

动态报告

农林牧渔 (保荐人: 红塔证券)

福建金森 (002679)
13.5-14.8
林业
新股研究简报
2012年5月23日

(首次评级)

财务数据

发行价(元)	12
发行股数(万股)	3468
发行后总股本(万股)	13868
发行前基本每股收益(2011)	0.45
发行前每股净资产(2011)	1.97
发行前每股现金流(2011)	-0.02

净资产收益率(加权平均)	25.68
流动比率(倍)	5.21
速动比率(倍)	2.23
资产负债率	62.4
存货周转率	0.15

盈利能力最强的林业上市公司

投资要点

- 福建省林业产业化龙头企业, 主营木材与种苗福建金森长期服务于国土生态安全和木材保障安全事业, 主营业务为森林培育营造、森林保有管护和木材生产销售, 主营产品为木材和种苗, 其中 09-11 年木材平均销售收入占比高达 94.42%。09-11 年杉木、松木和杂木销售收入年复合增长率分别为 14.23%、22.76%和-4.02%。近三年公司销售毛利率保持较高水平, 分别为 73.31%、78.46%和 76.58%, 主要是木材价格持续上涨所致。
- 林种结构规避采伐限制, 横向扩张体现规模效益。从公司林种结构来看, 商品用材林和公益林的占比分别为 93.03%和 6.97%, 天然林和人工林的占比分别为 53.25%和 46.75%, 两项数据均远高于全国水平和福建省水平。公司的林种结构优势明显, 有限规避采伐限制的负面影响。另外, 公司属于国有资本控制, 收购实力雄厚, 且具有 10 多年的成功收购经验, 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。公司后期随着横向扩张力度的加大, 规模效应将愈发明显。
- 采伐限制凸显林木稀缺性, 公司受益政策的区域分化。国家采伐限制力度进一步提升, 2011 年全国林业产业总产值同比增长 24.1%, 木材产量同比下降 10%, 林木稀缺性越发凸显。另外, 《林业发展“十二五”规划》确定了森林“东扩、西治、南用、北休”的基本分区发展策略, 确立南方集体林区为我国商品林重点基地。因此未来的木材产量将主要来自华南地区, 公司地处福建省将充分受益政策的区域分化, 2011 年公司政府补助合计 1121 万元。
- 预计公司 2012-2014 年全面摊薄 EPS 分别为 0.45 元、0.57 元和 0.67 元, 净利润增速分别为 33%、28%和 17%。考虑可比公司的估值, 并结合公司成长性, 给予公司 12 年 30-32 倍的 PE, 合理价值区间为 13.5-14.8 元。

● 股权结构

公司本次发行前总股本为 10,400 万股, 本次拟公开发行不超过 3,468 万股, 占发行后总股本的 25.007%。公司本次发行前后股本结构如下:

投资顾问: 陈桂元

电话: 020-38855106

 E-mail: 57067@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

单位：万股

序号	股东/股东类别	发行前		发行后（假设发行 3,468）	
		持股数量	比例	持股数量	比例
1	林业总公司（SS）	10,088	97.00%	9,751.604	70.317%
2	林业科技推广中心（SS）	283.92	2.73%	274.4524	1.979%
3	物资总公司（SS）	28.08	0.27%	27.1436	0.196%
4	全国社会保障基金理事会	-	-	346.80	2.501%
5	社会公众股	-	-	3,468	25.007%
	合计	10,400	100.00%	13,868	100.00%

资料来源：公司招股说明书、国信广州研究三部

● 主要产品

公司从森林采集林产品销售取得收入，林产品主要为木材，其中杉木和马尾松为公司的主要树种。福建（闽北）中心产区（含将乐县）的杉木在全国各杉木品种中，具有最高的顺压强度、抗弯强度、静曲弹性模量、顺纹抗剪和冲击韧性，材性最好。

● 行业及竞争状况

森林培育与采伐行业依赖林地进行生产。林地存在着行政辖区和所有权的分割，我国集体所有权的林地占全国林地面积超过60.06%。除了少数特大型国有林场外，相比全国总量，我国的林业种植者的规模均较小。

公司的森林蓄积量为全国和福建省国有林场平均水平的7倍和10倍。森林培育采伐企业依据限额生产木材，由于木材市场国内供应缺口较大，基本满产满销。一定规模的企业，由国家直接下达采伐限额，生产量规模主要依蓄积量规模确定。但是，由于公司处于“南用”的南方用材林区，是国家木材的主产区，而且成过熟林比重较大，因此，公司获得的采伐限额会更高。

2009-2011年，公司生产的木材90%以上在福建省内实现销售，前10名销售客户均位于将乐县及毗邻县，占公司当年木材销售收入的比例分别为31.11%、55.67%和65.95%，因此周边地区是公司的主要销售市场。

公司的木材生产销售位居将乐县首位，2009-2011年木材产量占全县的产量分别为28.24%、32.85%和47.15%。

● 产业链分析与毛利构成分析

公司森林培育的主要原材料有种子、种苗、有机肥和农药等。

种子对林木非常重要，国家大力投入资金和科技力量开发良种，并普惠性推广。大规模常规用材林的种子主要从林业部门的种苗总站购买，供应有计划有保障。虽然高世代的良种价格较高，但每亩造林的良种成本约20元。公司主要使用有机肥。杉木中幼林必须合理施肥1-2次，价格较为稳定，供应充足。

公司的主要资产为林权资产，林权权利范围包括林地使用权、林木所有权和林木使用权，不包括林地所有权以及依托森林、林木、林地生存的野生动物、其他植物、微生物和地下矿藏和埋藏物。

公司主要产品的毛利率具有以下特点：第一，杉木价格比马尾松明显较高，毛利率较高；第二，就同一类型木材而言，由于原木的市场价格高于小径材的市场价格，因此原木的毛利率高于小径材的毛利率；第三，公司主要产品的毛利率处于较高水平，2009-2011年公司主要产品的综合毛利率水平分别为75.18%、78.90%和78.34%。这是种植业行业特点。

● 公司优势

- 1、 研发及技术优势
- 2、 客户优势
- 3、 产品优势

● 募投资向

根据公司 2011 年1 月13 日召开的2011 年度第一次临时股东大会通过的决议,公司本次拟公开发行A 股股票所募集资金将用于公司商品材基地建设林木资源资产并购项目。

项目名称	总投资额	铺底流动资金	募集资金投资额	项目备案情况
将乐县商品材基地建设林木资源资产并购项目	28,225.71	300	25,668.71	福建省三明市发改委闽发改备[2010]G00005

● 业绩预测与估值

- 预计公司 2012-2014 年全面摊薄 EPS 分别为 0.45 元、0.57 元和 0.67 元,净利润增速分别为 33%、28%和 17%。考虑可比公司的估值,并结合公司成长性,给予公司 12 年 30-32 倍的 PE,合理价值区间为 13.5-14.8 元。

● 参考资料

福建金森: 公开发行股票招股意向书
渤海证券、申银万国新股报告

免责声明及风险提示

上述内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本产品全部参与人员与本产品所评价或推荐的投资品种无任何利害关系。本产品版权归国信证券所有,未经书面许可机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。郑重提醒: 股市有风险,投资需谨慎!

国信证券广州分公司 财富管理中心

地址: 广州市天河北路 28 号时代广场东座 701

电话: 95536 (交易委托、7×12 小时业务咨询热线)、020-38908540 (质量监控)

国信证券鑫网: www.guosen.com.cn

金太阳手机网址: wap.guosen.cn