

林纸产品/原材料

丰林集团 (601996)

首次覆盖

高质量“小而美”，方起步“闯江湖”

评级：**增持**
 目标价格：**12.64**

当前价格：**8.81**
 2016.12.27

	鲍雁辛 (分析师)	戚舒扬 (研究助理)	穆方舟 (分析师)
	0755-23976830	0755-23976213	0755-23976527
	baoyanxin@gtjas.com	qishuyang@gtjas.com	mufangzhou@gtjas.com
证书编号	S0880513070005	S0880116040064	S0880512040003

本报告导读：

公司所属人造板大而散，行业内优秀公司刚起步，公司收购并扩充刨花板产能领跑布局，而刨花板具备涨价预期。我们判断公司具备追赶优秀企业的基因。

投资要点：

- 首次覆盖给与“增持”评级，目标价 12.64 元。我们预计 2016-18 年 EPS0.22、0.28、0.37 元，参考可比公司 2017 年估值，给予目标价 12.64 元，首次覆盖给与“增持”评级。
- 行业悄然分化，优秀企业刚出发：人造板行业规模近万亿，规模以上生产企业近 5000 家，极度分散，但我们观察到，近两年行业开始分化，诸如兔宝宝等步入高成长，大亚科技等在房地产增速下滑后依然投建刨花板生产线，在一个大行业且低集中度的环境下，行业格局或悄然分化，优秀企业刚刚出发。
- 品质口碑卓越，提前布局刨花板产能：公司保持高水平的产能利用率，2015 年产能利用率约 100%，在收购惠州亚创 20 万立方刨花板产能后快速提升产品品质及盈利能力，成为索菲亚最大的单体供货工厂，而 2016 年对南宁工厂技改新建 30 万立方均质刨花板产能，顺应行业趋势进一步拓展高端刨花板产能，且公司自主研发胶水实现 E0 及无醛产品体系，品质口碑卓越。
- 高质量财报的“小而美”公司，产业链外延拓展预期渐强：公司账面超 6 亿元现金，流动比例超过 10，且资产负债率仅为 17%，良好的现金流体现出较高的营收质量，属于高质量财报的“小而美”公司，我们认为公司外延扩张及资本运作思路或已打开，收购惠州亚创作为信号，我们判断未来产业链外延拓展思路越发清晰。
- 风险提示：房地产投资增速大幅下滑、刨花板未来产能过剩等。

交易数据

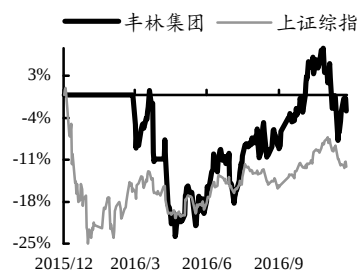
52 周内股价区间 (元)	6.83-9.95
总市值 (百万元)	4,131
总股本/流通 A 股 (百万股)	469/469
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	848.22
日均成交值 (百万元)	77.35

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,756
每股净资产	3.75
市净率	2.4
净负债率	-25.54%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.01	0.01
Q2	0.07	0.06
Q3	0.02	0.09
Q4	0.01	0.07
全年	0.12	0.22

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-10%	4%	-3%
相对指数	-6%	2%	12%

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,199	1,156	1,234	1,283	1,608
(+/-)%	33%	-4%	7%	4%	25%
经营利润 (EBIT)	45	24	56	91	135
(+/-)%	48%	-47%	135%	63%	48%
净利润	83	54	104	133	175
(+/-)%	-8%	-35%	92%	28%	32%
每股净收益 (元)	0.18	0.12	0.22	0.28	0.37
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	3.7%	2.0%	4.5%	7.1%	8.4%
净资产收益率 (%)	4.9%	3.1%	6.0%	7.5%	9.5%
投入资本回报率 (%)	3.1%	1.8%	4.3%	5.2%	8.3%
EV/EBITDA	28.7	32.2	25.9	23.0	15.9
市盈率	48.7	75.3	39.1	30.6	23.2
股息率 (%)	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2016.12.26

股票研究

原材料
林纸产品

丰林集团 (601996)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 12.64

当前价格: 8.81

2016.12.26

公司网址

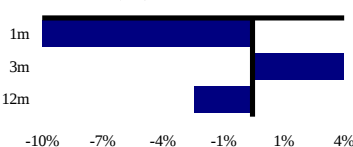
www.fenglinggroup.com

公司简介

公司是国内最早从纤维板生产的公司之一, 是国家农业产业化重点龙头企业和国家高新技术企业, 是国内具有一定影响力的林板一体化产业集团, 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。

公司主要从事人造板的生产销售以及营林造林业务。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

6.83-9.95

市值 (百万)

4,131

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

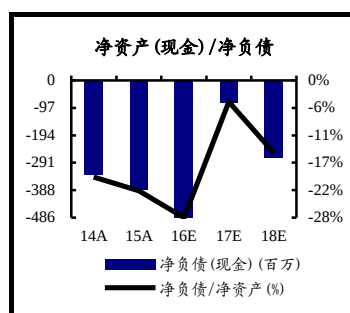
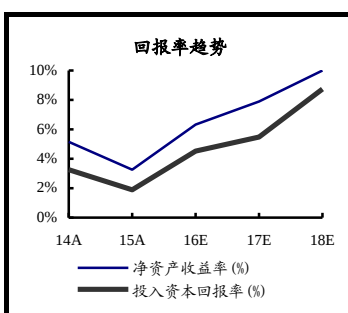
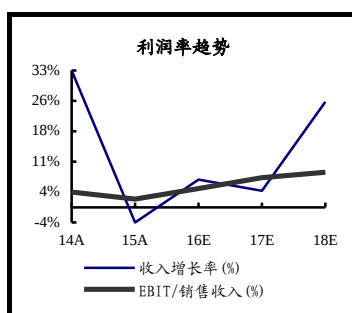
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1,199	1,156	1,234	1,283	1,608
营业成本	1,002	952	990	1,005	1,238
税金及附加	6	8	8	8	10
销售费用	85	103	104	103	129
管理费用	62	69	76	77	96
EBIT	45	24	56	91	135
公允价值变动收益	0	3	0	0	0
投资收益	2	8	10	10	10
财务费用	-5	0	5	11	14
营业利润	45	25	61	89	131
所得税	3	-1	2	2	1
少数股东损益	2	1	0	0	0
净利润	83	54	104	133	175
货币资金、交易性金融资产	364	603	702	453	496
其他流动资产	17	13	0	0	0
长期投资	16	33	33	33	33
固定资产合计	628	578	482	833	720
无形资产及其他资产	193	182	170	159	148
资产合计	2,033	2,153	2,308	2,478	2,480
流动负债	235	142	298	427	345
非流动负债	41	227	216	218	221
股东权益	1,692	1,718	1,728	1,767	1,848
投入资本(IC)	1,410	1,367	1,274	1,722	1,605
NOPLAT	43	24	54	90	134
折旧与摊销	85	95	88	89	113
流动资金增量	-69	-20	-117	-107	-7
资本支出	-129	-41	65	-384	56
自由现金流	-70	58	91	-313	295
经营现金流	110	144	45	80	246
投资现金流	-127	-206	75	-374	66
融资现金流	-31	151	-21	45	-269
现金流净增加额	-49	89	99	-249	43
收入增长率	32.8%	-3.6%	6.7%	4.0%	25.3%
EBIT 增长率	48.2%	-47.0%	135.0%	63.4%	48.2%
净利润增长率	-8.0%	-35.3%	92.5%	27.7%	31.7%
利润率					
毛利率	16.4%	17.6%	19.7%	21.7%	23.0%
EBIT 率	3.7%	2.0%	4.5%	7.1%	8.4%
净利率	7.0%	4.7%	8.4%	10.3%	10.9%
净资产收益率(ROE)	4.9%	3.1%	6.0%	7.5%	9.5%
总资产收益率(ROA)	4.1%	2.5%	4.5%	5.4%	7.0%
投入资本回报率(ROIC)	3.1%	1.8%	4.3%	5.2%	8.3%
存货周转天数	160	152	155	180	150
应收账款周转天数	31	41	45	55	50
总资产周转天数	609	661	660	681	563
净利润现金含量	1.32	2.67	0.44	0.60	1.41
资本支出/收入	11%	4%	-5%	30%	-3%
资产负债率	13.6%	17.1%	22.3%	26.0%	22.8%
净负债率	-19.8%	-22.6%	-28.1%	-4.4%	-14.9%
PE	48.7	75.3	39.1	30.6	23.2
PB	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA	28.7	32.2	25.9	23.0	15.9
P/S	3.4	3.5	3.3	3.2	2.5
股息率	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%



目 录

1. 投资故事.....	4
2. 人造板大行业悄然分化，优秀企业刚出发.....	5
2.1. 大行业小公司，优秀企业刚出发.....	5
2.2. 上游资源将逐渐稀缺.....	6
2.3. 定制家具风起，刨花板渐成趋势.....	7
3. 品质口碑卓越，提前布局刨花板产能.....	7
3.1. 与下游与知名家居厂合作，积累卓越品质口碑.....	7
3.2. “林板一体化”，享增值税退税及所得税优惠.....	8
3.3. 满产满销，产能瓶颈有望缓解.....	9
4. 高质量财报的“小而美”公司，产业链外延拓展预期渐强.....	10
5. 风险提示.....	10

1. 投资故事

- **行业悄然分化，优秀企业刚出发：**人造板行业规模近万亿，规模以上生产企业近 5000 家，极度分散，但我们观察到，近两年行业开始分化，诸如兔宝宝等步入高成长，大亚科技等在房地产增速下滑后依然投建刨花板生产线，在一个大行业且低集中度的环境下，行业格局或悄然分化，优秀企业刚刚出发。
- **品质口碑卓越，提前布局刨花板产能：**公司保持高水平的产能利用率，2015 年产能利用率约 100%，在收购惠州亚创 20 万立方刨花板产能后快速提升产品品质及盈利能力，成为索菲亚最大的单体供货工厂，而 2016 年对南宁工厂技改新建 30 万立方均质刨花板产能，顺应行业趋势进一步拓展高端刨花板产能，且公司自主研发胶水实现 E0 及无醛产品体系，品质口碑卓越。
- **高质量财报的“小而美”公司，产业链外延拓展预期渐强：**公司账面超 6 亿元现金，流动比例超过 10，且资产负债率仅为 17%，良好的现金流体现出较高的营收质量，属于高质量财报的“小而美”公司，自 2011 年上市至今，我们认为公司外延扩张及资本运作思路或已打开，收购惠州亚创作为信号，我们判断未来产业链外延拓展思路越发清晰。

1) 估值方法一：PE 相对估值法

我们预计公司 2016-2018 年净利润 1.04、1.33、1.75 亿元，对应 EPS0.22、0.28、0.37 元，根据可比公司 2017 年平均 60.35 倍 PE，合理价格约为 17.07 元。

2) 估值方法二：PS 相对估值法

我们预计公司 2016-2018 年营收 12.34、12.83、16.08 亿元，考虑到未来新产能逐步达产及沿产业链外延思路打开，我们给予公司一定估值溢价，给予 2017 年约 3 倍 PS，合理价格约为 8.21 元。

综合两种估值方法，出于谨慎性考虑，取两种相对估值法均值，目标价格 12.64 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表1：PE 法行业可比估值水平（股价取前一交易日收盘价）

股票名称	股票代码	股价	市值	EPS				PE			
		2016/12/26	2016/12/26	2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
大亚圣象	000910.SZ	18.55	98.46	0.60	0.82	1.00	1.18	30.92	22.53	18.55	15.68
升达林业	002259.SZ	10.05	75.61	0.02	0.03	0.07	0.12	478.57	306.40	137.48	86.19
兔宝宝	002043.SZ	11.66	96.54	0.20	0.31	0.47	0.65	58.30	37.17	25.01	17.83
行业平均								189.26	122.04	60.35	39.90

数据来源：wind，国泰君安证券研究

表2：PS 法行业可比估值水平（股价取前一交易日收盘价）

股票名称	股票代码	股价	市值	RPS	PS
------	------	----	----	-----	----

		2016/12/26	2016/12/26	2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
大亚圣象	000910.SZ	18.55	98.46	14.55	11.63	12.60	13.71	1.27	1.60	1.47	1.35
升达林业	002259.SZ	10.05	75.61	1.02	1.94	3.46	4.85	9.84	5.19	2.91	2.07
兔宝宝	002043.SZ	11.66	96.54	3.40	3.04	4.26	5.79	3.43	3.84	2.74	2.01
行业平均								4.85	3.54	2.37	1.81

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表3: 盈利预测假设

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
纤维板						
产品收入 (万元)	73,215.11	85,697.92	87,690.74	90,060.00	92,800.00	91,640.00
产品成本 (万元)	62,925.76	73,219.90	73,018.73	74,029.32	75,168.00	73,678.56
毛利 (万元)	10,289.35	12,478.02	14,672.01	16,030.68	17,632.00	17,961.44
毛利率%	14.05%	14.56%	16.73%	17.80%	19.00%	19.60%
刨花板						
产品收入 (万元)	4,509.61	22,000.48	20,296.24	26,650.00	28,000.00	61,500.00
产品成本 (万元)	4,183.10	19,545.35	17,302.84	21,320.00	21,476.00	46,432.50
毛利 (万元)	326.51	2455.13	2993.4	5,330.00	6,524.00	15,067.50
毛利率%	7.24%	11.16%	14.75%	20.00%	23.30%	24.50%
胶合板						
产品收入 (万元)	4,760.55	2,428.60	1,063.99	1,063.99		
产品成本 (万元)	4,302.01	2,526.45	1,534.92	1,063.00		
毛利 (万元)	458.54	-97.85	-470.93	0.99		
毛利率%	9.63%	-4.03%	-44.26%	0.09%		
林木						
产品收入 (万元)	6,082.48	8,222.45	5,488.62	6,037.48	6,641.23	7,305.35
产品成本 (万元)	2,834.65	3,908.55	3,037.19	3,139.49	3,453.44	3,798.78
毛利 (万元)	3247.83	4313.9	2451.43	2,897.99	3,187.79	3,506.57
毛利率%	53.40%	52.46%	44.66%	48%	48%	48%
其他						
产品收入 (万元)	11,226.13	7,642.36	7,568.85	7,568.85	8,325.74	8,325.74
产品成本 (万元)	10,408.3	7,369.93	7,290.74	7,290.74	7,655.28	7,655.28
毛利 (万元)	817.83	272.43	278.11	278.11	670.458	670.458
毛利率%	7.29%	3.56%	3.67%	3.67%	8.05%	8.05%
内部抵消						
抵消收入 (万元)	-9,478.18	-7,012.39	-7,413.31	-8000	-7500	-8000
抵消成本 (万元)	-9,435.67	-6,957.26	-7,356.16	-7800	-7300	-7800

数据来源: 国泰君安证券研究

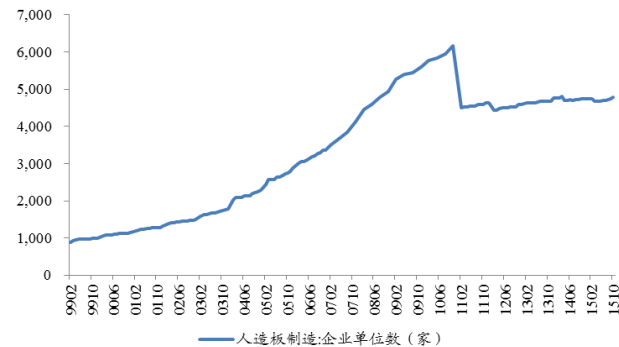
2. 人造板大行业悄然分化, 优秀企业刚出发

2.1. 大行业小公司, 优秀企业刚出发

行业规模超万亿, 集中度较低。规模以上人造板企业营收总规模超过7000 亿, 若考虑小企业, 行业规模超万亿。人造板下游用于主要用于家具, 过去 10 年全国人造板产量与房地产投资增速基本吻合, 但人造板品种多年来一直在更新发展, 产量占主流的是胶合板 (占 58%), 其

次是纤维板以及刨花板，近年来流行的 OSB 板（定向刨花）也是人造板的一种。

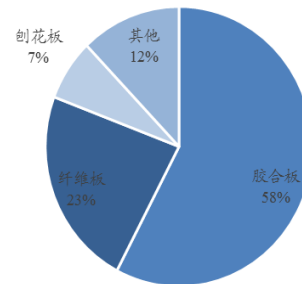
图 1：行业内企业众多，极度分散



数据来源：wind，国泰君安证券研究

注：2011 年统计标准从主营收入 500 万元提高到 2000 万元；

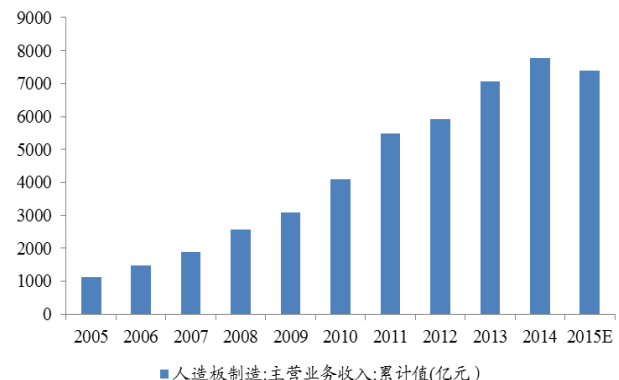
图 2：胶合板产量占人造板绝大多数



数据来源：wind，国泰君安证券研究

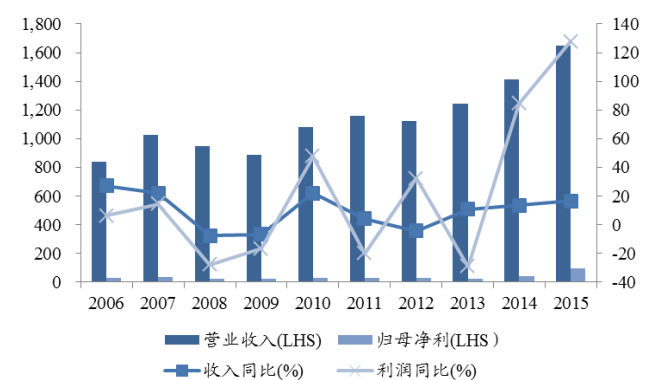
行业悄然分化，差异化的企业或将逐渐跑赢。行业有近 5000 家企业，极度分散。但我们观察到，近两年行业开始分化，以兔宝宝为例，公司从 2009 年开始布局经销渠道并推广品牌，利润 2014 年开始呈现翻倍式增长，大亚科技等在房地产增速下滑后依然投建刨花板生产线，我们认为，人造板作为大行业且低集中度的环境下，行业格局或悄然分化，优秀企业刚刚出发。

图 3：人造板行业空间超 7000 亿（规模以上）



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 4：兔宝宝从 2014 年开始利润翻倍式增长



数据来源：wind，国泰君安证券研究

2.2. 上游资源将逐渐稀缺

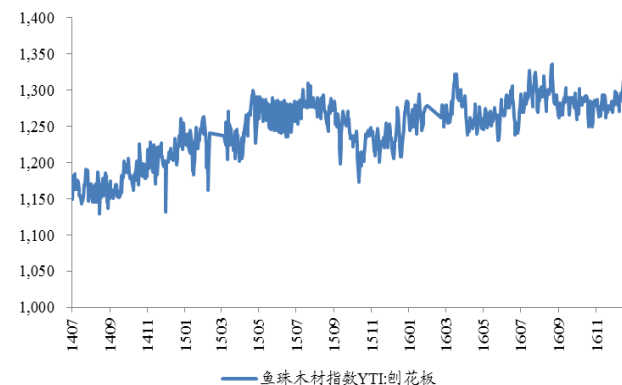
人造板发展的基础是上游林木资源，随着国家对森林资源砍伐的保护趋严，上游林木资源将越来越稀缺。2015 年 12 月发布的《国家林业局关于严格保护天然林的通知》提出，严格控制低产低效天然林改造、严格控制天然林树木采挖移植、进一步完善天然林保护措施。

2015 年 6 月，国家林业局副局长在国务院新闻办公室国新办发布会上表示，到 2017 年天然林商业性采伐将要全部停止。禁止全部天然林商业采伐，将减少行业供给，提升木材的市场价格。同时，我国木材进口比例近 50%，国际市场价格的上涨，也使得国内林业资源价值进一步提升。

2.3. 定制家具风起，刨花板渐成趋势

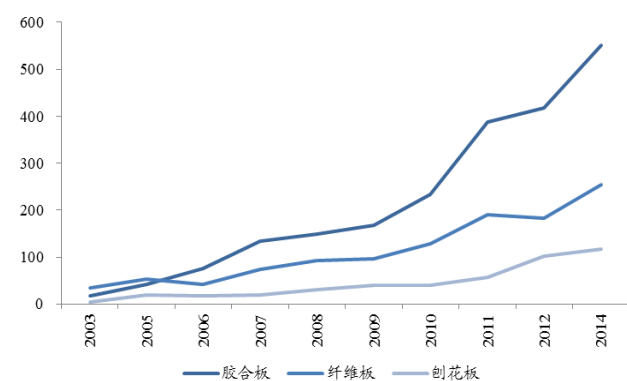
刨花板具有受力均匀、不易变形、防潮、成本较低等特点，以索菲亚、好莱客为首定制家居龙头近年以来大量采用实木颗粒板（即刨花板），叠加前几年刨花板产线投入有限，导致品牌刨花板价格年初至今涨幅接近30%，目前品牌出厂价格在1300-1400元/立方米，部分已经首次超过中密度纤维板。我们判断受益于定制家居概念的普及、产能投入的不足等因素，刨花板具备进一步涨价的动能。

图 5：刨花板价格指数一路走高



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 6：刨花板历年固定资产投入相对较少（亿元）

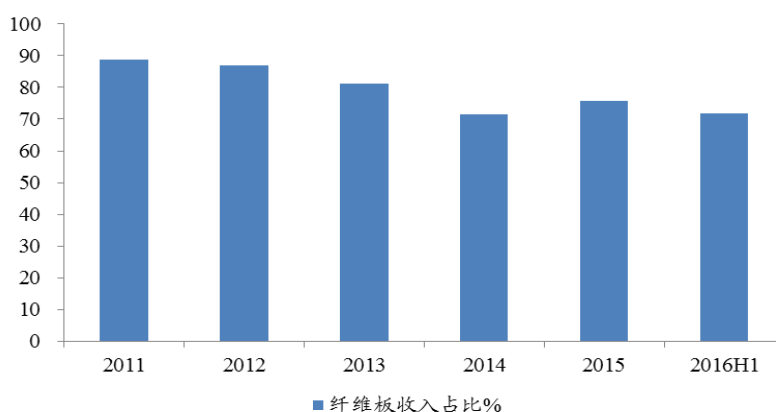


数据来源：wind，国泰君安证券研究

3. 品质口碑卓越，提前布局刨花板产能

公司主营中/高密度纤维板，2015 年纤维板收入 8.77 亿占总收入 75.8%；2011 年上市以来不断拓展新品类，公司自行研制投产的 B 级阻燃板目前处于国内领先地位，自主创新开发一系列低碳环保和功能型胶黏剂及板材制造技术；2013 年并购刨花板产能，不断跟随行业趋势，使得公司通过品类延伸不断获得增长。

图 7：纤维板占收入比重逐渐下降（%）



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

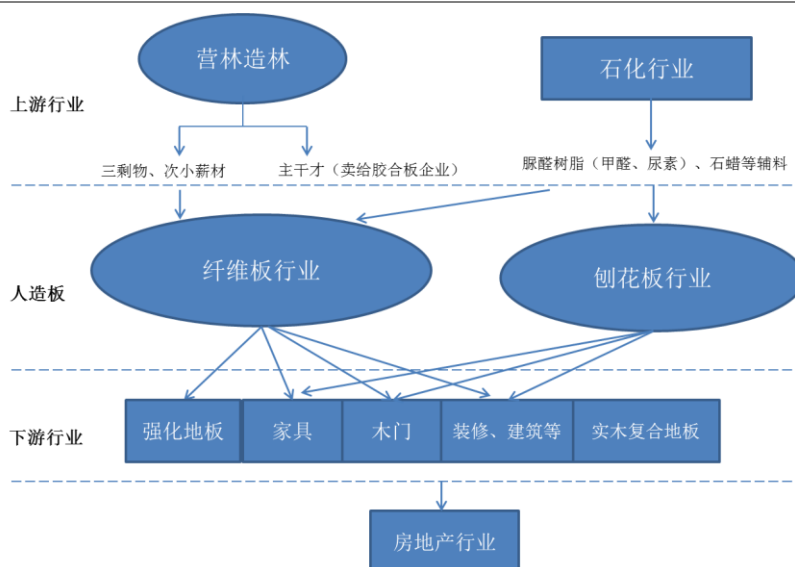
3.1. 与下游与知名家居厂合作，积累卓越品质口碑

公司下游客户 80% 是各类可直接面向消费者的消费建材如家具、木门、地板等家居公司，公司与国内知名的家居企业如大自然、索菲亚、全

友、好莱客、欧派等建立了良好的合作关系，2013 年收购惠州亚创 20 万立方刨花板产能后快速提升产品品质，现已成为索菲亚最大的单体供货工厂。除了直销外，公司目前有非独家经销商 30 余家（供应小型家具厂），我们测算此部分占收入比重目前不足 20%。

公司具备上游稳定林木资源+国外进口设备连续生产+独立研发能力（EO 及无醛级胶粘剂等），在分散且产品质量层次不齐的人造板 B2B 行业中有明显竞争优势，下游大客户保持稳定供货关系同时累积了卓越的品质口碑。

图 8： 公司的人造板业务 2B 的属性较强



数据来源：招股书，国泰君安证券研究

3.2. “林板一体化”，享增值税退税及所得税优惠

公司坚持“林板一体化”，经过 10 多年的营林造林，公司在广西南宁、百色、环江等地营造速生丰产林 20.09 万亩，保证下游原料供给。

公司同时对外采购林区三剩物和次小薪材作为原料，生产加工而成的纤维板、刨花板产品享受增值税即征即退政策，于实际收到时确认为营业外收入；2007-2009 增值税即征即退 100%，2010-2014 年比例降低为 80%，2015 年进一步降低为 70%；

自 2005 年 7 月 1 日起，对国内企业生产销售的尿素产品（丰林供应链销售给工厂进行制胶等）增值税由先征后返 50%调整为暂免征收增值税。子公司丰林供应链从事的尿素销售业务免征增值税。

另外，公司从事林木的培育和种植业务所得免征企业所得税，其他业务中部分子公司（包括母公司）享受西部大开发优惠税率，实际税率我们预计将继续保持低水平。

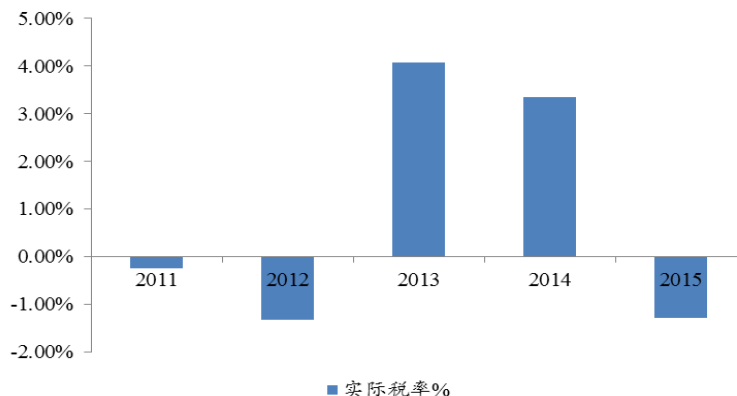
表4： 公司从事林木行业享受优惠税率

纳税主体名称	所得税税率
丰林供应链、上思丰林、惠州木业	25%

丰林林业、丰林苗木	0%
本公司（母公司）、百色丰林、丰林人造板	15%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 9： 公司实际税率一直保持较低水平



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3.3. 满产满销，产能瓶颈有望缓解

公司产能利用率维持在较高水平，我们测算 2015 年产能利用率约 100%。目前公司在广西拥有 3 个纤维板厂、在广东有 1 个刨花板厂（收购），总设计产能 78 万立方米。2013 年收购惠州亚创 20 万立方米刨花板线，经公司技改后，2015 年实现较好效益，主要供应索菲亚、维尚、深圳天诚等定制家具厂家，我们预计盈利能力有望进一步提升。

技改新建 30 万立方米均质刨花板产能，产能瓶颈或缓解。公司公告将对南宁工厂进行技改（原有设备投产已满 20 年），投资 4.2 亿元建设一条年产 30 万立方米均质刨花板生产线，产品将达 E0 及以上（无醛）级别。项目建设期一年，第二年达产 70%，我们判断，未来产能规模扩大后将进一步驱动业绩增长，且高端刨花板一直稀缺，盈利能力有望进一步提升，届时刨花板体量将上升为与纤维板相当。

产品质量上乘，满产满销有望维持。南宁厂技改后，公司将没有低于 5 万立方米/年的小线，且所有线都采用国外先进设备，设备自动化率和工艺控制质量明显高于行业内大多数企业，上乘的产品质量将是下游不断拓展家具厂客户的敲门砖，满产满销状态有望维持。

表5： 现有产能依然偏紧

工厂	产能(万立方米/年)	总投资(亿元)	产品	备注
明阳工厂	15	3.6	特殊板材、高附加值	位于南宁，募投项目，采用国外先进设备
百色工厂	25	5.1	中/高密度纤维板、林产制品、人造林等	两条线：一条 5 万立方米中密度纤维板；另一条和 IFC 合作的 20 万平中/高密度板，员工数 230 人
南宁工厂	18		丰林牌中密	四条线，员工 295 人

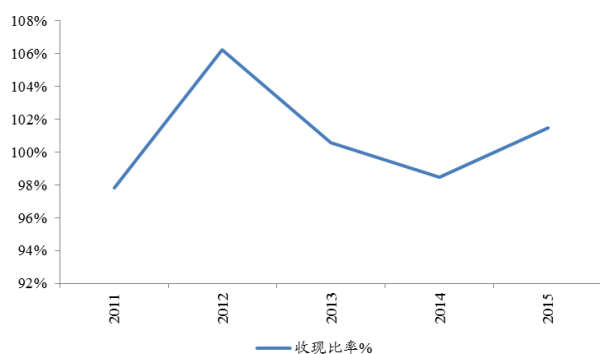
			度纤维板	
惠州亚创	20	2.2	高强度环保型刨花板	2013 年并购亚创 75% 股权, 2016 上半年收购另外 25%
合计	78			

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

4. 高质量财报的“小而美”公司，产业链外延拓展预期渐强

公司资产负债率 17%，仅 2 亿元有息长期借款，流动比率接近 10，账面现金超 6 亿元，公司已经收购了惠州亚创 100% 股权，并公告未来有意在新西兰建设木材投资项目，目前正在项目可行型研究阶段。我们判断，公司于 B2B 林木—人造板深耕了 20 年，自 2011 年上市至今，我们认为公司外延扩张及资本运作思路或已打开，收购惠州亚创作为信号，未来产业链外延拓展思路越发清晰。

图 10: 公司收现比率高、经营质量良好



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 11: 资产负债表健康



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

5. 风险提示

房地产投资增速大幅下滑。人造板下游需求 80% 与地产相关，地产投资下滑带来建筑安装需求下降，从而导致链条上的人造板行业需求下滑，影响公司业绩。

刨花板产能过剩价格下滑。刨花板价格上涨后，包括大亚科技等行业主流企业纷纷投入产能，若刨花板未来供给迅速增加导致供过于求，刨花板价格可能下滑，公司投入技改的刨花板项目及现有刨花板产能盈利能力将受到负面影响。

增值税退税比例大幅滑坡。目前对林区三剩物和次小薪材作为原料生产纤维板和刨花板的增值税退税比例在 70%，有逐年下滑趋势，如未来出现政策收紧，退税比例大幅滑坡，将导致公司营业外收入迅速下降。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		