材价格较2010年有一定程度的上升后，市场总体平稳。2010年公司杉木原木、杉木小径材、松木原木和松木小径材平均价格分别为1,164元/立方米、1,029元/立方米、835元/立方米和768元/立方米，2011年平均价格分别为1,272元/立方米、1,127元/立方米、911元/立方米和804元/立方米。

图 12: 公司木材销售量



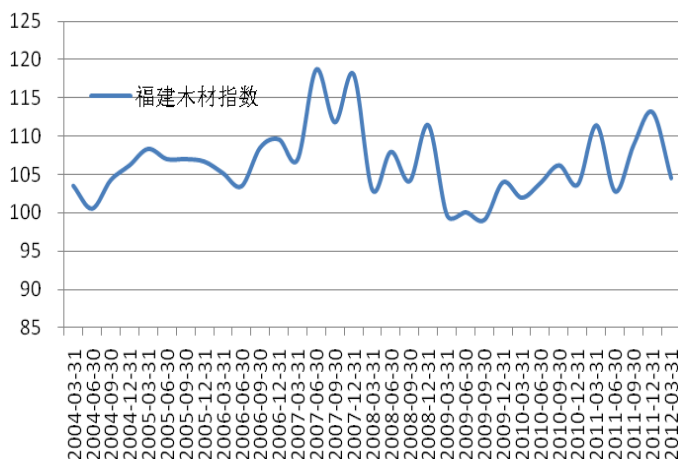
数据来源: 招股说明书

图 13: 公司计划蓄积量和出材量



数据来源: 招股说明书

图 14: 福建木材指数



数据来源: 东北证券

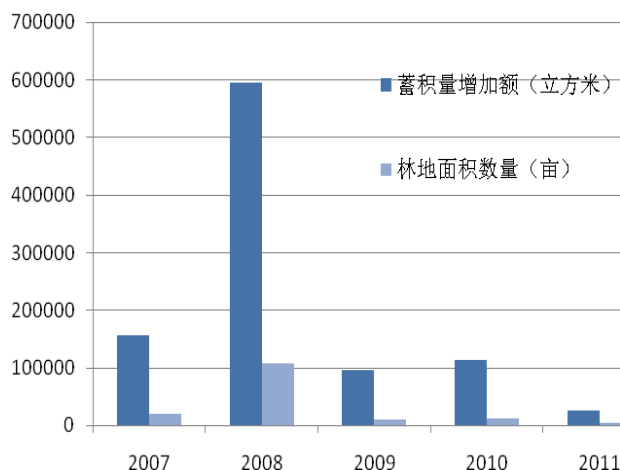
3.2. 林地收购 加速资源整合

我国小规模林木经营业主和个体经营户众多。我国 27.37 亿亩集体林地有森林蓄积 45.74 亿立方米，林改分山到户后，户均拥有森林资源资产近 10 万元。小规模

业主存在资金实力弱、技术弱、采伐成本高、回报期漫长等问题，经营上较为粗犷、依赖和投入不足，不利于森林发展。公司地处福建省三明市，森林资源丰富。由于森林培育周期长，小规模业主面临着资金回收压力和采伐限额的不确定性，易转让经营，公司从本地的经营户收购森林资源，继续进行长期培育和集约化经营。

2007-2011 年，公司收购林地面积分别为 2.07 万亩、10.86 万亩、1.01 万亩 1.31 万亩和 0.38 万亩，新增林木蓄积量 15.65 万立方米、59.59 万立方米、9.58 万立方米、11.38 万立方米和 2.63 万立方米。公司属于规模化森林可持续经营企业，将收购的森林纳入可持续经营范畴，上市后仍有可能继续收购当地林业资源。

图 15: 公司林地收购情况



资料来源：招股说明书

4. 募投项目分析

本次公开发行所募集资金将用于公司商品材基地并购项目，预收购福建省将乐县 12 个乡镇、林权面积 11.67 万亩（有林地面积为 10.67 万亩），蓄积量 118 万立方米的林木资源资产，需投入资金总额 2.82 亿元，公司已支付预付款 0.26 亿元，计划投入募集资金 2.57 亿元。此次资源整合后，公司的林权面积将由 44.99 万亩增加至 56.66 万亩。

本项目建成后，可有效整合分散的林木资源在 15 年计算期内公司将采伐各类活立木蓄积量为 98.96 万立方米，总出材为 76.92 万立方米。经济分析结果表明，项目投资利润总额 43,913.95 万元，年投资利润率达 10.37%。

表 2: 募集资金投向

(单位: 百万元)

项目名称	总投资额	铺底流动资金	募集资金投资额
将乐县商品材基地建设林木资源资产并购项目	282	3	257

数据来源：招股说明书

表 3: 预收购资产概况

	林权面积 (万亩)	有林面积 (万亩)	蓄积量 (万立方米)
杉木	4.09	3.78	44.81
马尾松	3.92	3.53	43.29
阔叶林	3.66	3.36	30.13
合计	11.67	10.67	11.82

数据来源：招股说明书

5. 盈利预测与投资建议

2012-2014 年, 预计公司可实现销售收入 1.64 亿元、1.84 亿元和 1.99 亿元, EPS 分别为 0.45 元、0.56 元和 0.59 元。参考同类上市公司, 给予 12 年 25-30 倍 PE, 上市后合理价值区间 11.25-13.50 元。

6. 风险提示

6.1. 森林采伐管理变化的风险

2010 年底至今, 福建省森林采伐管理政策出现较大的变化, 主要包括: 从 2011 年起连续三年, 暂停对天然阔叶林采伐, 暂停对天然针叶林皆伐; 全省皆伐面积控制在“十一五”期间年均皆伐面积的 50% 以内; 建立皆伐面积限额制度等。公司特别提醒投资者注意: 2010 年是“十一五”的最后一年, 公司获得的临时增加木材生产计划较多, 临时生产计划不具有持续性; 2011 年起, 公司执行“十二五”期间采伐限额和年度木材生产计划, 福建省采伐管理政策做出调整。未来采伐限额、木材生产计划及采伐管理的其他政策可能发生或已经发生变化, 可能对公司木材生产量、生产成本和森林经营等方面存在不利影响, 导致公司效益下降。

6.2. 灾害风险

森林安全和生产经营面临诸多自然灾害和人为破坏风险, 包括: 森林火灾、森林病虫鼠害 (微生物、昆虫、鼠类)、冻害、雪压、风灾、干旱、洪涝、滑坡、泥石流、环境污染、征占用林地和盗伐等。自然灾害发生与气候及其变化有较大关系, 盗伐与当地社会秩序和农村经济发展有关。森林火灾、病虫害和盗伐是常见的破坏性较大的灾害, 是森林“三防”的重点。报告期内, 2010 年本地区强降雨引发 6.18 特大洪灾, 并导致松毛虫大面积发生, 均给公司造成了一定的损失。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760