

康欣新材 (600076.SH)

系列报告之集装箱底板：景气回暖下的行业龙头

底板是集装箱重要部件，终端客户重视程度高：底板是集装箱主要承重部件，成本占比 15% 左右。由于底板在保障性能方面的重要性，要获取终端客户认可，进入最终供应商名录，仍然具备较高门槛。底板制造商先后需要通过箱东和制造商检验、试用，小批量采购、使用后方能成为合格供应商，承接大规模订单。

集装箱制造景气复苏，驱动底板需求回升：集装箱底板需求主要来自新建集装箱（还有少部分修箱板需求），包括保有量增长和旧箱更新两部分。全球贸易量增速放缓，保有量增长贡献减弱，旧箱更新占新建产量的比例更大。终端利用率提升、堆存量减少、运价回升，驱动集装箱制造盈利景气底部复苏，带来底板需求回暖，迎来量价齐升。

行业格局相对较为集中，产品持续升级：目前国内共有底板厂商 30 余家，一般分为三类：箱厂子公司、专营箱板的独立企业、随箱厂设厂的作坊式企业。行业格局相对较为集中，目前年产 10 万方以上的底板厂商有 6 家，规划产能投放后合计市占率达 70%。历经多年发展，不同品种的底板层出不穷，OSB 底板和竹木复合底板逐步替代传统底板。

康欣新材：行业龙头，COSB 性能和成本优势明显：公司内扩外并，迅速提高底板产能，成为最大生产商。自主研发的 COSB，技术成本优势明显，并通过收购新华昌，产能扩张同时，进一步攫取优质客户资源。在行业内整体竞争力突出，盈利水平明显高出竞争对手。

投资建议：维持“买入”评级：公司集装箱底板业务已是行业龙头，受益今年行业景气回暖，叠加产能投放，出货量有望大幅增长，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，维持“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%	5,874.90%	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%	2,517.24%	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

当前价格 10.87 元

前次评级 买入

报告日期 2017-03-24

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) 11,242

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

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：

康欣新材(600076.SH)：2017-03-07

COSB 板材龙头，关注景气回

升+布局拓展

联系人：徐笔龙 021-60750611

xubilong@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

底板是集装箱重要部件，终端客户重视程度高.....	4
底板是集装箱主要承重部件，成本占比 15%左右.....	4
终端客户箱东具备较强话语权，进入供应商名录门槛较高.....	5
集装箱制造景气复苏，驱动底板行业需求回升.....	6
底板需求构成：新增集箱与旧箱板维修需求.....	6
集装箱行业历经周期回顾，当前处于景气回升阶段.....	7
回暖的表现：利用率提高、堆存量减少、运价回升.....	8
集装箱产量高速增长，带动底板行业迎来量价齐升.....	9
行业格局相对较为集中，产品持续升级.....	11
企业数量较少，行业相对集中.....	11
底板品种不断丰富，OSB 等新型底板渗透率逐步提升.....	12
康欣新材：行业龙头，COSB 性能和成本优势明显.....	13
产能快速扩张，未来市占率持续提升.....	13
自主研发 COSB，技术成本优势明显.....	14
客户资源丰富，并入新华昌如虎添翼.....	15
同业比较来看，公司竞争力突出.....	16
投资建议：维持“买入”评级.....	18
风险提示.....	18

图表索引

图 1: 集装箱结构图: 底板是主要承重部件	4
图 2: 集装箱原材料成本构成	4
图 3: 集装箱原材料成本构成	5
图 4: 集装箱底板行业产业链	5
图 5: 箱东掌握集装箱底板采购决定权	6
图 6: 集装箱底板需求传导逻辑图	7
图 7: 全球集装箱产量和保有量 (万 TEU)	7
图 8: 2016 年集运企业景气指数 (仓位利用率) 升高	8
图 9: 东方国际载货量自 2016Q1 稳步回升 (万 TEU)	8
图 10: 2016Q1 后 CCFI、SCFI 回升	9
图 11: 2016Q3 Triton 营收同比增长 41% (百万美元)	9
图 12: 2016Q1 起我国集装箱出口数量增加 (万个)	10
图 13: 钢价与集装箱价格有密切关系	10
图 14: 公司集装箱底板计划产能为 54 万 m ³	13
图 14: 前五名客户中集装箱制造企业营收占比	15
图 15: 康欣新材集装箱底板营收情况 (万元)	16
图 16: 康欣新材与竞争对手底板营收比较	16
图 17: 康欣新材底板毛利率长期稳定在 30% 左右	17
图 18: 康欣新材毛利率远高于竞争对手	17
图 19: 康欣新材快速扩张后生产人员比例增高	17
图 20: 康欣新材人工成本逐年下降	17
图 18: 康欣新材经营性活动现金流净额 (万元)	17
图 19: 康欣新材资产负债率	17
表 1: 我国集装箱底板行业各公司比较	11
表 2: 不同集装箱底板性能、成本比较	12
表 3: 康欣新材集装箱底板品类比较	14

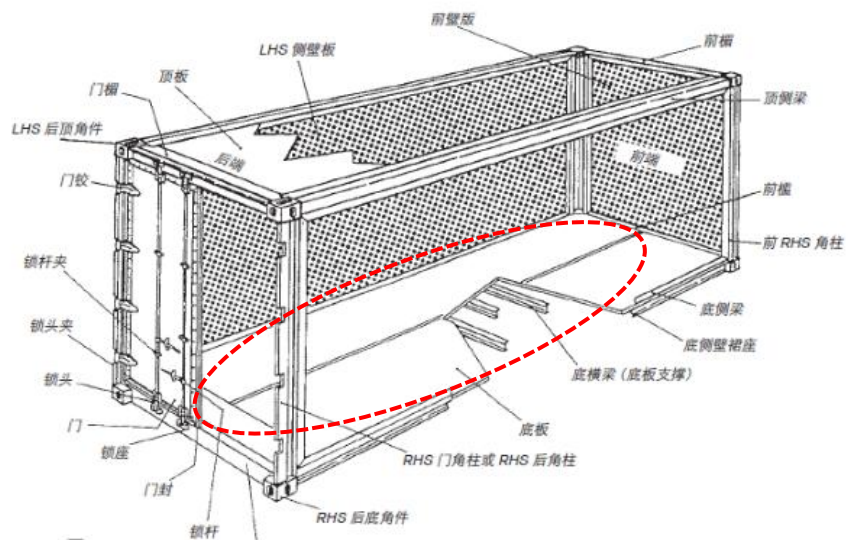
底板是集装箱重要部件，终端客户重视程度高

底板是集装箱主要承重部件，成本占比 15%左右

集装箱是指具有一定强度、刚度和规格的大型装货容器，是现代国际货运中不可或缺的部分，第一个现代集装箱诞生于1956年的美国，60年代初集装箱制造业发端，70年代国际货运集装箱化迅速发展。历经三十多年的发展，我国的集装箱工业在全球目前占有重要地位，1993年开始我国集装箱产量便开始蝉联世界第一，2015年中国集装箱生产总量287万TEU，全球占比达到95%，共有集装箱制造工厂60多家，其中中集、胜狮、新华昌、中海四大集团共有40家工厂，在国内的产量占比达到85%。

集装箱底板则是集装箱的主要承重部件。通常一个20英寸标准集装箱的载货重量在28-30吨之间，底板能够起到分散货物压强，保护箱体的作用。因而对底板的性能要求十分严格，必须具备较高的强度、刚性、耐磨、耐用等，此外还需有一定的吸潮能力和尺寸稳定性。以底板密度为例，我国集装箱胶合板技术标准规定密度 $>0.75\text{g/cm}^3$ ，但普通人造板仅需达到 0.65g/cm^3 即可。

图1：集装箱结构图：底板是主要承重部件

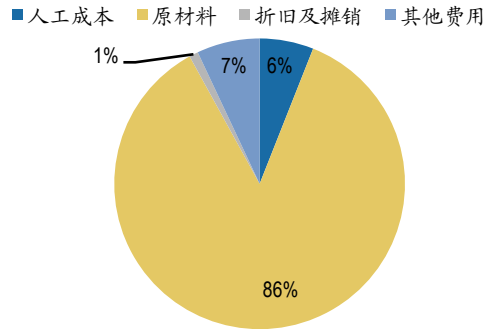


数据来源：中远集运，广发证券发展研究中心

集装箱制造成本构成中，原材料占比最高，达到86%，主要包括钢材、木底板、涂料、配件（封条、锁具等）等，其中钢材占成本的50%以上，底板占比15%左右，涂料和其他配件合计占比15%左右。

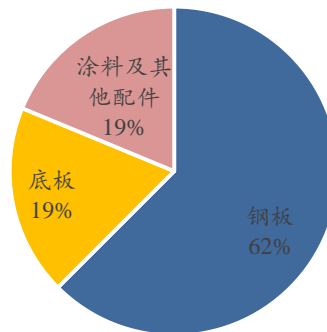
主要原材料中，钢板、涂料较早便实现国内供应，但集装箱木底板却长期依赖从东南亚进口（一来我国用于生产传统集装箱木底板的大径木资源稀缺，二来印尼、马来等国盛产其常用的阿必东、克隆木等热带硬木）。1999年起不少国内企业开始涉足新型集装箱底板研发，对外依赖度逐步降低。

图2：集装箱原材料成本构成



数据来源：中国集装箱行业协会，广发证券发展研究中心

图3: 集装箱原材料成本构成



数据来源：胜狮货柜、康欣新材公告，广发证券发展研究中心

终端客户箱东具备较强话语权，进入供应商名录门槛较高

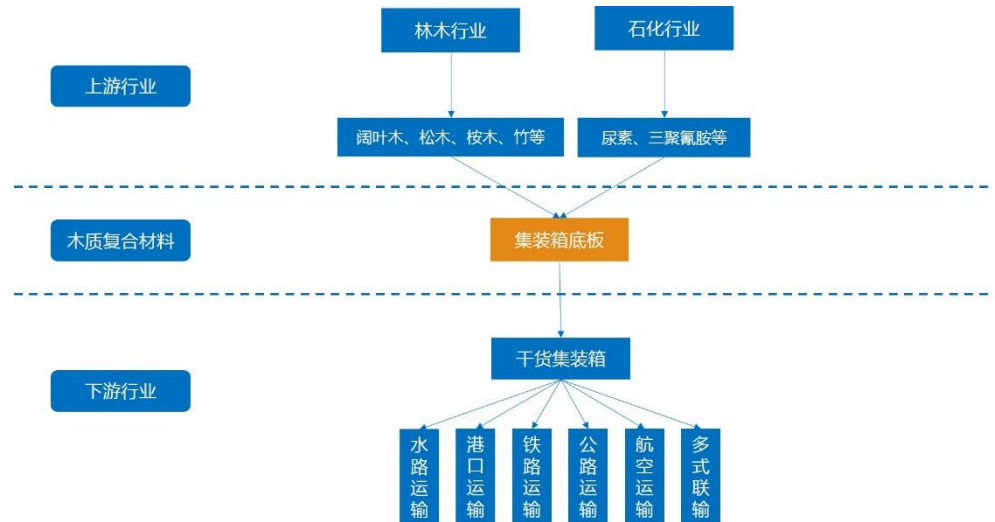
集装箱底板行业的上游包括林木业（传统底板对天然热带硬木需求大，近年来随着工艺改进，竹木材料正在逐步取代热带硬木）和化工行业（胶粘剂将木质、植物物质组胚粘合成人造板材的材料，在增强底板物理、防腐性能方面具备重要作用，其主要原料包括甲醛、尿素、三聚氰胺等）。

集装箱底板的下游则是从集装箱制造业再到终端客户集装箱箱东（货运公司和集装箱租赁公司），由于底板在保障性能方面的重要性，不仅是集装箱制造商，箱东在底板供应商选择过程中亦具备较强话语权：

一般而言，先是箱东以点单的形式选定集装箱制造用的底板和钢材的供应商范围，集装箱制造商则有权在既定供应商范围内挑选特定批次产品的供应商。要成为合格供应商，底板制造商先后需要通过箱东和制造商检验、试用，小批量采购、使用后方能成为合格供应商，承接大规模订单。

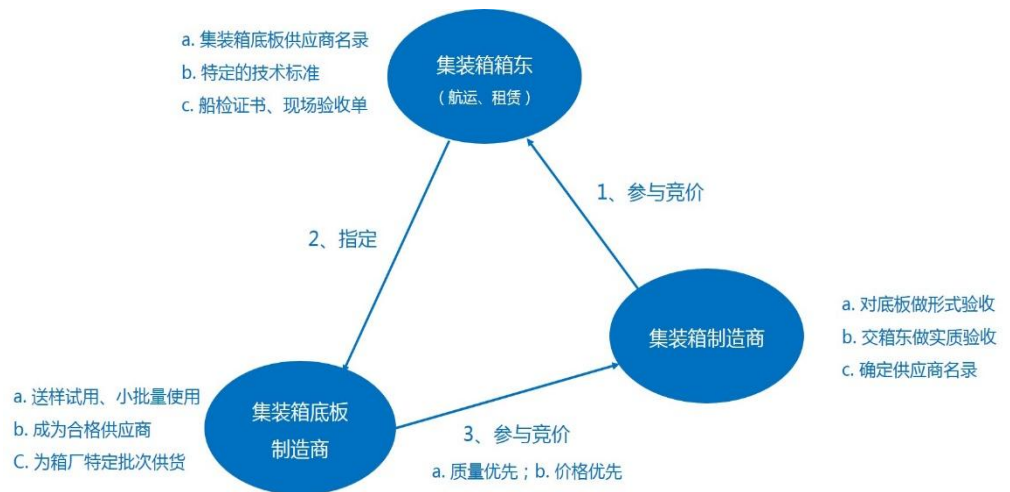
整体而言，虽然底板生产壁垒不高，但要获取终端客户认可，进入最终供应商名录，仍然具备较高门槛。

图4: 集装箱底板行业产业链



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图5：箱东掌握集装箱底板采购决定权



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

集装箱制造景气复苏，驱动底板行业需求回升

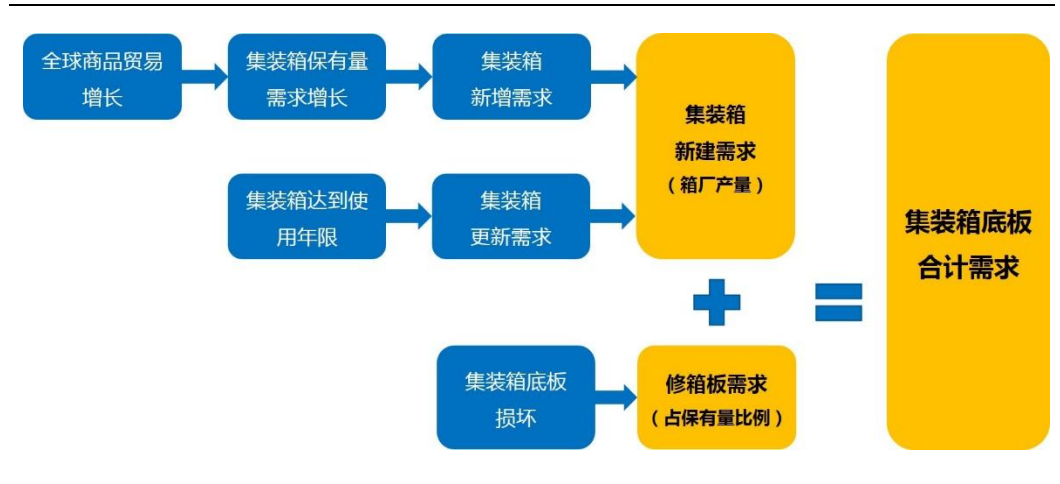
底板需求构成：新增集箱与旧箱板维修需求

集装箱底板需求主要分为两大部分，新建集装箱产生的需求（**新建需求**）和集装箱板修理中产生的需求（**修箱板需求**），新建需求体现在集装箱制造商的产量上，由保有量的增长和旧箱更新两部分构成：2012年欧债危机之后全球商品贸易量增速放缓年均不足3%，保有量增长贡献减弱，当前更新旧箱占新建产量的比例更大（集装箱生命周期为12-15年，年限一到即需替换，实际更换年限要更短）。

另外还有部分修箱板需求，每年都有一定比例的底板由于破损、使用年限到期

需要更换。从历史数据看，2000年全球集装箱保有量约1500万TEU，我国集装箱产量近110万TEU，当时我国年均修箱板需求约8万m³。2010-2015年全球集装箱保有量和年产量均已较十年前翻番（分别为3000万TEU和294万TEU），简单估计当前每年的修箱板需求约为20万m³。

图6: 集装箱底板需求传导逻辑图



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

集装箱行业历经周期回顾，当前处于景气回升阶段

1997年以来全球集装箱行业总体处于稳步增长的态势，全球集装箱保有量从1997年的1152万TEU增长至2015年的3555万TEU，期间全球产量呈现一定的周期波动，分别在2001、2005、2008-2009、2012、2015年等年份出现负增长。整体来看，2008年-2009年是一个分水岭：

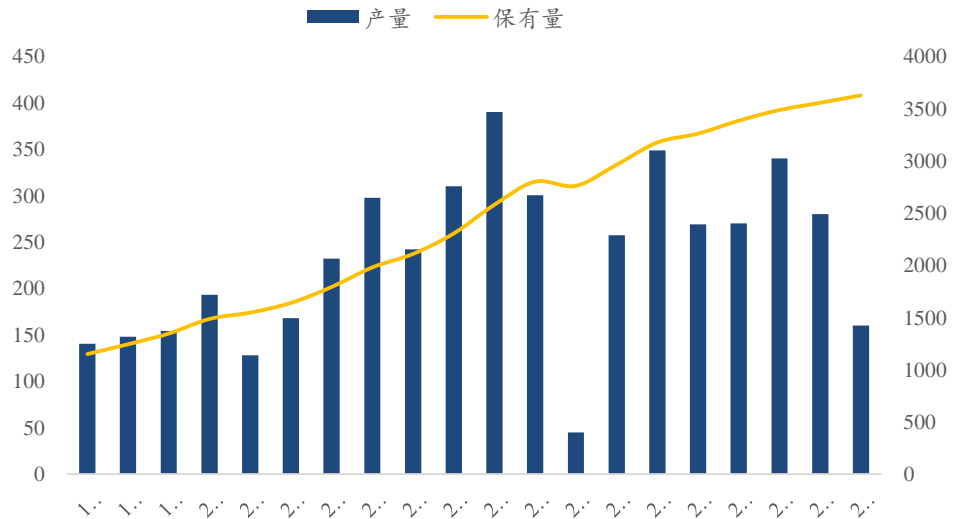
1997年亚洲金融危机结束至2008年全球金融危机爆发，全球经济和商品贸易量长期稳定增长，集装箱需求整体呈现逐年提升趋势，至2007年的全球大宗牛市，集装箱产量也达到峰值，接近400万TEU。然而受次贷危机波及，2008年全球集装箱需求量出现下滑，2009年全球集装箱需求跌至冰点，不足45万TEU。

2009年之后，全球集装箱行业呈现出更为明显周期波动：

2010年至2012年，全球商品贸易在2010年呈V字型反弹，叠加船公司降低航速，集装箱周转时间延长，新增集装箱需求激增。以我国最大的集装箱制造商中集集团为例(集中度近40%)，2010年干货集装箱销量从上一年度的6.09万TEU骤增至129.6TEU，增幅高达2045.70%，至2011年已接近次贷危机前水平。2012年欧债危机之后集装箱市场再度下行，2010年集中增加的产能造成巨大的过剩压力。

2013年至2016年初，行业处于结构关系调整中。由于航运低迷、集装箱原材料价格下行，集装箱新建需求萎靡、旧箱替换需求压抑，2015-2016集装箱产量持续下滑。随着航运公司过剩产能拆解、韩进于2016年中申请破产保护，集装箱供需关系有所好转，2016年年底出现明显底部回暖迹象。

图7: 全球集装箱产量和保有量（万TEU）



数据来源: Triton、中集集团公告, 广发证券发展研究中心

回暖的表现: 利用率提高、堆存量减少、运价回升

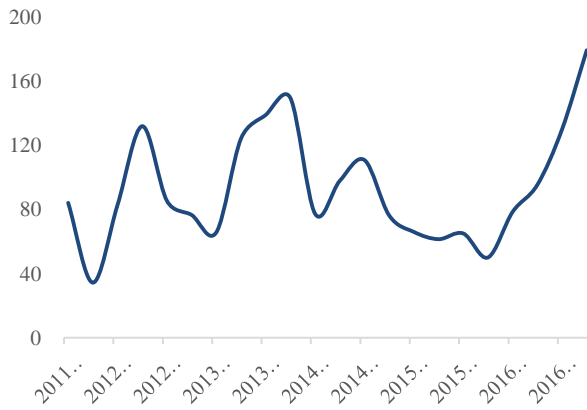
利用率高提升。2016年Q1后集装箱船仓位利用率和运输总量均有大幅提高。上海国际航运研究中心发布的集装箱运输企业景气指数(仓位利用率)显示, 点位从2015第四季度的50.00点升至2016年第四季度的179.40点。同时全球第九大集运企业东方海外的集装箱船年载货量达608万TEU, 同比增长9.05%, 创2011年以来新高。

堆场存箱减少。堆场是集装箱制造和使用的中间地带, 制造商完成订单后为客户暂时保管, 客户需要时可随时取用。在集装箱供过于求时, 堆场存箱量往往增多, 反之则减少。据草根调研, 中集集团的平均堆场存箱量在50万TEU水平, 2015-2016年曾有过最高80万TEU的存箱量, 而至2016年底已经降至30万TEU。

运价回升, 企业盈利弹性增强。国内出口集装箱运价上升, 截至2017年2月24日SCFI升至815.10点, 较最低点涨幅逾100%; CCFI升至815.46点, 较最低点涨近30%。运价提升将增厚集装箱租赁企业盈利, 提升购置意愿, 有利于旧箱置换需求释放。Triton2016年第三季度租箱业务收入2,479万美元, 同比增长41.1%; 前三季度租箱业务收入5,693万美元, 累计同比增长6.5%。

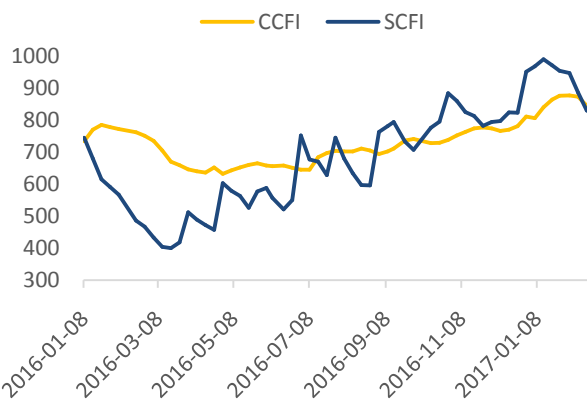
图8: 2016年集运企业景气指数 (仓位利用率) 升高

图9: 东方国际载货量自2016Q1稳步回升 (万TEU)

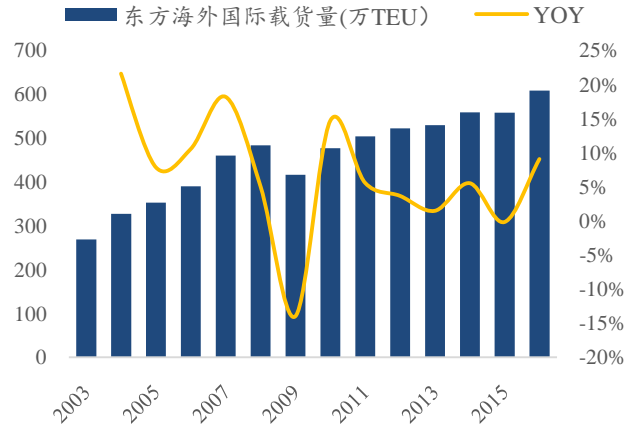


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图10: 2016Q1后CCFI、SCFI回升

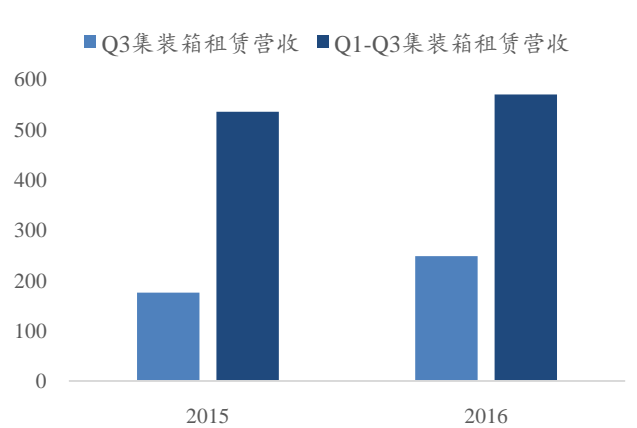


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心



数据来源: Wind、公司公告、广发证券发展研究中心

图11: 2016Q3Triton营收同比增长41% (百万美元)



数据来源: Triton公告、广发证券发展研究中心

集装箱产量高增长，带动底板行业迎来量价齐升

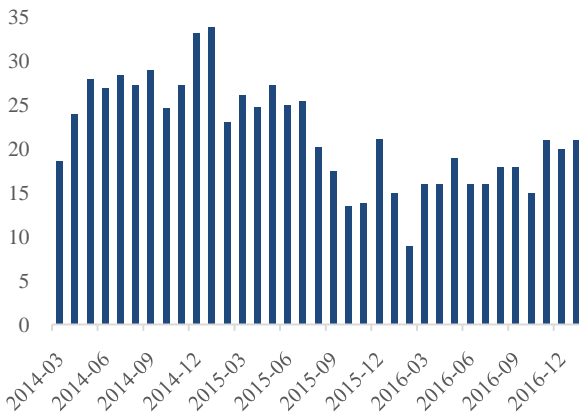
➤ 价格上涨促使受压抑的更新需求释放

自2016年Q1以后集装箱行业量价齐升。2016年初集装箱价格一度跌至1200美元/TEU, 11-12月订单售价反弹至1600美元/TEU, 2017年春节前夕涨至1850美元/TEU, 2017年3至4月的订单价格已经超过2000美元/TEU, 年涨幅超过67%。同时销量数据显示在集装箱销量也在上升, 2016年2月我国集装箱出口数量自创下自2009年以来最低的9万个, 此后数月虽有起伏但均保持在18万个左右, 至2016年末已恢复至单月出口20万个左右水平。

短期来看由于钢材和环保水性涂料成本驱动, 箱价涨价预期犹在。钢材占集装箱成本的40%-60%, 钢材价格与箱价密切相关。2016年年初以来, 热轧普通薄板价

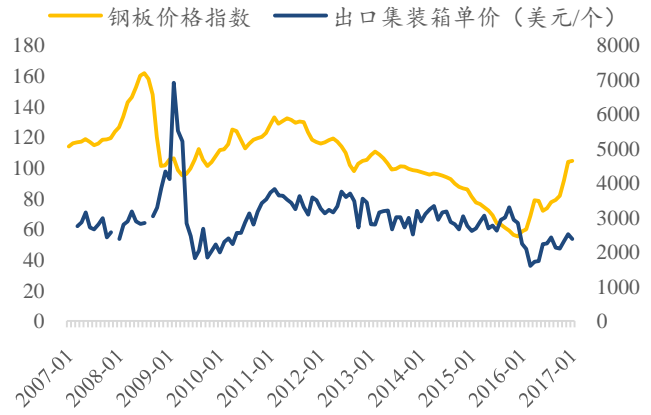
格已从2102元/吨升至3936元/吨，涨幅近90%。“油改水”也将推动箱价上涨，根据《中国集装箱行业协会VOCs治理自律公约》要求，4月1日起全国集装箱制造企业将全面推行“禁水推油”，即用环保水性涂料替代油漆性涂料。水性涂料价格较油性涂料更高，将增加集装箱成本大约为200美元/TEU。价格上行预期驱使箱东抢在低位进行旧箱更新，目前部分公司一季度排产已满，传导至底板生产企业同样订单比较饱满，价格持续走高。

图12: 2016Q1起我国集装箱出口数量增加(万个)



数据来源: Wind、海关总署、广发证券发展研究中心

图13: 钢价与集装箱价格有密切关系



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

➤ 底板行业市场规模百亿量级，量价齐升驱动2017年市场规模重回增长

我们对2017集装箱底板市场规模进行测算:

方法一，根据新建需求测算。2016年全球集装箱保有量约3626万TEU。从新增需求看，集装箱保有量增速与全球商品贸易增速密切相关，世贸组织预测2017年全球商品贸易增长为1.8%-3.1%，假设集装箱按此增速增长则2017年新增需求为112万TEU。从旧箱更新需求看，2001-2004年生产的集装箱将于2017年进入替换周期（集装箱寿命为12-15年），当时全球集装箱年度产量分别为128TEU、174TEU、240TEU、296TEU，四年均值约210TEU。汇总上述两部分需求，2017年新建需求将在322万TEU上下。

方法二，根据龙头产量测算。根据我司机械小组预测，2017年1月中集集团的集装箱产量约为5.5万TEU（受春节影响偏低），预计全年其余月份产量为8-10万TEU/月，则全年总产量约116万TEU。中集集团是我国最大的集装箱生产商，市占率接近50%，由此估计我国2017年集装箱总产量将达332万TEU左右。

方法三，根据周期平均值测算。虽然2010年以来集装箱行业波动较过去十年更为频繁，但总体而言振幅不大，且2016年Q1行业已经开始从底部回升，继续下跌可能性小，因而采用过去两个小周期的集装箱平均产量对2017年市场进行估计。2010-2016年集装箱平均产量约为275万TEU，2017年产量可能在平均值上下浮动。

根据上述三种方法测算，预计2017年全球集装箱产量将出现大幅回升，达到320

万TEU左右，按每一标准集装箱的实际底板用量为 0.4m^3 （常用底板尺寸为 $5898\text{mm}\times 2352\text{mm}\times 28\text{mm}$ ）计算，则2017年新建集装箱的底板需求量为 128万m^3 ，计入修箱板需求后（约 20万m^3 ）合计底板需求量约 150万m^3 。

方法四，根据箱厂历史生产成本测算。2010年之后，集装箱行业经历了2轮小周期，产量在2011年和2014年达到峰值（340万TEU左右），对应的集装箱制造企业主营业务成本分别为661亿和637亿元，我们预计2017年集装箱产量回升至300万TEU，如前所述底板约占集装箱成本的15%，则可估算出2017年底板市场规模90亿左右，是一个百亿量级的市场。

行业格局相对较为集中，产品持续升级

企业数量较少，行业相对集中

目前国内共有集装箱制造商85家，然而底板厂商30余家，相对较为集中，一般分为三类：第一是集装箱箱厂的子公司，为母公司集装箱制造提供配套产品，这类企业包括中集新材、胜狮木业和新华昌木业，分别隶属于国内前三家箱厂中集集团、胜狮货柜和新华昌集团，这类企业的产品一般不会被母公司竞争对手接纳；第二类是专营集装箱底板的独立企业，主要包括康欣新材、江苏快乐、东顺木业、和其昌，由于其独立运营的特点，可以同时向多个不同箱厂、箱东供货；第三类企业是随集装箱箱厂设厂的作坊式企业，通常规模较小，但存在运输优势。

目前年产10万立方米以上的底板厂商有6家：康欣新材此前产能12万方，自2015年产线扩建后箱板规划产能达到 42万m^3 （其中**27.5万方COSB产线预计2017年满产，20万方竹木复合箱板产线预计2019年全部达产**），将超越我国首家集装箱底板生产商中集新材，成为产能规模最大的企业；中集新材历史悠久，拥有年产能约 35万m^3 ；江苏快乐年产 25万m^3 。其余规模较大的还有年产 14万m^3 的东顺木业、年产 10万m^3 的胜狮木业与和其昌，上述6家企业的计划产能达产后，合计市占率将达到70%。

由于底板行业装备资金投入大（单线成本从1000万到1亿不等）、技术壁垒高（对产品硬度、耐用等指标要求高），因而具备规模生产和产品性能优势的独立企业能够填补子公司类型企业留下的市场空缺，还将进一步挤压作坊式企业的生存空间。

表1：我国集装箱底板行业各公司比较

类型	公司	业务介绍	产品	产能(万 m ³)	集中度
箱厂设立的 底板厂	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%
	新华昌(已被康欣新材收购)	集装箱底板生产、销售，年产能达 12 万 m ³	胶合木底板	12	6%
	胜狮木业	生产集装箱底板能全面满足等各种尺寸要求	木底板	10	5%
专营底板 业务的生 产商	康欣新材	主要从事集装箱底板和环保板生产、销售，拥有一条全球独有的 27.5 万 COSB 产线；	COSB 木底板、竹木复合地板	42	21%
	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%
	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

底板品种不断丰富，OSB 等新型底板渗透率逐步提升

历经多年发展，不同品种的底板层出不穷，按工艺可分为有合板、定向结构板，按材质可分为热带硬木底板、非传统木质底板、竹底板、钢板、复合材料板等。目前，国内生产传统胶合板的企业居多，前六家企业里中集集团、江苏快乐、东顺木业和胜狮木业主要生产胶合集装箱底板，和其昌和康欣新材则专注于新型材料结构的底板制造，前者主要生产竹木复合底板，后者则自主研发了COSB集装箱底板。

未来集装箱底板将向低成本、高环保（资源再生、底板轻量化）和高性能的方向发展。在集装箱的四大原材料中，钢板、涂料和其他配件成本都难以进一步压缩，因而箱东和箱厂对底板成本较为敏感。传统热带硬木胶合板受制于原材料成本上涨日益难以为继，而包括非传统硬木、纯竹、钢板和合成材料在内的新型材料底板，都存在原料成本高、加工难度大、原料利用率低等不同方面的劣势，造价偏高。

OSB底板和竹木复合底板最有可能成为传统底板的替代品。OSB是以小薪材取代大径木制成的高端刨花板，不仅性能远优于胶合底板，还解决了原料供应难题、提高了木材利用率，极大降低了生产成本。竹/桉、竹/松等竹木复合板性能可与胶合板媲美，并在成本上拥有一定优势。

表2：不同集装箱底板性能、成本比较

底板类型	强度	韧性	加工性	尺寸稳定	摩擦阻力	吸潮性	重量	成本
一、按材质区分								
热带硬木板	优	优	优	优	良	优	中	高
混合木材板	良	优	优	良	良	优	中	中
竹板	优	良	优	优	良	差	轻	高
竹木混合板	优	良	优	良	良	良	轻	低
钢板	优	差	良	差	差	良	重	高
合成材料板	优	良	良	优	良	差	轻	高
二、按工艺区分								
胶合板	优	优	良	优	良	优	中	高
OSB 板	优	优	优	优	良	优	轻	低

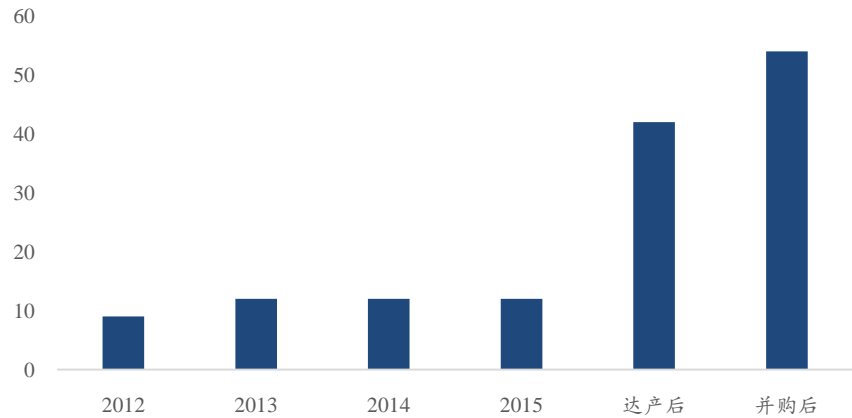
数据来源：公司公告、网络资料，广发证券发展研究中心

康欣新材：行业龙头，COSB 性能和成本优势明显

产能快速扩张，未来市占率持续提升

公司内扩外并，迅速提高底板产能。2015年初公司拥有年产12万 m^3 集装箱底板产能，27.5万 m^3 COSB产线、20万 m^3 新型集装箱底板产线投建后，公司底板产能突破42万 m^3 。2017年2月公司又作价3亿元收购行业龙头之一新华昌木业100%股权，再添年产12万立方米集装箱底板产能。整合完成后，公司合计产能达54万 m^3 ，产能占比达27%，将成为行业内最大的生产商。目前公司底板市占率14%左右，未来有望逐步提升至25%以上。

图14：公司集装箱底板计划产能为54万 m^3



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

自主研发 COSB，技术成本优势明显

COSB是即OSB集装箱底板，是普通民用OSB的升级产品，首字母C代表着集装箱（container）。2015年公司对德国迪芬巴赫公司OSB产线进行改造升级后，建成了世界首条COSB产线。

COSB产线技术优势明显。首先，COSB产线可以因势而动，动态调配集装箱底板和装饰环保板产能，大大提高了产线利用率；其次，COSB产线的原料利用率高，公司成功将速生杨木改性，利用低密度木料热压后制成高密度底板，木材综合利用率达90%以上，远超胶合板的65%；第三，COSB产线是一条自动化、数控化、清洁型产线，在提高生产效率的同时也能在线检测提高产品稳定性。最后，其产品COSB底板在硬度、韧性、耐用、耐磨等方面的标准均较普通胶合底板、OSB更高。

表3：康欣新材集装箱底板品类比较

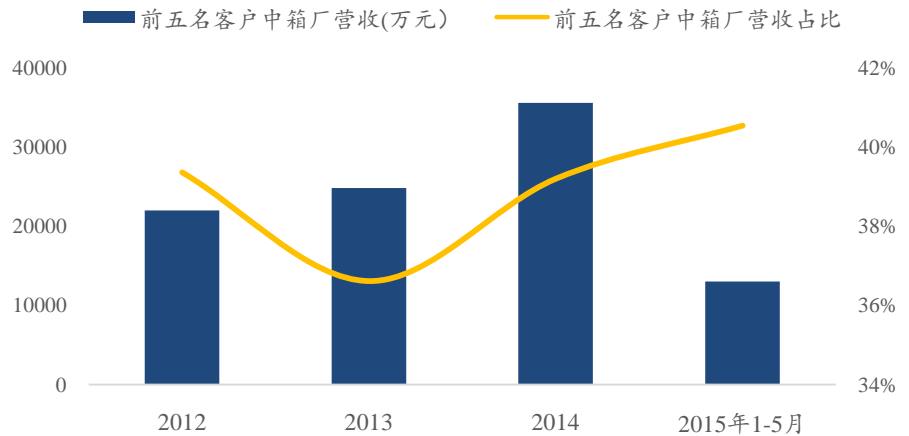
产品类型	产品特点
实木复合定向结构板集装箱底板	表层为优质实木单板，以中心层对称布置，中心层为定向结构板。饰面层采用克隆木面、竹席覆膜纸面或者箱板专用贴膜面。具有环保、质量稳定、良好的抗冲击性、抗弯强度、握钉力等优点。
FSC100%实木复合集装箱底板	面板选用 FSC 专用覆膜纸，芯板以 FSC100%进口原木、杨木旋切单板为芯材，按照一定配比，涂布具有自主知识产权的防水环保胶合剂，经 1800 吨热压机热压而成（2 层或 19 层）。具有高密度、高强度、环保安全、美观大方、防滑、耐水、耐用等特点。
实木多层集装箱底板	层板选用优质实木单板以中心层对称布置。面、底板选用优质克隆木单板。具有色泽一致，美观大方，防滑、耐水、耐用等特点。
竹木复合集装箱底板	层板为优质竹帘和木单板，以中心层对称交替布置，饰面层采用竹席覆膜纸面。具有色泽一致，美观大方，防滑、防水及易清洗耐用等特点。
竹木复合定向结构板集装箱底板	表层为弦向竹帘和木单板；或者径向竹帘和木单板；饰面层采用克隆木面、竹席覆膜纸面或者箱板专用贴膜面；中心层为定向结构板。具有色泽一致，美观大方，防滑、耐水及易清洗耐用等特点。
全竹集装箱底板	层板选用优质竹帘经浸胶，预烘干后，以中心层对称交替布置。饰面层采用竹席覆膜纸面。具有色泽一致，防滑、防水及易清洗耐用等特点。
杨木集装箱底板	层板为优质杨木单板，经改性并涂布专用胶合剂，以中心层对称纵横交替布置。饰面层采用克隆木面或底板专用贴膜面。具有色泽一致，美观大方，防滑、防水及易清洗耐用等特点。
G2 覆面膜集装箱底板	选用优质实木多层竹木复合、定向结构板复合等基材，饰面层采用 G2 箱板专用贴膜。具有色泽一致、美观大方、防滑、防水及易清洗耐用等特点。

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

客户资源丰富，并入新华昌如虎添翼

公司不断拓展客户资源，先后与中国海运集团（子公司上海寰宇）、胜狮货柜、新华昌集团、日新通运等行业龙头建立了配套关系，受到国内外箱东广泛认可。公司与包括中海集团、胜狮货柜、新华昌集团等在内的核心客户合作关系稳定，近年来核心客户占公司营业收入比例维持在40%左右。同时公司对核心客户的销售额也显著提升，2012-2014年前五名客户中集装箱制造企业的营收从2.2亿元上升至3.6亿元。

图15：前五名客户中集装箱制造企业营收占比



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

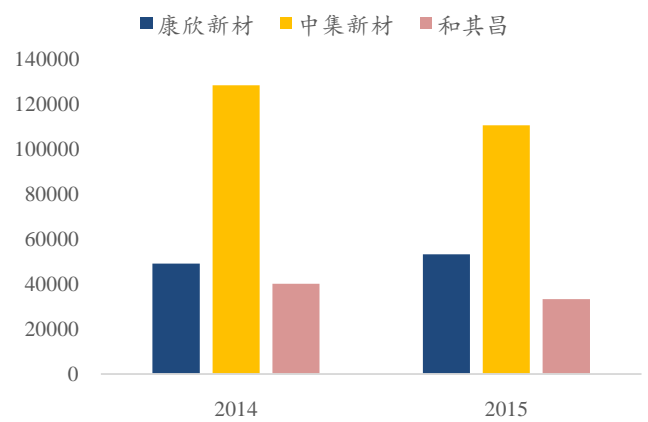
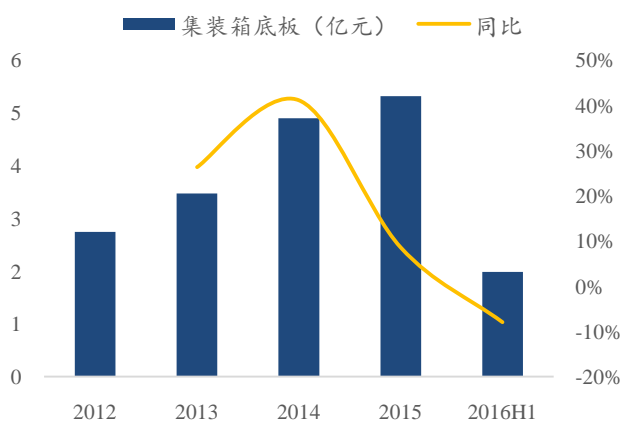
收购新华木业后，公司的客户资源得到进一步加强。首先，新华昌木业原本背靠新华昌集团，新华昌集团在本次交易中做出业绩承诺：（1）2017-2019年每年向新华昌木业采购不少于10万m³集装箱底板；（2）2020-2022年每年向公司及公司下属公司购买的集装箱底板数量不少于其采购量的70%，目前新华昌集团集年产能约为80万TEU，按照产能利用率为80%-90%计算，年集装箱底板需求量约25-28万m³，则其向公司采购的数量为17-20万m³。其次，新华昌木业能为公司带来新的客户资源，东莞马士基、中集集团是前者的前五大客户（营收约1亿左右），合作关系良好。

同业比较来看，公司竞争力突出

2012-2015年公司集装箱底板营收从2.75亿提升至5.32亿元，复合增长率为24.6%，2016年H1受集装箱行业景气低迷影响营收出现下滑。过去几年公司业绩成长优于竞争对手，2014-2015年在集装箱行业下滑的背景下，公司底板业务却逆势上扬实现8.6%的增长，同期中集新材、和其昌的营收则分别出现-13.8%、-17.2%的负增长。

图16: 康欣新材集装箱底板营收情况 (万元)

图17: 康欣新材与竞争对手底板营收比较



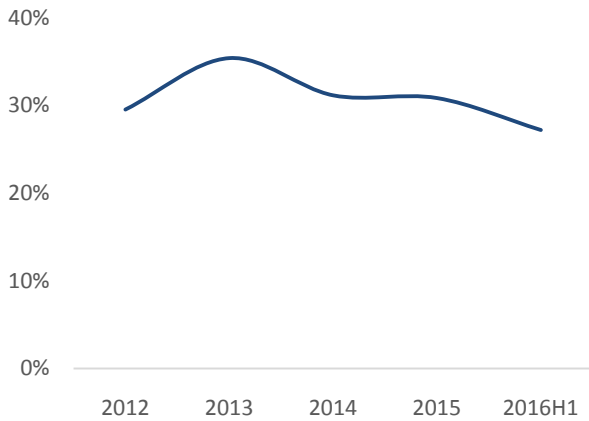
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司的盈利能力突出，公司底板业务毛利率长期保持在30%左右。公司毛利率

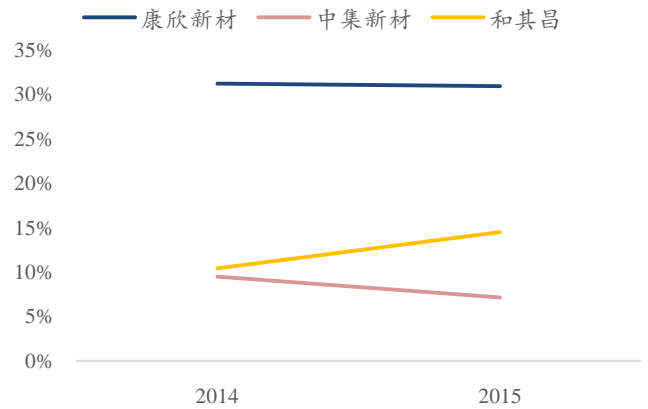
高出竞争对手一个档次,2015年公司毛利率为30.9%,和其昌14.4%,中集新材仅7.1%。成本优势来源于公司“林板一体化”的经营模式和突出的技术优势,目前公司拥有自营林地50万余亩,并自主研发的环保树脂胶水,大大降低了成本。

图18: 康欣新材地板毛利率长期稳定在30%左右



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

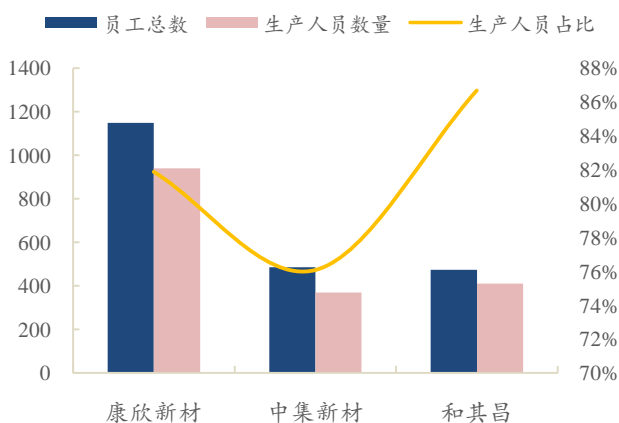
图19: 康欣新材毛利率远高于竞争对手



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

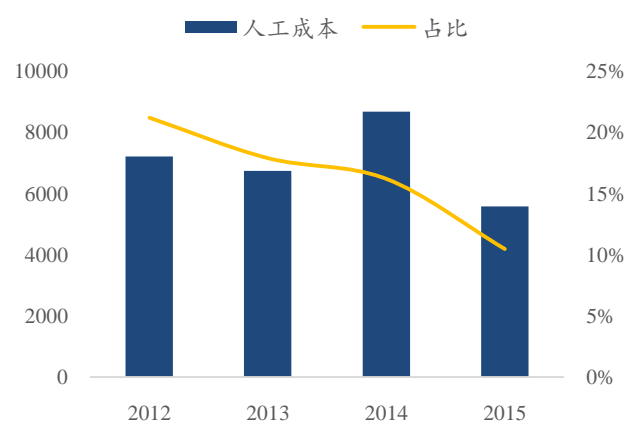
由于公司产能迅速扩张且上游布局有林木资源,生产人员较多,占员工总数比例约82%,在可比的地板公司中处于中等水平。值得注意的是近年来公司人工成本占营业成本比例明显下降,从2012年的21.2%降至2015年的10.5%,随着公司高度自动化的COSB产线产能逐步爬升,人工成本有望进一步压缩。

图20: 康欣新材快速扩张后生产人员比例增高



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

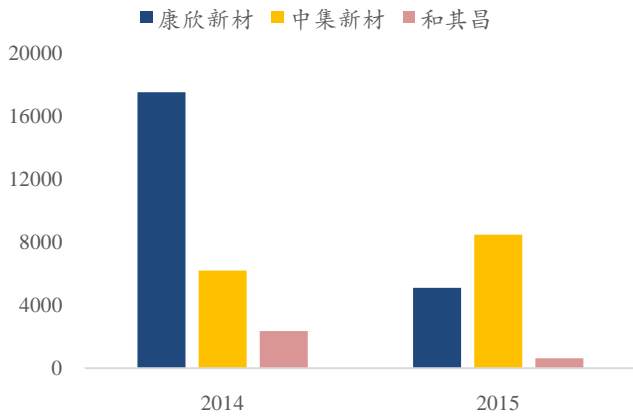
图21: 康欣新材人工成本逐年下降



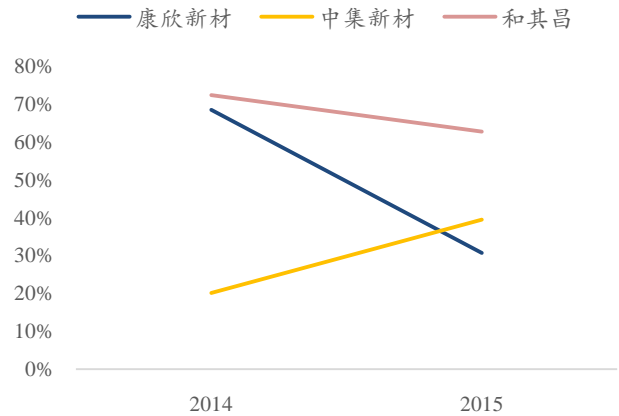
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图22: 康欣新材经营性活动现金流净额 (万元)

图23: 康欣新材资产负债率



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

投资建议：维持“买入”评级

公司集装箱底板业务已是行业龙头，受益今年行业景气回暖，叠加产能投放，公司出货量有望大幅增长，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，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						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至12月31日	2014A	2015A	2016	2017	2018	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
流动资产	729	2035	1872	2254	2692	经营活动现金流	-97	51	186	169	546
货币资金	28	781	239	35	168	净利润	-15	269	374	526	657
应收及预付	18	296	624	789	813	折旧摊销	1	48	81	87	95
存货	675	932	1009	1430	1711	营运资金变动	-83	-322	-295	-454	-216
其他流动资产	9	25	0	0	0	其它	-1	55	26	10	9
非流动资产	54	1628	1743	2019	2328	投资活动现金流	0	-221	-191	-350	-390
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	0	-227	-192	-351	-390
固定资产	3	885	824	765	743	投资变动	0	0	0	0	0
在建工程	0	218	238	258	278	其他	0	6	0	0	0
无形资产	1	359	681	997	1307	筹资活动现金流	60	889	-537	-23	-23
其他长期资产	51	166	0	0	0	银行借款	65	378	-268	0	0
资产总计	784	3662	3615	4273	5020	债券融资	-5	-1043	-238	0	0
流动负债	421	673	314	446	535	股权融资	0	983	0	0	0
短期借款	0	268	0	0	0	其他	0	571	-31	-23	-23
应付及预收	421	226	314	446	535	现金净增加额	-37	719	-542	-204	133
其他流动负债	0	179	0	0	0	期初现金余额	66	28	781	239	35
非流动负债	115	449	386	386	386	期末现金余额	28	747	239	35	168
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						主要财务比率					
单位: 百万元						至12月31日					
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
营业收入	17	1031	1298	1844	2240	成长能力(%)					
营业成本	14	609	765	1085	1298	营业收入增长	26.2	5,874.9	25.9	42.1	21.4
营业税金及附加	0	9	10	15	18	营业利润增长	12.5	1,059.6	73.6	41.5	25.3
销售费用	2	40	38	59	72	归属母公司净利润增长	-121.4	2,517.2	38.9	40.7	24.8
管理费用	25	88	60	94	114	获利能力(%)					
财务费用	0	45	21	20	21	毛利率	16.6	40.9	41.0	41.2	42.0
资产减值损失	0	6	0	0	0	净利率	-86.4	26.1	28.8	28.5	29.3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	ROE	-8.8	10.6	12.8	15.3	16.0
投资净收益	0	0	0	0	0	ROIC	-6.9	10.4	12.5	14.0	15.4
营业利润	-24	233	404	572	717	偿债能力					
营业外收入	8	53	12	13	14	资产负债率(%)	68.4	30.6	19.4	19.5	18.4
营业外支出	0	0	0	0	0	净负债比率	0.4	-	0.1	0.1	0.1
利润总额	-16	285	416	585	730	流动比率	1.73	3.03	5.96	5.06	5.03
所得税	-1	16	42	58	73	速动比率	0.10	1.50	1.19	0.50	0.74
净利润	-15	269	374	526	657	营运能力					
少数股东损益	-4	0	0	0	0	总资产周转率	0.03	0.46	0.36	0.47	0.48
归属母公司净利润	-11	269	374	526	657	应收账款周转率	8.11	10.27	10.27	10.27	10.27
EBITDA	-23	333	506	679	833	存货周转率	0.03	0.76	0.76	0.76	0.76
EPS (元)	-0.03	0.26	0.36	0.51	0.64	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。