

康欣新材 (600076.SH)

COSB 板材龙头，关注景气回升+布局拓展

● 林木一体化的 COSB 板材龙头，“集装箱底板+环保板”顺势而动

2015 年公司与德国迪芬巴赫合作研发的 COSB 生产线正式投产，产能合计 27.5 万立方米，产能可在集装箱板和环保板之间灵活调配。2016 年上半年受集运市场景气低迷影响，箱板营收占比降至 32.13%，环保板业务贡献率大幅上升，营收占比为 54%。同时公司在上游营造速生杨、硬杂等林地，研发环保树脂胶粘剂，已形成“苗林木”一体化经营模式。

● 集装箱底板龙头受益景气回升，内扩外并产能继续扩张

2016 年底以来，集装箱制造行业呈现需求回暖趋势，将拉动箱板需求回升。公司 27.5 万立方 COSB 产线和 20 万立方箱板产线产能正逐步爬坡，并于 2 月收购新华昌木业再添 12 万立方产能（并获得订单、客户和技术资源），产能跃居行业第一。产能规模和产品性能优势明显，将优先受益景气回升。

● 环保板成功切入民用领域，布局木结构大有可为

板材行业存量市场规模大，格局分散，在结构方面有待升级，OSB 板具备广阔的替代空间，公司 COSB 性能优势尤为突出，环保板切入民用市场后快速发展，受益成本技术优势，盈利水平极高，未来具备持续扩张基础；同时公司布局木结构领域，可进一步发挥 COSB 性能优势，成长空间广阔。

● 投资建议：给予“买入评级”

公司 2017 年业绩承诺为扣非净利润不低于 4.42 亿元，此前两年公司业绩承诺均已超额完成；后续公司扩张产能将逐步达产，集装箱底板业务受益行业景气回暖出货量有望重回增长，同时环保板将保持快速增势，布局木结构房屋则将进一步打开成长空间。我们预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.36、0.51、0.64 元，对应 PE 分别为 26、18、15 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

集装箱板需求大幅下滑、原材料价格大幅上涨、新业务拓展低于预期；

盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	17.25	1,030.85	1,297.81	1,844.47	2,239.70
增长率(%)	26.23%	5,875%	25.90%	42.12%	21.43%
EBITDA(百万元)	-23.14	332.78	505.80	679.37	833.11
净利润(百万元)	-11.15	269.41	374.27	526.49	657.29
增长率(%)	-121.40%	2,517%	38.92%	40.67%	24.84%
EPS(元/股)	-0.030	0.260	0.362	0.509	0.636
市盈率(P/E)		39.70	25.95	18.45	14.78
市净率(P/B)	15.17	4.21	3.33	2.82	2.37
EV/EBITDA	-87.00	32.28	19.49	14.81	11.92

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

9.16 元

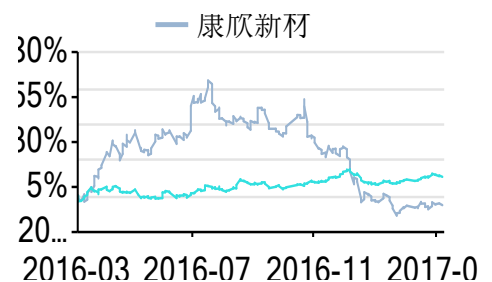
报告日期

2017-03-07

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,034/752
流通 A 股市值(百万元)	9,474
每股净资产(元)	2.46
资产负债率(%)	30.63
一年内最高/最低(元)	15.99/8.66

相对市场表现



分析师：邹戈 S0260512020001

021-60750616

zouge@gf.com.cn

分析师：谢璐 S0260514080004

021-60750630

xielu@gf.com.cn

相关研究：

联系人：徐笔龙 021-60750611

xubilong@gf.com.cn

目录索引

康欣新材：“苗林木”一体化的 COSB 板材龙头	4
“集装箱底板+环保板”双核，随势而动	5
集装箱底板龙头受益景气回升，内扩外并产能继续扩张	7
底板行业规模百亿量级，下游回暖景气迎来拐点	7
产能规模快速扩张，奠定行业龙头地位	8
并购新华昌木业，箱板业务实力全方位增强	9
COSB 作为箱板性能优势明显，成本具备突出竞争力	10
环保板成功切入民用领域，布局木结构大有可为	10
人造板存量市场规模大，行业格局分散，结构有待升级	10
公司自主研发 COSB，性能全面升级优势明显	13
成功切入民用市场，成本优势明显，增长快速	13
布局木结构领域，性能优势进一步凸显	14
投资建议	14
风险提示	14

图表索引

图 1: 康欣新材股权结构稳定, 李洁家族实际控制	4
图 2: 康欣新材“苗林木”一体化发展历程	5
图 3: 康欣新材的立体化产品结构	5
图 4: 2016Q3 营业收入同比增长 32.51%	6
图 5: 2016E 归母净利润同比增长 37%-44%	6
图 6: 2016H1 环保板营收贡献为 54.36%	6
图 7: 2016H1 环保板毛利贡献为 64.11%	6
图 8: 2016H1 环保板营收贡献超过箱板	6
图 9: 2016H1 环保板毛利贡献超过箱板	6
图 10: 我国集装箱出口数量 (万个)	7
图 11: 2016Q1 后 CCFI、SCFI 回升高位	7
图 12: 康欣新材与中集新材集装箱底板营收 (万元)	10
图 13: 康欣新材和中集新材的毛利率	10
图 14: 2015 年我国人造板产量 2.87 亿立方米	10
图 15: 2015 年我国人造板行业营收 8261 亿元	10
图 16: 2015 年我国三板产量占比达 88%	11
图 17: 2015 年我国人造板营收构成	11
图 18: 我国人造板历年产量构成	12
图 19: 我国与欧美人造板结构对比	12
图 20: 2016H1 康欣新材环保板营收增速达 244.5%	14
图 21: 2012-2016H1 康欣新材环保板营收占比	14
表 1: 集装箱底板行业各公司比较	8
表 2: 人造板主要种类及其性能比较	11
表 3: 普通刨花板、OSB、COSB 比较	13

康欣新材：“苗林木”一体化的 COSB 板材龙头

公司1998年成立，2011年整体变更为股份有限公司，2015年11月通过借壳北大青鸟登陆A股上市，并募集配套资金用于配套在建的年产27.5 万立方COSB项目以及年产20万立方新型集装箱底板项目。

目前，公司总股本为10.34亿股，控股股东李洁持有公司2.2亿股股份占总股本的21.31%，其母郭志先为公司董事长，其妻周晓璐为公司副总经理，三人与其父李汉华构成的李洁家族合计持有公司2.83亿股股份占总股本的27.38%，是公司实际控制人。

图1：康欣新材股权结构稳定，李洁家族实际控制



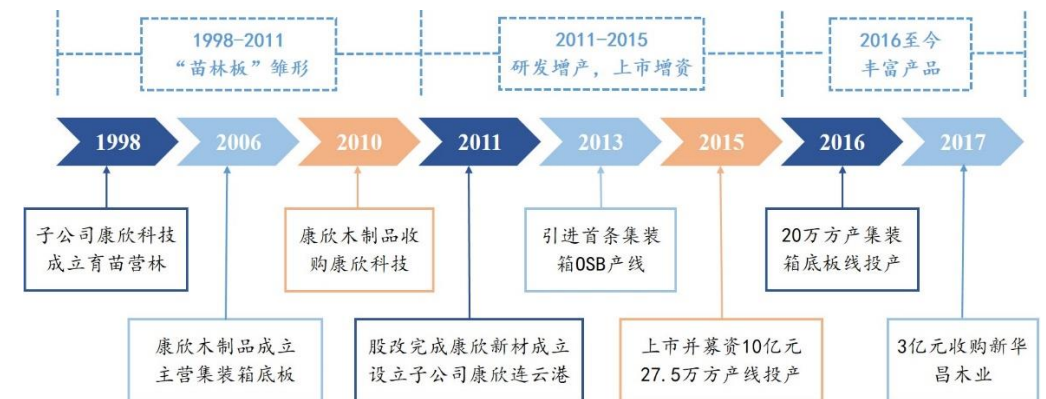
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司主要从事集装箱底板（包括杨木复合集装箱底板、竹木复合集装箱底板、OSB复合集装箱底板、OSB集装箱底板）、环保板等优质新型木质复合材料的研发、生产和销售，以及营林造林和优质种苗培育等业务。公司现已形成“苗林木”一体化经营模式。

公司早期的集装箱底板均为胶合板，在产品性能和成本上都不具备优势。2011年公司订购了首条竹木复合集装箱底板生产线，2013年向德国迪芬巴赫采购国内首条集装箱定向结构板（COSB）生产线，单线生产规模亚洲最大，生产工艺先进（原料采用次小薪材成本低、自动化程度高等），并拥有4年专利保护期。2015年7月COSB生产线正式投产，总产能27.5万立方米，其产品既能作为箱板的原材料芯板，又可作为COSB环保板直接销售，全部达产后，公司年产集装箱底板产能达到42万立方米（不包括新华昌木业）。

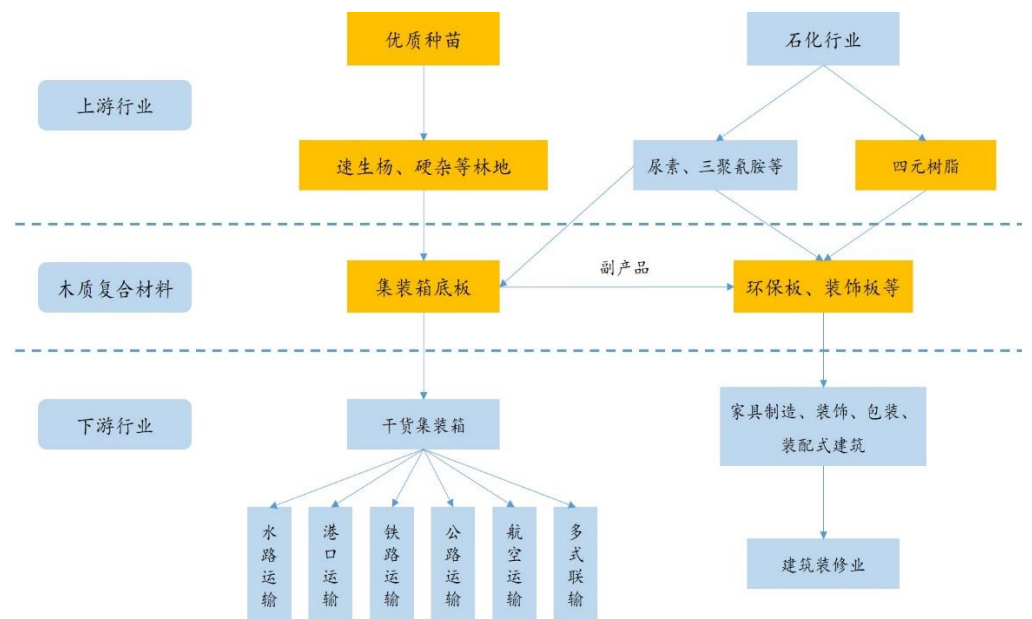
另外公司在上游大力营造适合加工成集装箱木底板的速生杨、硬杂等林地（速生杨10万亩，其他林产40余万亩），自主开发环保无污染的四元树脂胶粘剂。

图2：康欣新材“苗林木”一体化发展历程



数据来源：公司公告、公开网络、广发证券发展研究中心

图3：康欣新材的立体化产品结构

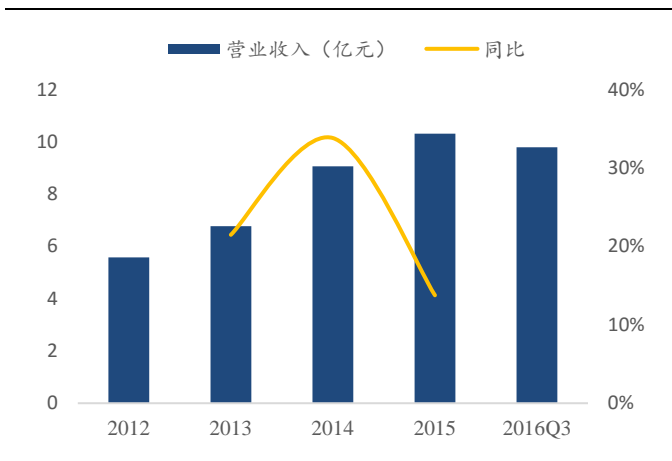


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

“集装箱底板+环保板”双核，随势而动

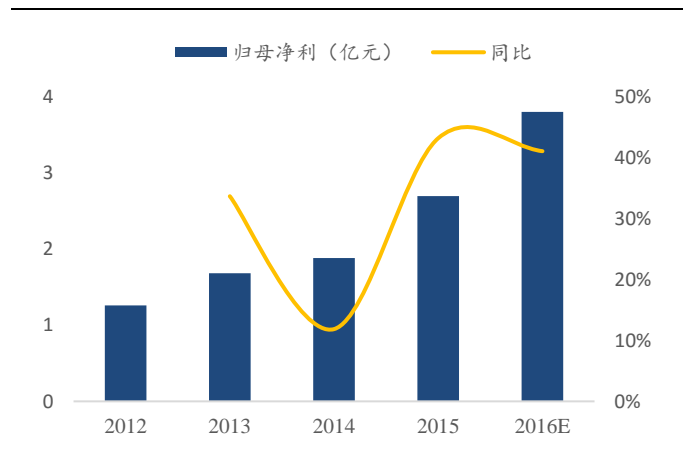
截至2016年第三季度，公司实现营业收入9.79亿元，归母净利润2.87亿元，分别同比增长32.51%和44.00%。公司业绩预增公告披露，2016年归母净利3.7-3.8亿元，同比增长37%-44%，延续了高速增长势头。

图4: 2016Q3营业收入同比增长32.51%



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图5: 2016E归母净利润同比增长37%-44%

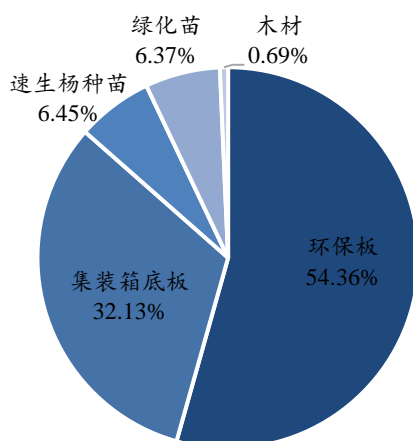


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

从产品结构看, 环保板是2016年公司业绩的主要增长点。2016年上半年环保板业务营收占比为54.36%, 毛利占比为64.11%。相较之下箱板贡献率大幅下降, 营收占比从2014年最大值54.05%降至32.13%, 毛利占比则从2013年最大值43.70%降至21.65%。

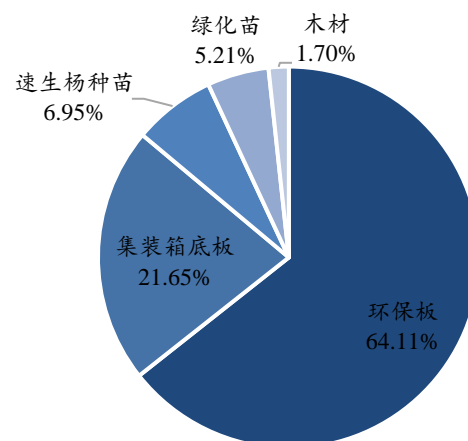
主要是2015年7月COSB生产线正式投产, 总产能27.5万立方米, 其产品既能作为箱板的原材料芯板, 又可作为COSB环保板直接销售。而2016年上半年集运行业景气低迷, 公司产能随市进行了灵活调整。

图6: 2016H1环保板营收贡献为54.36%



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

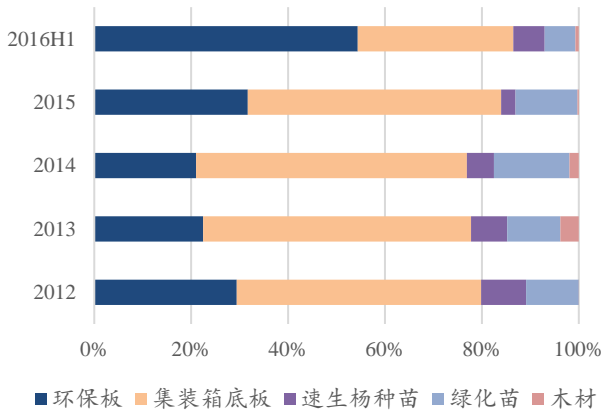
图7: 2016H1环保板毛利贡献为64.11%



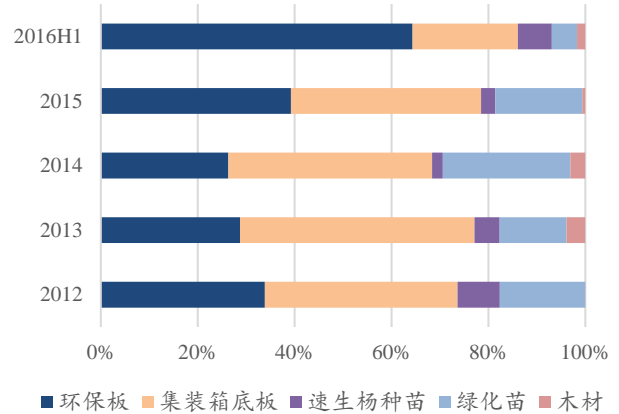
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图8: 2016H1环保板营收贡献超过箱板

图9: 2016H1环保板毛利贡献超过箱板



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

集装箱底板龙头受益景气回升，内扩外并产能继续扩张

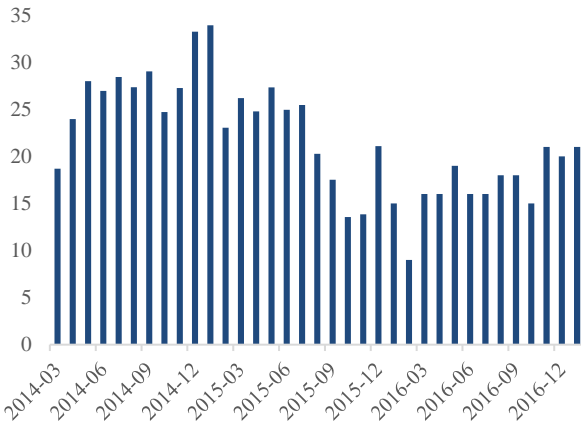
底板行业规模百亿量级，下游回暖景气迎来拐点

装箱底板可以按材质分为木底板、竹底板、钢板等，由于竹木底板在硬度、轻质、吸潮性等方面的综合性能优势，占据这干货集装箱底板市场的绝大多数份额。每一标准集装箱的木底板用量约为0.388立方米（5898mm×2352mm×28mm），目前集装箱底板价格约3850元/立方米，从集装箱历史数据来看，即便是在产销量较高的2010年，底板行业市场规模也仅在120亿上下。

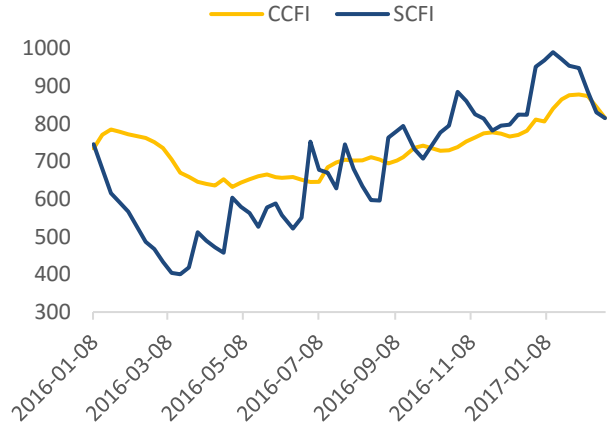
2016年底以来，国内出口集装箱运价不同程度回暖，租赁公司的终端利用率好转，工厂新箱堆存的减少，集装箱制造行业呈现需求回暖、价格上涨的态势。集装箱需求分为新增运力需求（保有量增长）和旧箱更新需求（存量置换）两部分，前者由全球商品贸易驱动，后者则由集装箱使用年限（折旧情况）驱动。在集装箱需求向好的情况下，箱价上涨也会刺激集运企业赶在低位进行旧箱更新。2017年下游集装箱订造需求的底部回升，也将带动底板行业的需求增长。

图10: 我国集装箱出口数量 (万个)

图11: 2016Q1后CCFI、SCFI回升高位



数据来源: Wind、海关总署、广发证券发展研究中心



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

产能规模快速扩张, 奠定行业龙头地位

由于集装箱底板行业装备投入大(单线成本从1000万到1亿不等)、技术壁垒高(对硬度、韧性、耐用指标要求高), 因而竞争优势主要来源于规模生产和产品性能。目前底板行业内共有厂商30余家, 年产10万立方米以上企业仅6家。

2015年上半年之前, 公司约有12万立方米集装箱底板产能。此后公司产能扩张步入快车道, 配套募资投建的27.5万立方米COSB产线和20万立方米集装箱底板产线逐步投产, 两个项目完全达产后公司集装箱底板产能将突破42万立方米。2017年2月公司发布公告, 以3亿元收购新华昌木业100%股权, 再添12万立方米集装箱底板产能。未来公司集装箱底板合计总产能将达到54万立方米, 成为行业内最大生产商。此外中集新材隶属于中集集团, 是集装箱底板的老牌生产商, 拥有年产能约35万立方米; 江苏快乐年产25万立方米。其余规模较大的还有年产14万立方米的东顺木业、年产10万立方米的胜狮木业与和其昌。到2018年上述6家企业的产能集中度将达73%。

表1: 集装箱底板行业各公司比较

公司	业务介绍	产品	产能 (万 m ³)	集中度
康欣新材	主要从事集装箱底板和环保板生产、销售，2015 新建 27.5 万方和 20 万方人造板产线。	COSB 木底板	42	21%
新华昌 (已被康欣新材收购)	从事集装箱底板生产、销售，年产能达 12 万立方米	胶合木底板	12	6%
中集新材	近年来提供了近 300 万立方的底板，使用在全球 1000 万台集装箱上。	竹木复合底板、木底板	35	17%
江苏快乐	主要产品是各类胶合板、集装箱底板、实木底板、实木复合底板等，生产线 30 余条。	木底板	25	12%
东顺木业	公司主要生产东顺牌集装箱用木底板和建筑用水泥模板，每月产能 1 万立方米以上。	木底板	14	7%
胜狮木业	专业生产集装箱用底板，能够全面满足 20 英尺、40 英尺、45 英尺、48 英尺和 53 英尺等各种尺寸。	木底板	10	5%
和其昌	主要从事竹木复合集装箱底板生产。	竹木复合底板	10	5%

数据来源：公司公告、公司网站、广发证券发展研究中心

并购新华昌木业，箱板业务实力全方位增强

另外，此次收购的新华昌木业原本隶属于我国集装箱龙头新华昌集团，而新华昌集团是公司的大客户之一。兼并新华昌木业后，公司将获取优质订单、客户及生产线。

首先，2017-2022年公司订单量将得到充分保障。新华昌集团在本次交易中做出业绩承诺：（1）2017-2019年新华昌每年向新华昌木业采购不少于10万立方米集装箱底板，且新华昌木业净利润分别不低于2000万元、2500万元、3000万元；（2）2020-2022年每年向公司及公司下属公司购买的集装箱底板数量不少于其采购量的70%，目前新华昌集团的集装箱年产能约为80万TEU，按照产能利用率为80%-90%计算，年集装箱底板需求量约为25-28万立方米，则其向公司采购的数量为17-20万立方米。

其次，新华昌木业能为公司引入优质客户资源。集装箱底板的供应商资格认定周期较长，产品经集装箱制造商、船公司或集装箱租赁企业的初步检验后方可小批量试用，试用合格才能被列入供应商目录，双方合作关系一旦确立则会较为牢固。新华昌木业作为老牌企业，产品已被海内外多家知名企业认可，将拓宽公司的销售渠道。

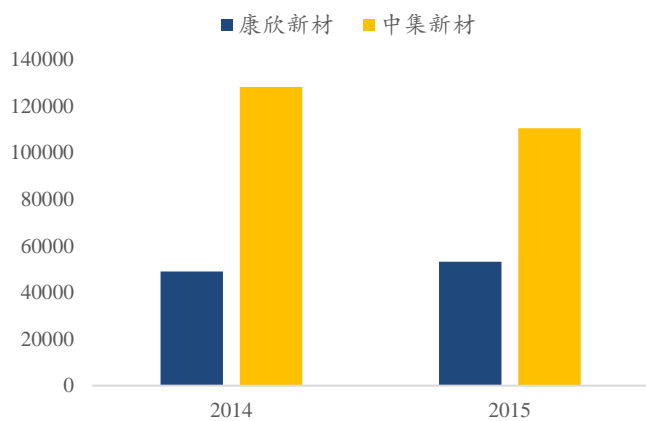
最后，新华昌木业能与公司制造工艺的产生协同效应。新华昌木业在集装箱底板生产中采用多层胶合的工艺模式，而公司则主要采用COSB芯板加贴面的模式生产集装箱底板。双方整合完成后，公司可将COSB芯板以市场公允价格出售给新华昌木业供其贴面加工，双方的综合毛利率和平均利润都将提高。

COSB 作为箱板性能优势明显，成本具备突出竞争力

公司的核心竞争力是其优质的产品。公司本已具备较为完备的集装箱底板产品体系，囊括多种材质、不同工艺，能够满足各类集装箱需求。中集集团、江苏快乐、东顺木业、胜狮木业主要生产胶合集装箱底板，和其昌主要生产竹木复合集装箱底板，公司主要生产OSB集装箱底板和竹木复合板，相较于传统的胶合集装箱底板，COSB集装箱底板在硬度、刚度、耐磨、耐用、轻质、环保性等指标上都更具优势，尤其是底板质量更轻，更加符合当前集装箱轻质化的趋势。

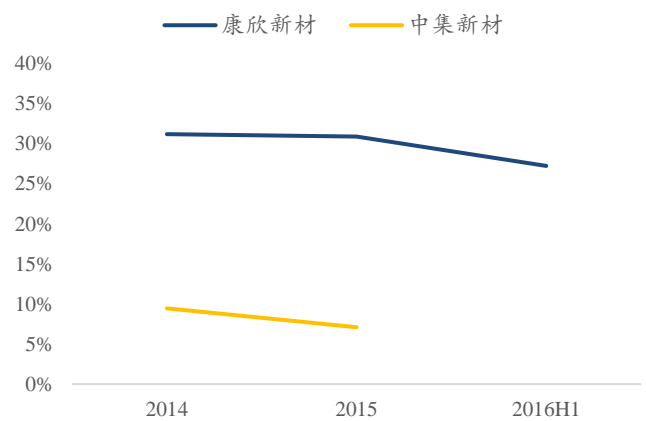
公司的成本控制能力十分突出。公司自产林木，并且集装箱底板的芯板主要是定向结构刨花板（OSB和COSB），其木材综合利用率远高于胶合板，分别为85%和65%。据测算每提高一个百分点的综合利用率可增加相当于40万立方米的木材。2014-2016H1，公司集装箱底板的毛利率始终保持在30%左右。

图12: 康欣新材与中集新材集装箱底板营收(万元)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图13: 康欣新材和中集新材的毛利率



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

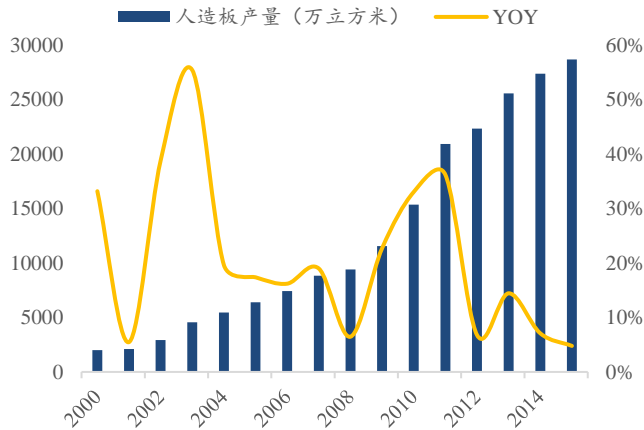
环保板成功切入民用领域，布局木结构大有可为

人造板存量市场规模大，行业格局分散，结构有待升级

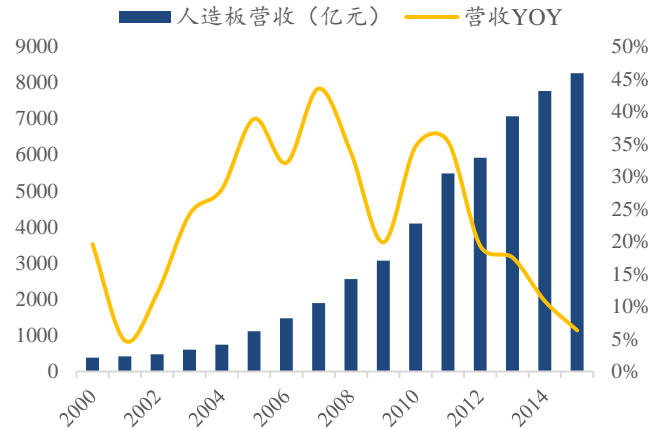
我国人造板行业前后经历了两轮高速增长期，2009-2012年人造板产量和营收均经历了每年24.5%左右的高速增长。2012年以后增速放缓，2015年行业产量增速降至5%以下，营收增速降至6.33%。虽然增速放缓，但存量空间巨大，2015年整个行业规模达到8261亿元。行业格局则较为分散，企业数目约5000家，行业内规模最大的企业市占率仅1%不到。

图14: 2015年我国人造板产量2.87亿立方米

图15: 2015年我国人造板行业营收8261亿元



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

人造板是以木材或其他植物为主要原料,经机械分离后施加胶粘剂加工而成的板材。根据制造工艺不同可分为胶合板、纤维板、刨花板、细木工板等,胶合板、纤维板和刨花板并称为“三板”最为常用,三者对原材料要求有所不同,胶合板对原材料要求较高,一般为大径原木;纤维板、刨花板对原材料的要求则较低,可以是原木、三剩物(枝丫、造材剩余、加工剩余)、次小薪材、秸秆、甘蔗渣等。

表2: 人造板主要种类及其性能比较

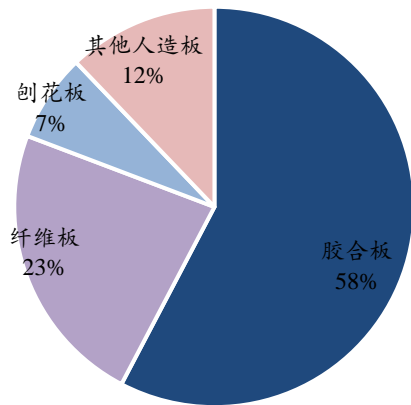
种类	工艺	优点	缺点	用途
胶合板	单板或薄木用胶粘剂胶合而成的三层或多层的板材	结构强度大、韧性好	成本高	装饰板, 墙壁、天花板、底板等构件等
纤维板	将木材或其他植物分离为纤维素并施加胶粘剂胶合而成	材质均匀、可塑性大	不耐潮、握钉力差	家具门板等
刨花板	木材或其他植物碎料, 施加胶粘剂后在热力和压力作用下胶合而成	横向承重强、质量轻、环保性强、成本低	不便于铣型	家具柜体, 车厢底板等

数据来源: 公开网络, 广发证券发展研究中心

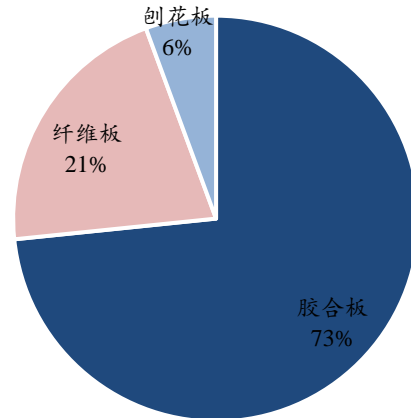
在我国,三板产量占人造板总产量的80%以上,其中胶合板规模最大,纤维板次之,刨花板最小。2015年三板产量分别为1.65亿立方米、6618万立方米和2030万立方米,营收分别为5260亿元、1506亿元和403亿元。

图16: 2015年我国三板产量占比达88%

图17: 2015年我国人造板营收构成



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心



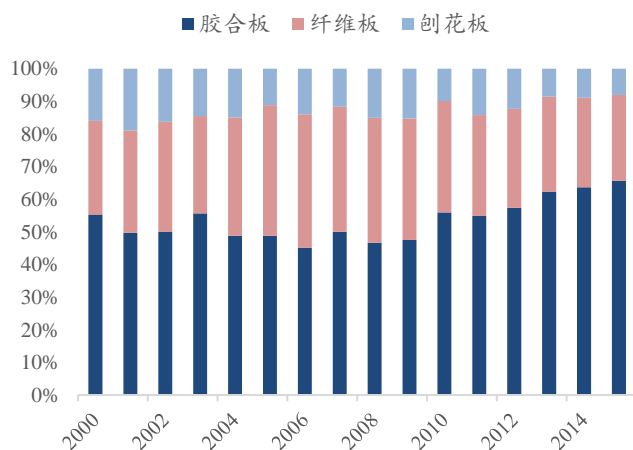
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

未来我国人造板市场结构势必发生变化:

其一,我国人造板市场结构与林木资源供给情况极不匹配。目前我国胶合板产量占人造板行业总产量的50%以上,但胶合板所需的大径木资源却较为短缺。过去大径木材高度依赖进口,对外依存度达80%以上,然而随着马来西亚、印度尼西亚等木材出口国政策变化,优质大径木材价格不断提高。

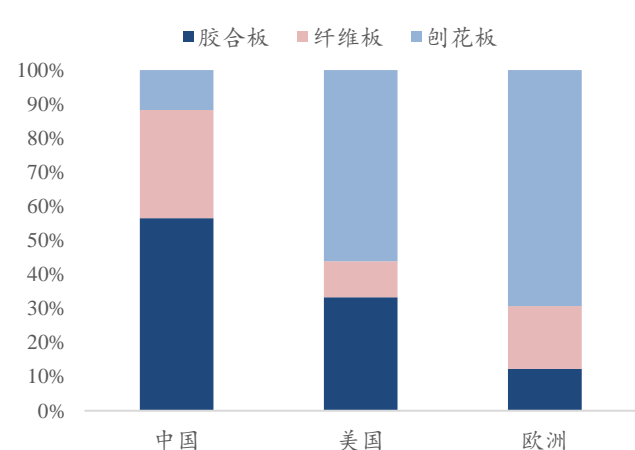
其二,对标欧美成熟市场,我国人造板市场同样有改善空间。在欧美市场,优质刨花板是重要的家用板材,2015年美国刨花板产量占比为56.09%,欧洲刨花板产量占比更是高达69.29%。而在我国,由于早前生产企业规模小、设备差,产品质量低下、甲醛污染严重,刨花板一直被认为是低端产品,其产量占比仅为7%左右。随着规模以上企业不断进入,高端刨花板的形象有望改善。

图18: 我国人造板历年产量构成



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图19: 我国与欧美人造板结构对比



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

其三,城镇消费升级,新型木质复合材料值得期待。近年来,OSB板、竹木复合板等升级替代板材逐步成长。一方面,这类板材的原材料为小径木、小薪材,可由速生林地培育采伐,易获取、成本低;另一方面,此类板材的结构性能、环保性

能较传统板材均有一定优势，被越来越多的家具、家装厂商认可和运用。然而，当前此类板材的知名度较低，且容易与假冒、劣质刨花板混淆，仍处于市场培育阶段。未来在加强渠道、品牌建设后，有望逐步被市场接受。

公司自主研发 COSB，性能全面升级优势明显

顾名思义，COSB是OSB的特殊品种，C代表着集装箱（container），是公司德国迪芬巴赫公司的OSB产线进行改造升级后的制成品，属于世界首创。公司对COSB产线拥有完全的自主知识产权。

OSB由定向铺排的木质或植物碎块经热压后胶合而成，性能优异、用途广泛。OSB板可以轻松满足甲醛排放欧洲E0标准，环保性能佳。1980-1990年代、20世纪后，OSB在欧美迅速扩张。目前在北美结构用板材中OSB占比已经提升到了66%，在欧洲占比也达到了43%，在总的板材占比中则为10%左右。

作为OSB的升级产品，COSB的性能优势更加明显。首先，公司COSB在环保性能上拥有极高的标准，公司是国内少数几个同时获得FSC-FM认证和COC认证的企业，公司所用的胶粘剂为自主研发的四元树脂，属于无甲醛级产品。其次，COSB是集装箱底板级产品，在硬度、韧性、耐用、耐磨等方面的标准更高。

表3：普通刨花板、OSB、COSB比较

种类	工艺	特点	环保性	价格	用途
刨花板	木材或其他植物碎料，施加胶粘剂后在热力和压力作用下胶合而成	横向承重强、质量轻	较好，E1级	低	家具柜体，车厢底板等
OSB	芯层刨片纵横交错定向铺装后，经热压成型后的一种人造板	结构强度高、木质均匀、表面平整、环保	好，E0-E1级	较高	家具、底板、建筑构件
COSB	速生杨刨片纵横交错定向铺装后，经连续热压成型的高强度人造板	结构强度超高、易于加工、兼具OSB优点	极好，无醛	低	家具、集装箱底板、装配式构件等

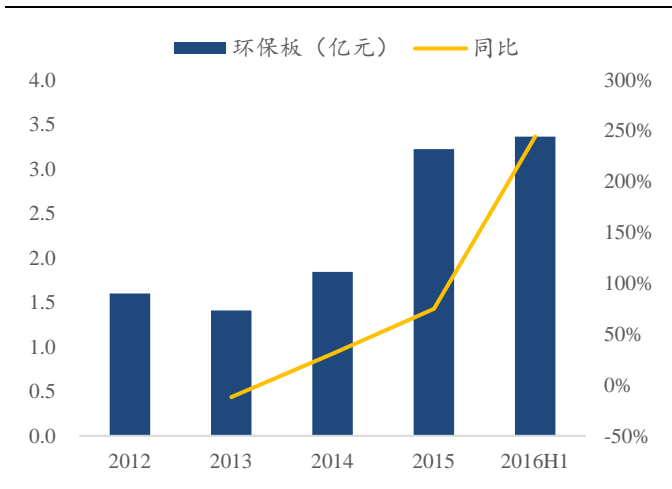
数据来源：公开网络，广发证券发展研究中心

成功切入民用市场，成本优势明显，增长快速

公司以环保板涉足民用板材领域，实现了快速发展，2015年和2016年上半年收入分别同比增长75%和244%。同时环保板盈利能力亦十分突出，2016年中报披露，环保板材毛利率高达48%。

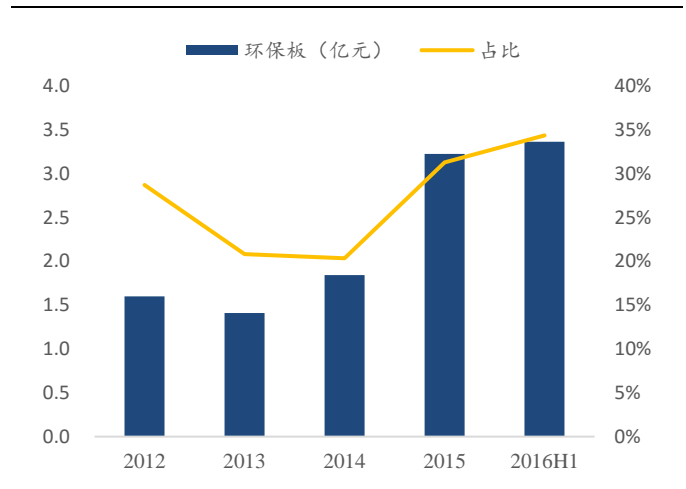
环保板的高盈利主要来自公司的成本和技术优势（自有林木、胶黏剂，产线自动化程度高、木材利用率高），从产品售价来看，按市面上零售板材折合的单价价格来看，公司的售价明显要低（主要采取直销模式，扣除中间经销商加价，仍然具备竞争力），未来在渠道建设、市场扩张方面，具备广阔空间。

图20: 2016H1康欣新材环保板营收增速达244.5%



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图21: 2012-2016H1康欣新材环保板营收占比



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

布局木结构领域，性能优势进一步凸显

OSB板具有稳定性好，材质均匀，热膨胀系数小，握钉力高等特点，具有作为建筑结构的受力构件的能力；公司COSB板的性能更加优越。在目前的民用板材领域，公司板材的性能优势并不能得到全部发挥。为此，公司在木结构领域积极进行布局拓展，一方面公司作为材料供应商可给木结构房屋生产商供货，将公司的COSB板材应用到木结构房屋中作为结构材、承重材，另一方面公司也成立子公司湖北天欣木结构房屋，进行木结构装配式房屋的生产销售，向下游进一步延伸，重点布局海外市场，明年新西兰等市场的订单有望释放贡献业绩。

投资建议

公司2017年业绩承诺为扣非净利润不低于4.42亿元，此前两年公司业绩承诺均已超额完成；后续公司扩张产能将逐步达产，集装箱底板业务受益行业景气回暖出货量有望重回增长，同时环保板将保持快速增势，布局木结构房屋则将进一步打开成长空间。我们预计2016-2018年EPS分别为0.36、0.51、0.64元，对应PE分别为26、18、15倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

集装箱板需求大幅下滑、原材料价格大幅上涨、新业务拓展低于预期；

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016	2017	2018
流动资产	729	2035	1872	2254	2692
货币资金	28	781	239	35	168
应收及预付	18	296	624	789	813
存货	675	932	1009	1430	1711
其他流动资产	9	25	0	0	0
非流动资产	54	1628	1743	2019	2328
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3	885	824	765	743
在建工程	0	218	238	258	278
无形资产	1	359	681	997	1307
其他长期资产	51	166	0	0	0
资产总计	784	3662	3615	4273	5020
流动负债	421	673	314	446	535
短期借款	0	268	0	0	0
应付及预收	421	226	314	446	535
其他流动负债	0	179	0	0	0
非流动负债	115	449	386	386	386
长期借款	115	386	386	386	386
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	63	0	0	0
负债合计	536	1122	700	832	921
股本	366	1034	1034	1034	1034
资本公积	487	515	515	515	515
留存收益	-726	991	1366	1892	2549
归属母公司股东权	127	2541	2915	3441	4099
少数股东权益	121	0	0	0	0
负债和股东权益	784	3662	3615	4273	5020

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	17	1031	1298	1844	2240
营业成本	14	609	765	1085	1298
营业税金及附加	0	9	10	15	18
销售费用	2	40	38	59	72
管理费用	25	88	60	94	114
财务费用	0	45	21	20	21
资产减值损失	0	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	-24	233	404	572	717
营业外收入	8	53	12	13	14
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	-16	285	416	585	730
所得税	-1	16	42	58	73
净利润	-15	269	374	526	657
少数股东损益	-4	0	0	0	0
归属母公司净利润	-11	269	374	526	657
EBITDA	-23	333	506	679	833
EPS (元)	-0.03	0.26	0.36	0.51	0.64

现金流量表

单位: 百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-97	51	186	169	546
净利润	-15	269	374	526	657
折旧摊销	1	48	81	87	95
营运资金变动	-83	-322	-295	-454	-216
其它	-1	55	26	10	9
投资活动现金流	0	-221	-191	-350	-390
资本支出	0	-227	-192	-351	-390
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	6	0	0	0
筹资活动现金流	60	889	-537	-23	-23
银行借款	65	378	-268	0	0
债券融资	-5	-1043	-238	0	0
股权融资	0	983	0	0	0
其他	0	571	-31	-23	-23
现金净增加额	-37	719	-542	-204	133
期初现金余额	66	28	781	239	35
期末现金余额	28	747	239	35	168

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	26.2	5,874.9	25.9	42.1	21.4
营业利润增长	12.5	1,059.6	73.6	41.5	25.3
归属母公司净利润增长	-121.4	2,517.2	38.9	40.7	24.8
获利能力(%)					
毛利率	16.6	40.9	41.0	41.2	42.0
净利率	-86.4	26.1	28.8	28.5	29.3
ROE	-8.8	10.6	12.8	15.3	16.0
ROIC	-6.9	10.4	12.5	14.0	15.4
偿债能力					
资产负债率(%)	68.4	30.6	19.4	19.5	18.4
净负债比率	0.4	-	0.1	0.1	0.1
流动比率	1.73	3.03	5.96	5.06	5.03
速动比率	0.10	1.50	1.19	0.50	0.74
营运能力					
总资产周转率	0.03	0.46	0.36	0.47	0.48
应收账款周转率	8.11	10.27	10.27	10.27	10.27
存货周转率	0.03	0.76	0.76	0.76	0.76
每股指标(元)					
每股收益	-0.03	0.26	0.36	0.51	0.64
每股经营现金流	-0.27	0.05	0.18	0.16	0.53
每股净资产	0.35	2.46	2.82	3.33	3.96
估值比率					
P/E	-172.8	39.7	25.9	18.4	14.8
P/B	15.2	4.2	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	-87.0	32.3	19.5	14.8	11.9

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
谢璐：分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
徐笔龙：研究助理，南京大学管理学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。