

审慎推荐-A (维持)

丰林集团 601996.SH

目标估值: N.A.  
当前股价: 3.11 元  
2019年07月15日

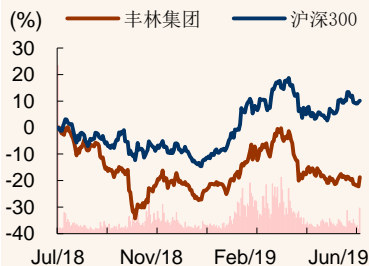
加大差异化高端产品研发, 不断推动业绩高质量增长

基础数据

上证综指	2942
总股本(万股)	114634
已上市流通股(万股)	94971
总市值(亿元)	36
流通市值(亿元)	30
每股净资产(MRQ)	2.3
ROE(TTM)	5.3
资产负债率	27.5%
主要股东	FENGLININTERNATI
主要股东持股比例	40.04%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	1	-20
相对表现	-7	-22	-30



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《丰林集团(601996)一定制家居高增长+环保从严促进公司市占率提升》2017-09-14

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn  
S1090511040031

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn  
S1090515090001

郑恺

021-68407559  
zhengkai1@cmschina.com.cn  
S1090514040003

事件:

公司发布业绩预增公告, 预计 2019 年半年度实现归属于上市公司股东的净利润为 8,855.56 万元至 9,536.76 万元, 同比增长 30%至 40%。

评论:

**不断巩固人造板行业地位。**公司积极研发优质产品, 不断优化产能规模, 目前在广西南宁、百色和安徽池州拥有 3 家纤维板工厂, 在广西南宁、广东惠州拥有 2 家刨花板工厂, 合计产能规模达 130 万立方米(不含新西兰项目), 较 2016 年产能实现 70%左右增长, 行业地位不断得到巩固。

**加大差异化高端产品研发力度, 不断推动公司业绩高质量增长。**公司近年持续加大科技创新力度: 纤维板形成了以无醛板、镂铣板、防潮板、E0 级低气味板等高端产品为核心的产品结构, 并在无醛板的连续生产技术取得突破; 刨花板全部生产 E0 级以上产品, 并在现有超级刨花板(SPB)生产工艺的基础上进行创新改进为超强刨花板(SSPB), 可替代目前装修市场使用最广泛的细木工板、胶合板。受益于高端产品比例的不不断提升, 公司销售毛利率由 18Q1 的 20.40%提升至 19Q1 的 23.06%, 随着产品结构的不断优化, 公司毛利率有望进一步提升。

**贴近原料市场, 复制公司先进制造。**公司新西兰年产 60 万立方米刨花板生产线 18 年已顺利通过新西兰海外投资管理办公室的 OIO 审批, 该项目将促进公司利用先进的生产技术、丰富的管理经验、领先的环保控制标准以及现代化的生产设备与新西兰丰富的林木资源相结合。

维持“审慎推荐-A”评级

公司不断探索市场需求, 创新研发高价值产品, 在稳步提升产品销量的同时, 积极提升产品盈利能力。19Q2 净利润较 18Q1 增长 48%-65%, 远超产能 30%增长的幅度, 印证了公司创新模式的成效, 预估每股收益 19-20 年 EPS 分别为 0.16、0.19 元, 对应 19 年的 PE、PB 分别为 20、1.3, 维持“审慎推荐-A”评级。

风险提示: 房地产竣工低于预期

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1302	1597	2101	2442	2852
同比增长	4%	23%	32%	16%	17%
营业利润(百万元)	121	139	183	225	278
同比增长	183%	15%	32%	23%	23%
净利润(百万元)	120	139	181	220	270
同比增长	36%	15%	30%	22%	23%
每股收益(元)	0.10	0.12	0.16	0.19	0.24
PE	29.7	25.8	19.8	16.2	13.2
PB	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 盈利预测简表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1302	1597	2101	2442	2852
营业成本	1015	1237	1613	1860	2153
营业税金及附加	14	15	19	22	26
营业费用	104	129	170	198	231
管理费用	98	113	148	173	202
财务费用	(3)	15	18	15	13
资产减值损失	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	44	50	50	50	50
营业利润	121	139	183	225	278
营业外收入	5	9	9	9	9
营业外支出	1	4	4	4	4
利润总额	124	144	188	230	283
所得税	4	4	5	7	9
净利润	121	140	183	223	274
少数股东损益	0	2	2	3	3
归属于母公司净利润	120	139	181	220	270
EPS (元)	0.10	0.12	0.16	0.19	0.24

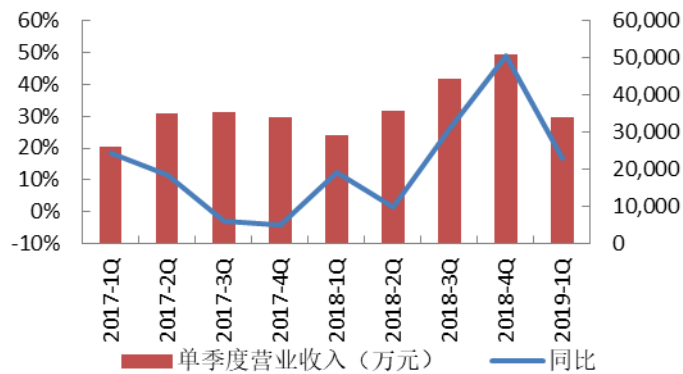
资料来源: 公司数据、招商证券

表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
营业收入	340	291	356	444	507	339
营业毛利	73	59	90	99	113	78
营业费用	30	23	26	36	44	29
管理费用	54	18	26	23	42	23
财务费用	-2	1	3	3	8	2
投资收益	0	0	0	0	1	0
营业利润	-10	14	32	33	16	23
归属母公司净利润	-3	29	39	42	29	30
EPS (元)	0.00	0.03	0.03	0.04	0.02	0.03
主要比率						
毛利率	21.5%	20.4%	25.2%	22.2%	22.3%	23.1%
营业费用率	8.7%	8.0%	7.4%	8.0%	8.7%	8.5%
管理费用率	15.8%	6.2%	7.3%	5.1%	8.2%	6.8%
营业利润率	-2.9%	4.8%	9.0%	7.5%	3.2%	6.7%
有效税率	-17.7%	2.9%	5.9%	5.8%	-3.7%	-1.8%
净利率	-1.0%	9.9%	11.1%	9.4%	5.7%	9.0%
YoY						
收入	-4.0%	12.2%	1.6%	26.2%	48.8%	16.8%
归属母公司净利润	-120%	28.5%	-11.4%	-26.1%	-976%	5.6%

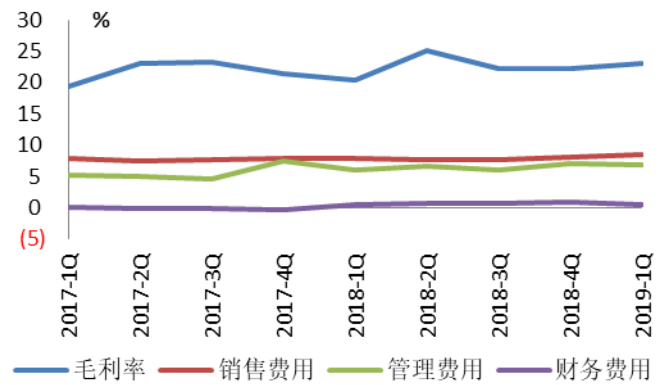
资料来源: Wind, 招商证券

图 1: 受益产能爬坡, 收入稳步增长



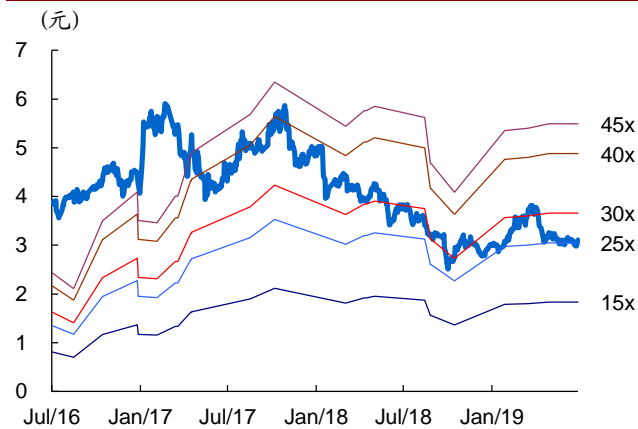
资料来源: Wind, 招商证券

图 2: 产品结构优化, 19Q1 毛利率较 18Q1 有所提升



资料来源: Wind, 招商证券

图 3: 丰林集团历史 PE Band



资料来源: 贝格数据, 招商证券

图 4: 丰林集团历史 PB Band



资料来源: 贝格数据, 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1232	2204	2404	2672	2986
现金	532	1380	1351	1455	1572
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	188	86	113	131	153
应收款项	93	187	226	263	307
其它应收款	3	7	9	11	12
存货	324	441	568	656	759
其他	92	104	136	158	184
<b>非流动资产</b>	1083	1548	1505	1462	1423
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	505	1150	1166	1145	1126
无形资产	197	242	218	196	176
其他	381	157	121	121	121
<b>资产总计</b>	<b>2315</b>	<b>3752</b>	<b>3908</b>	<b>4134</b>	<b>4410</b>
<b>流动负债</b>	215	692	734	791	859
短期借款	0	298	300	300	300
应付账款	114	275	359	414	479
预收账款	24	12	16	18	21
其他	77	106	60	59	59
<b>长期负债</b>	199	394	394	394	394
长期借款	187	368	368	368	368
其他	12	27	27	27	27
<b>负债合计</b>	<b>413</b>	<b>1086</b>	<b>1128</b>	<b>1186</b>	<b>1253</b>
股本	958	1149	1149	1149	1149
资本公积金	260	750	750	750	750
留存收益	661	742	854	1020	1224
少数股东权益	23	24	27	29	33
归属于母公司所有者权益	1879	2642	2753	2919	3124
<b>负债及权益合计</b>	<b>2315</b>	<b>3752</b>	<b>3908</b>	<b>4134</b>	<b>4410</b>

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	316	205	153	224	247
净利润	120	139	181	220	270
折旧摊销	55	94	144	143	139
财务费用	12	29	18	15	13
投资收益	0	(1)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	129	(83)	(146)	(112)	(134)
其它	(0)	27	7	7	8
<b>投资活动现金流</b>	(377)	(1467)	(50)	(50)	(50)
资本支出	(308)	(293)	(100)	(100)	(100)
其他投资	(69)	(1174)	50	50	50
<b>筹资活动现金流</b>	(47)	1059	(131)	(70)	(80)
借款变动	(39)	451	(45)	0	0
普通股增加	489	191	0	0	0
资本公积增加	(455)	490	0	0	0
股利分配	(47)	(57)	(69)	(54)	(66)
其他	4	(15)	(18)	(15)	(13)
<b>现金净增加额</b>	<b>(108)</b>	<b>(203)</b>	<b>(28)</b>	<b>103</b>	<b>117</b>

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	1302	1597	2101	2442	2852
营业成本	1015	1237	1613	1860	2153
营业税金及附加	14	15	19	22	26
营业费用	104	129	170	198	231
管理费用	98	113	148	173	202
财务费用	(3)	15	18	15	13
资产减值损失	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	44	50	50	50	50
<b>营业利润</b>	121	139	183	225	278
营业外收入	5	9	9	9	9
营业外支出	1	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	124	144	188	230	283
所得税	4	4	5	7	9
<b>净利润</b>	121	140	183	223	274
少数股东损益	0	2	2	3	3
<b>归属于母公司净利润</b>	120	139	181	220	270
<b>EPS (元)</b>	0.10	0.12	0.16	0.19	0.24

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	4%	23%	32%	16%	17%
营业利润	183%	15%	32%	23%	23%
净利润	36%	15%	30%	22%	23%
<b>获利能力</b>					
毛利率	22.0%	22.6%	23.2%	23.8%	24.5%
净利率	9.2%	8.7%	8.6%	9.0%	9.5%
ROE	5.3%	5.2%	6.6%	7.5%	8.7%
ROIC	5.3%	4.4%	5.6%	6.4%	7.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	17.9%	28.9%	28.9%	28.7%	28.4%
净负债比率	8.1%	19.0%	17.1%	16.2%	15.1%
流动比率	5.7	3.2	3.3	3.4	3.5
速动比率	4.2	2.5	2.5	2.5	2.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.4	0.5	0.6	0.6
存货周转率	2.8	3.2	3.2	3.0	3.0
应收帐款周转率	12.6	11.4	10.2	10.0	10.0
应付帐款周转率	8.1	6.4	5.1	4.8	4.8
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.10	0.12	0.16	0.19	0.24
每股经营现金	0.33	0.18	0.13	0.19	0.21
每股净资产	1.96	2.30	2.40	2.54	2.72
每股股利	0.06	0.06	0.05	0.06	0.07
<b>估值比率</b>					
PE	29.7	25.8	19.8	16.2	13.2
PB	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA					

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑 恺，同济大学计算机科学与技术（本科）和复旦大学经济学（硕士），10 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师；2018 最佳行业分析师金牛奖。

濮冬燕，经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名，2018 天眼行业最佳选股分析师。

李宏鹏，经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。