

公司研究/首次覆盖

2017年03月29日

建材/其他建材 II

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 10.73
合理价格区间(元): 12.5~13.5

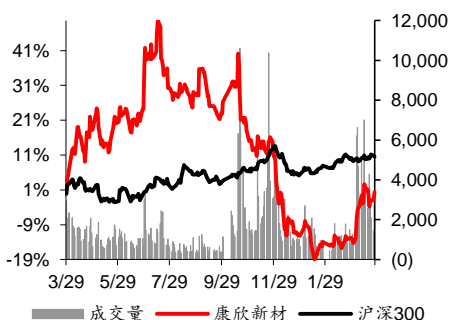
鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

方晏荷 021-28972059
联系人 fangyanhe@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

高端板材新贵, 产能扩张促增长

康欣新材(600076)

高端板材新贵崛起, 产能扩张促业绩增长

随着公司高端 COSB 板生产线的达产, 凭借其优质的性价比有望成为集装箱底板行业的隐形冠军, 并成为建筑装饰环保板领域的有力竞争者。公司持续加大对林木资源的掌控和生产工艺研发得以维持现有高盈利水平, 业绩将跟随产能扩张而实现快速增长。

集装箱底板行业正处变革, 独立专注企业有望胜出

集装箱底板行业原为劳动密集型且对进口原材料依赖, 目前正由成长期向成熟期过渡。研发改进生产工艺, 用易获取的速生林材料替代进口硬木, 提升工厂自动化率是行业的发展方向。我们预计行业需求保持在 144 万方上下, 扩张期结束后集装箱企业倾向于逐步剥离旗下底板生产业务, 底板生产专业化进一步提升, 独立的底板生产企业有望胜出。

短期受益集装箱需求复苏, 公司底板业务将量价齐升

2015-16 年集装箱需求较为低迷, 底板价格一路下跌, 出货量在 2016 年上半年到达冰点。自去年下半年受运价触底反弹的带动, 集装箱需求开始快速复苏, 公司目前底板的销售价格已经超过了 2013 年的均价。我们预计公司今年底板出货量有 40% 增长, 均价有 20% 增长回到 2013 年水平。

中期产能扩张后市占率可提升, 开拓环保板平滑需求波动

公司联合德国企业开发出国内首条 COSB 板自动化生产线, 在同等价格下提供了更优质的产品, 得到下游客户认可。在 2016 年上半年行业的低谷之际, 公司底板收入已经超过了原行业老大中集新材。随着公司优质产能的逐步投产, 市占率有继续提升空间, 预计 3 年内国内市占率可达 30% 以上。同时公司积极开拓 OSB 板的其他用途, 在建筑装饰领域开拓市场。在底板出货受阻时可加大建筑装饰环保板的出货量, 平滑需求波动, 实现业绩稳定增长。

首次覆盖给予“买入”评级

我们预计公司 2016-18 年净利润 3.8/5.2/6.3 亿元, 对应 EPS 为 0.37/0.50/0.61 元, 3 年复合增长率 29%。我们认为可给予 2017 年 25-27 倍 PE, 对应目标价 12.5~13.5 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 产能投放不及预期; 集装箱需求出现大幅下滑。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,034
流通 A 股 (百万股)	752.37
52 周内股价区间 (元)	8.66-15.99
总市值 (百万元)	11,098
总资产 (百万元)	3,750
每股净资产 (元)	2.73

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	906.17	1,031	1,293	1,937	2,250
+/-%	6,530	13.76	25.43	49.82	16.16
净利润 (百万元)	188.16	269.41	380.70	517.67	633.81
+/-%	261.22	43.18	41.31	35.98	22.44
EPS (元, 最新摊薄)	0.18	0.26	0.37	0.50	0.61
PE (倍)	57.66	40.27	28.50	20.96	17.12

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

集装箱底板新贵崛起，先进产能扩张带动业绩持续增长	3
集装箱底板行业处变革之中，独立专注的企业有望胜出	5
原材料替代和自动化率提升是行业的发展方向	6
集装箱企业剥离底板子公司，独立专注企业迎来机会	7
短期受益集装箱复苏，底板量价齐升	8
中期产能扩张后市占率可提升，环保板平滑需求波动	11
重视林木资源积累和生产工艺研发，行业影响力提升	11
环保板提供额外收入，平滑掉底板需求波动	12
盈利预测与估值	13
风险提示:	14

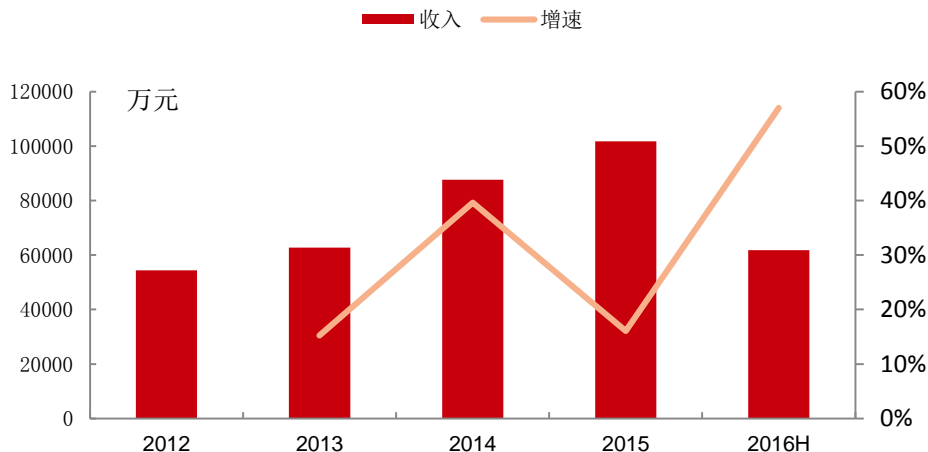
图表目录

图表 1: 2016 年收入增速开始加速上行	3
图表 2: 近几年净利润及增速情况	3
图表 3: 2016 年中报期康欣新材股权结构图	4
图表 4: 集装箱底板行业主要公司对比	5
图表 5: 集装箱底板行业上下游	6
图表 6: 2016 年集装箱船的交付和新签都创新低	8
图表 7: 2016 年下半年新造干箱数量开始反弹	8
图表 8: 中国出口集装箱综合运价指数在 2016 年下半年触底反弹	9
图表 9: 2016 年下半年新造干箱数量开始反弹	9
图表 10: 2016 年集装箱船销量低点后有望向上修复	10
图表 11: 2017 年公司底板业务有望量价齐升	10
图表 12: 近 2 年公司和行业对手收入变化	11
图表 13: 2017 年公司环保板业务收入还将继续增长	12
图表 14: 主要产品营收假设	13
图表 15: 相关行业上市公司增速及估值情况	13
图表 16: 康欣新材历史 PE-Bands	14
图表 17: 康欣新材历史 PB-Bands	14

集装箱底板新贵崛起，先进产能扩张带动业绩持续增长

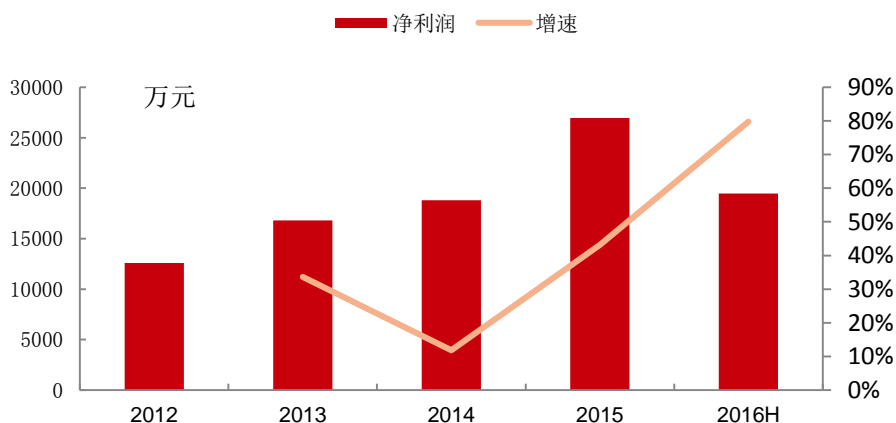
康欣新材料股份有限公司是一家集育苗、造林、木材深加工为一体的国家林业产业化龙头企业。主要产品包括杨木复合集装箱底板、竹木复合集装箱底板、COSB复合集装箱底板、环保板等各类优质、新型木质复合材料，以及速生杨种苗，石楠、雪松、桂花等多种绿化种苗及景观树等林产品。

图表1：2016年收入增速开始加速上行



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：近几年净利润及增速情况

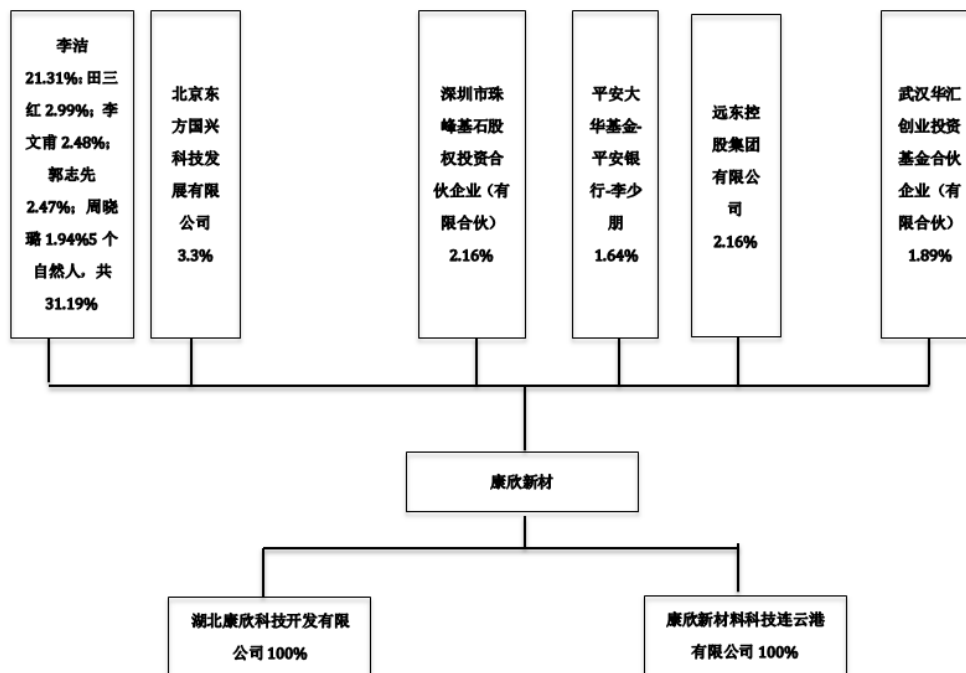


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2016年公司募投的COSB板生产线开始投产，产能增加27.5万方，产品质量也大幅提升，带动收入和利润进一步快速增长。今年的产能规模已经在集装箱底板行业居于首位，并且拥有丰富的上游林木资源，在行业内领先的竞争优势进一步确立。随着20万方竹木复合板产能的扩张投产，公司业绩有继续增长的基础。

公司在2015年下半年借壳上市，股权结构比较简单。董事长郭志先及其家族共持有股权31.2%。其余持股比例较高的均为尚未退出的投资基金。下属子公司也很少，康欣科技负责上游林木资源管理，是母公司原材料的来源。

图表3：2016年中报期康欣新材股权结构图



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

集装箱底板行业处变革之中，独立专注的企业有望胜出

我国产能在3万方以上的集装箱底板生产企业有20家，行业较为分散。企业类型主要分为三大类：

第一类为集装箱生产企业的下属木业子公司。代表为中集新材（原中集木业）、新华昌木业、胜狮木业。这类木业公司一般只能向母公司供货，难以进入到其他集装箱企业供应链中。

第二类为独立的成规模的底板生产企业。代表为康欣新材、扬州快乐木业、和其昌、东顺木业等。这类企业具有一定规模，产能均在10万方以上。凭借产品的良好质量逐步获得集装箱生产企业和下游箱东及运输公司的认可。

第三类为作坊式小企业。这类企业产能规模小，产能小于10万方。主要凭借靠近某个集装箱生产厂而就近供货。在下游需求旺盛时，可以获得一定订单。但当下游需求萎缩时，下游企业将优先采购性价比高的规模企业，其生存能力堪忧。

图表4： 集装箱底板行业主要公司对比

公司名称	主要产品	产能规模
中集新材	竹木复合地板、木地板	自有产能14万方，连同协作企业共有40万方
扬州快乐	木地板、OSB板、竹地板	胶合板产能12万方、集装箱底板25万方
福建和其昌	竹地板	10万方
胜狮木业	木地板	10万方
新华昌木业	木地板	10万方
顺德东顺木业	木地板	10万方
康欣新材	木地板、OSB板、竹地板	42万方

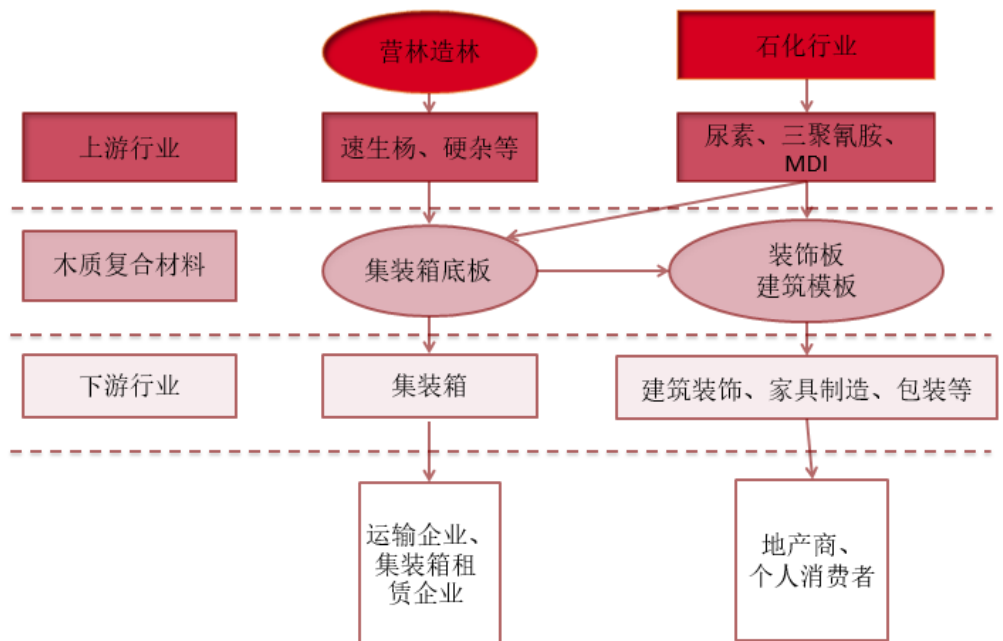
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

原材料替代和自动化率提升是行业的发展方向

集装箱底板是集装箱承重的主要功能部位，是集装箱的重要组成部分和主要承载配件，故质量要求**很高**。不仅要求具有**较高**的强度、刚度、耐磨性、抗腐蚀性、防滑、易固定等物理性能，而且要求具有自重轻、便于维修等经济性能。传统集装箱底板通常为 28mm 厚的 19 层胶合板，主要采用印尼、马来西亚等地产的龙脑香料木材，如阿必东、克隆木等热带硬阔叶树材。随着热带硬阔叶林大量采伐导致资源锐减、环境破坏，印尼、马来西亚等国逐步采取限制热带阔叶林各项严厉措施，造成可用林木资源的匮乏、短缺以及成本上升。优质木材和储备森林资源远不能满足市场需求，导致木质底板供需矛盾日益凸显，进而影响了集装箱产业的发展。

为了破解原材料难题，行业内领军企业研发改性技术，使得利用三大速生材（桉树、松树、杨树）和易获取的竹子等材料可以生产出符合强度要求的集装箱底板。比如中集新材先后研发了桉木地板、松桦地板、竹木复合地板。康欣新材研发了杨木底板和竹木复合底板。原有集装箱底板为 19 层胶合板，需要人工逐层贴合，劳动力密集生产效率低下。改进机器设备，提高自动化程度是企业努力的方向。2010 年之后 OSB 板生产技术被引入到集装箱底板生产中，利用定向刨花的工艺生产出结构芯板，然后再进行简单贴合即可完成集装箱底板的生 产，大大降低了人工成本。比如原先 10 万方的生产线需要配备 7-800 名工人，使用 OSB 板生产线后，人员数量下降到 200 以下甚至更低。中集新材、扬州快乐木业、康欣新材等都具备了独立生产 OSB 板芯的能力。

图表5： 集装箱底板行业上下游



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

集装箱企业剥离底板子公司，独立专注企业迎来机会

中国集装箱行业在经历了一段快速发展后，出现了需求萎缩、产能过剩的困境，集装箱底板行业也出现同样的问题。

市场空间的测算：

集装箱需求主要由新增需求和更换需求组成。全球现有集装箱船运力 2068 万 TEU，按照集装箱 15 年的更换周期测算，每年更换需求 138 万 TEU。2016 年集装箱销量约为 130 万 TEU，处于景气低点，可以认为只有更换没有新增需求了。我们判断 2017 年及以后受全球经济复苏带动，集装箱新增需求会向 2013-2015 年靠拢，约为 100 万 TEU。这样未来几年可以认为集装箱年均销量约为 240 万 TEU，对应底板需求约 96 万方。

另外考虑到集装箱生命周期中每 8 年更换一次底板，那么每年更换底板的集装箱运力（扣除更新的集装箱数量）为 120 万 TEU，对应底板需求 48 万方。因此我们判断未来几年正常的底板需求为 144 万方。而行业拥有 10 万方以上产能的企业合计标称产能就达到了 156 万方，集装箱底板行业产能过剩较为明显。

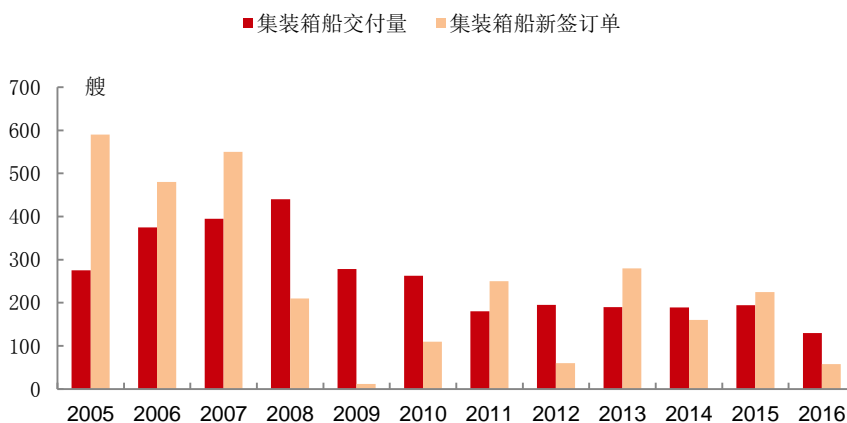
在行业快速发展期，为了保证原材料供应，大型集装箱企业纷纷设立自有底板生产公司。当行业成熟，下游需求萎缩后趋于稳定时，底板生产公司失去了原来的战略意义而且由于效益变差而变成累赘。所以我们看到去年中集集团将旗下中集木业改组为中集新材在新三板挂牌上市，承诺将其集团内收入比例由 5% 以上下降到 70%，并开展新材料等其他业务。而今年新华昌又将旗下新华昌木业出售给康欣新材。

集装箱企业退出底板生产是大势所趋，底板行业也将变得更加专业化，上游原材料的积累和生产工艺的技术研发将是企业间比拼的核心要素。底板行业中独立的成规模的生产企业，由于其长期的专注与专业，将会攫取更大的市场份额。

短期受益集装箱复苏，底板量价齐升

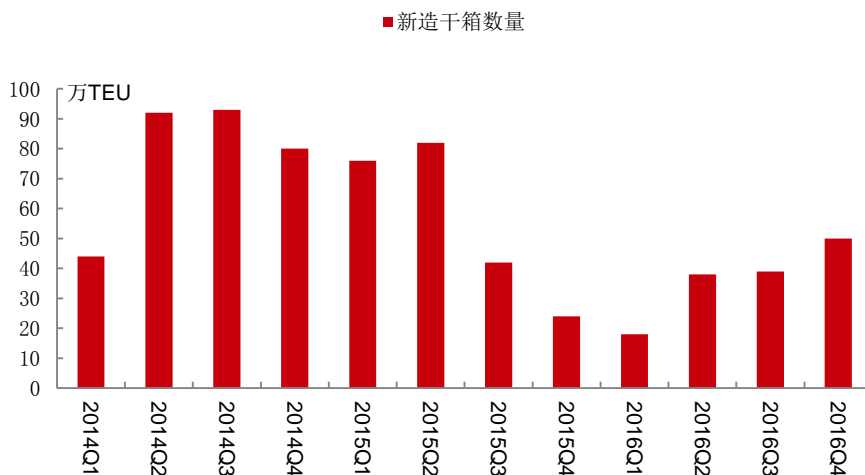
2015年三季度开始，集装箱船的景气下降开始向上游传导，集装箱新造量大幅下降，并于2016年一季度达到低谷，2016年二、三季度的新造量也仅为每季度正常更新替换量的水平，但四季度新造量有了显著的提升，来自租箱公司的需求贡献了主要部分。集装箱行业的回暖主要在于全球经济的复苏，带动了运价的反弹。我们判断未来3年集装箱销量会回到2013-2015年的水平。

图表6：2016年集装箱船的交付和新签都创新低



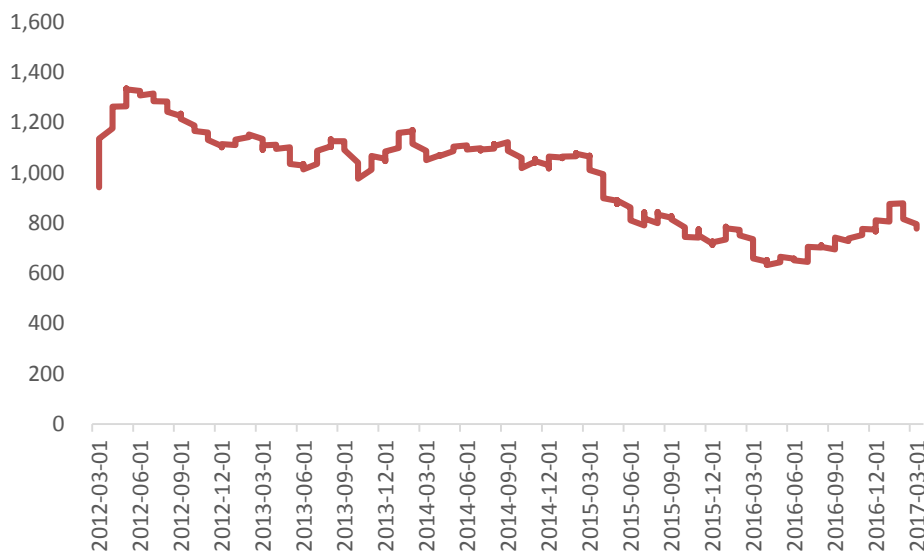
资料来源：克拉克森，华泰证券研究所

图表7：2016年下半年新造干箱数量开始反弹



资料来源：Triton，华泰证券研究所

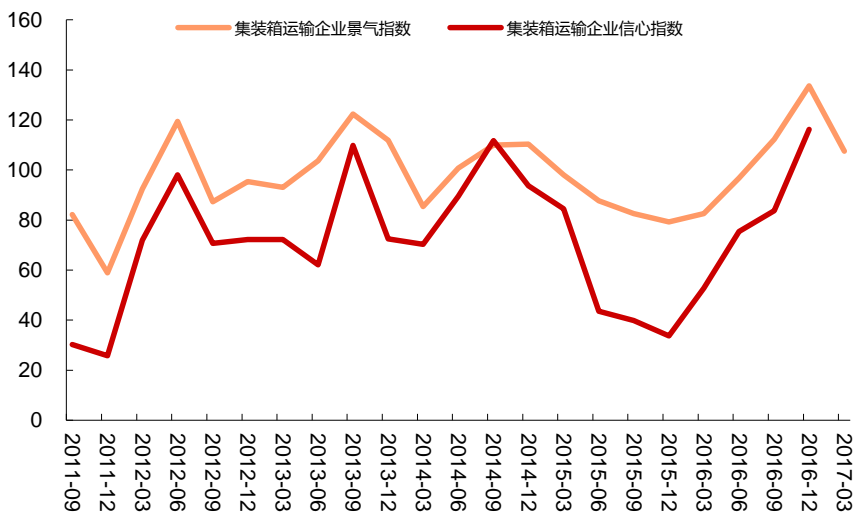
图表8： 中国出口集装箱综合运价指数在 2016 年下半年触底反弹



资料来源：Wind，华泰证券研究所

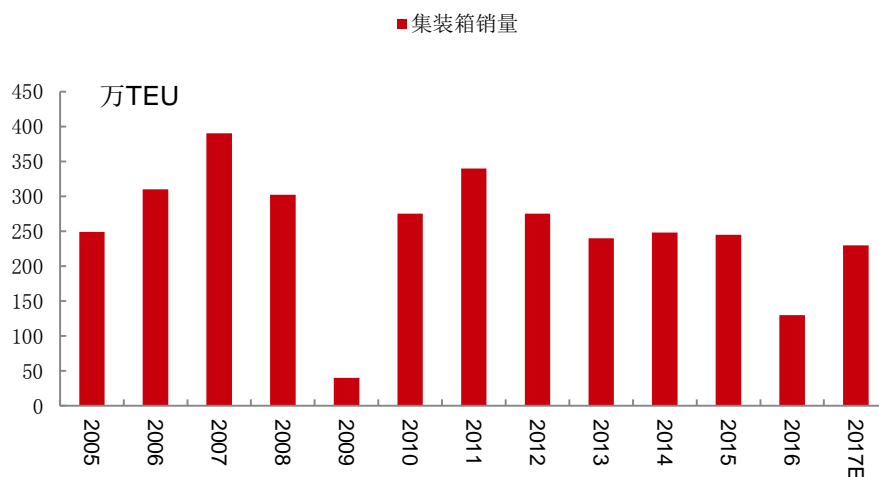
集装箱底板的价格去年年初一度跌到了税前 3600 元/立方，较 2015 年的均价有 20% 的下跌。去年下半年随着集装箱运输业景气指数的回暖，今年公司的集装箱底板业务将会迎来量价齐升。我们预计公司今年底板的销量有望达到 25 万方，出厂均价回到 2013 年 3880 元每立方。

图表9： 2016 年下半年新造干箱数量开始反弹



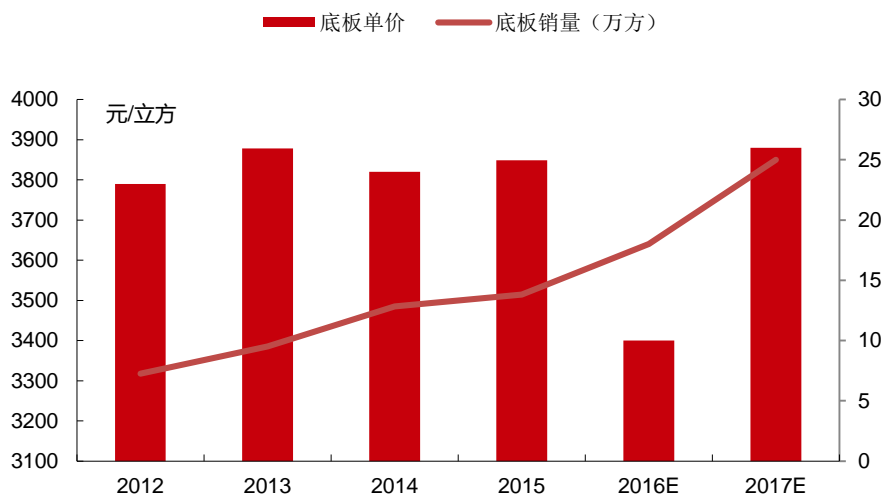
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10： 2016年集装箱船销量低点后有望向上修复



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11： 2017年公司底板业务有望量价齐升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

中期产能扩张后市占率可提升，环保板平滑需求波动

前面我们给出的行业研判是行业需求萎缩后趋于平稳，重视上游资源积累和生产工艺研发的独立底板生产企业有望胜出。

重视林木资源积累和生产工艺研发，行业影响力提升

康欣新材一直不遗余力的加大林地储备。2014年底公司有林地共36万亩，到2016年中报时已经增加到50余万亩，并且还在不断增长中。公司目前的林地储备可以满足自身板材产能需求的70-80%，但目前并没有大量使用，当外购木材出现紧张时，才逐步开采自身林地资源。在我国板材需求保持着较大体量的情况下，国外的木材出口是逐步收紧的，林地资源具有一定潜在增值空间。

为了摆脱对东南亚大径硬木的依赖，公司研发攻克了以速生杨等次材为主要原材料生产集装箱底板的技术难关，创造性地通过研发新型四元树脂胶合剂以及工艺革新对杨树进行化学及物理改性，增强杨树物理性能，达到集装箱底板强度、刚性、耐磨、耐用等各项技术要求，成功使用速生杨木替代硬阔叶材生产集装箱底板，并顺利实现全杨木集装箱底板或杨木、硬杂混用集装箱底板批量生产供货，得到包括中海、新华昌、胜狮等国内主要集装箱厂的高度认可。康欣新材围绕速生杨、竹材等短周期原料利用已形成一系列技术成果，取得多项实用新型以及发明专利，为进一步扩大利用速生杨等可持续资源生产集装箱底板的规模创造了良好的技术条件。

康欣新材还成功研发出以杨木等制成的定向结构板（OSB板）为基材生产加工集装箱底板，大幅提高了生产效率以及木质材料利用率。又与德国企业联合研发了中国首条COSB板生产线，不仅解决了定向结构板芯的生产，而且大幅增强了集装箱底板的品质。

公司在林木资源积累和生产工艺研发都走在行业前列，加强营销后就得心应手。随着COSB生产线的投产，公司的产品竞争力进一步增强，除了维护好老客户，向老客户推荐公司的竹木复合等新产品，还携COSB芯板的高品质，凭借性价比优势获取更多新客户。2015-16年行业处于下风向，中集木业、和其昌等业内龙头公司收入纷纷下滑，但公司依旧保持着强劲的增长势头。2015年公司的收入已经超过了中集新材自有产能的销售额。根据中集新材的公告，2016年1-6月份，集装箱底板行业总量约为18.40万立方，均价约3,600元/立方米（含税）；中集新材销售5.10万立方，占比27.72%，均价约3,650元/立方米，对应收入1.6亿元。而同期康欣新材的集装箱底板收入达到2亿元。也就是说在行业最为惨淡的2016年上半年，公司的收入已经超过了背靠中集集团的行业老大。这充分说明了公司产品的影响力。待公司募投产能全部达产后，标称产能达到57万方，凭借着公司的产品竞争力和市场开拓能力，届时有望在行业需求旺盛时市占率在30%以上。

图表12：近2年公司和行业对手收入变化

	2014	2015	2016H1
和其昌	3.8亿元	3.2亿元	
中集新材	12.6亿元	10.9亿元	1.6亿元
中集新材自产	5.7亿元	4.4亿元	
康欣新材	4.9亿元	5.3亿元	2.0亿元

资料来源：Wind，华泰证券研究所

环保板提供额外收入，平滑掉底板需求波动

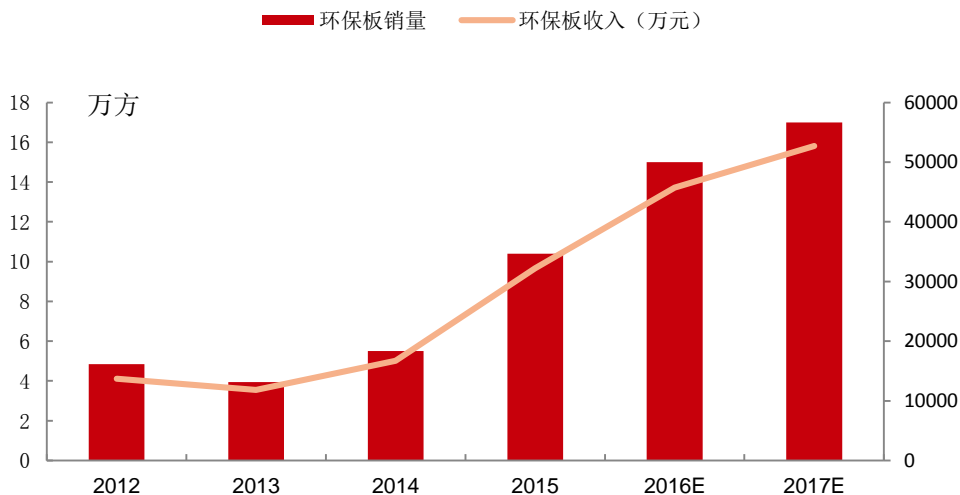
将公司的 COSB 调低参数，就可以得到现在在建筑装饰领域正逐步流行的 OSB 板。OSB 板具有的优点包括：

- (1) 价格低廉、强度均匀、稳定性好、可作为胶合板和细木工板理想的替代品。
- (2) 在家具制造与室内装饰行业内，OSB 具有握钉性能好、抗冲击及抗弯强度高、尺寸稳定性好、使用环保胶粘剂、防水性能卓越等诸多优势，相较普通刨花板、中密度纤维板等更符合现代人们对健康家居和环保生活的需求。
- (3) 使用 OSB 作为骨料代替实木框架的木门，除环保、不变形的特点，还具有较强的隔音功能。

我国对 OSB 板的应用仍以室内装饰为主，并已经逐渐被消费者所接受。公司 OSB 环保板的出货客户主要以工装、家装公司为主，也包括少量的建筑类公司。OSB 板在室内装饰的用途主要有：

- (1) 室内家具及承重件
OSB 用于制作家具受力件，不仅强度高而且重量轻。因为厚度 6-10mm OSB/3 的纵向弹性模量可达到 3500MPa，纵向静曲强度可达到 22MPa。
- (2) OSB 门芯板
一般门芯板厚度为 38mm，当前我国许多木门企业使用实木做门芯，加工流程复杂。而大幅面、低密度的 OSB 厚板，能满足木门自动化生产的要求。
- (3) OSB 贴面板
以 OSB 作为基材，经过薄木或三聚氰胺浸渍纸饰面处理的 OSB 饰面板。除基材本身的各项性能优势外，又增添了饰面材料的多样性和美观性，既可用于橱柜、衣柜中的隔断，又可用于家具、护墙板等凸显装饰效果的部位。
- (4) OSB 为基材的强化木地板

图表13：2017年公司环保板业务收入还将继续增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2016 年底板需求出现较大下滑，公司通过装饰公司的渠道加大了环保板的出货量，使得公司在行业弱势下依然实现整体业绩的快速增长。2017-18 年公司产能进一步释放，恰逢集装箱底板也出现反弹，我们预计产能将会优先保障高价格的底板需求，不过受益于产能扩张，环保板销量和收入还会有持续的增长。我们预计 2017 年环保板出货量 17 万方，单价保持在 3100 元/方。

盈利预测与估值

核心假设：

产能达产后均形成产出，2016-18年产能分布为33/42/52万方。

2017-18年毛利率和价格与2015年相比保持平稳，规模效应提升，费用率逐步下降。

新华昌2017年完成并表，其利润率没有变化。

速生苗、绿化苗等收入在2016年半年报基础上线性外推，并保持平稳。

图表14：主要产品营收假设

	2015	2016E	2017E	2018E
底板单价（元/方）	3849	3400	3880	3800
底板销量（万方）	13.8	18	25	30
底板收入（万元）	53188	61200	97000	114000
环保板单价（元/方）	3099	3200	3200	3200
环保板销量（万方）	10.4	15	17	22
环保板收入（万元）	32236	48000	54400	70400

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

基于上述假设，我们预计公司2016-18年净利润3.8/5.2/6.3亿元，对应EPS为0.37/0.50/0.61元，3年复合增长率29%。我们认为可给予2017年25-27倍PE，对应目标价12.5~13.5元。

图表15：相关行业上市公司增速及估值情况

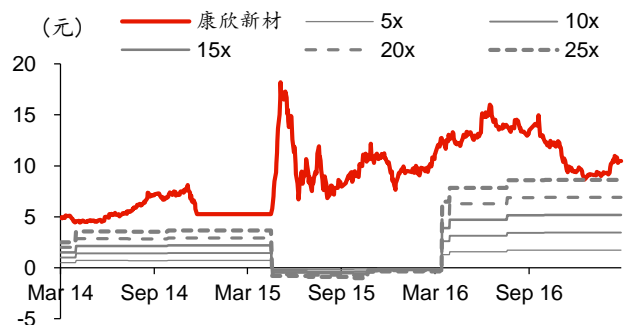
	2017 预计增速	2017 预期 PE	2018 预计增速	2018 预期 PE
兔宝宝	53.8%	29.2	46.1%	20.0
丰林集团	36.4%	42.4	41.2%	29.9
大亚圣象	13.0%	19.1	19.0%	16.0
平均		30.2		22.0

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示:

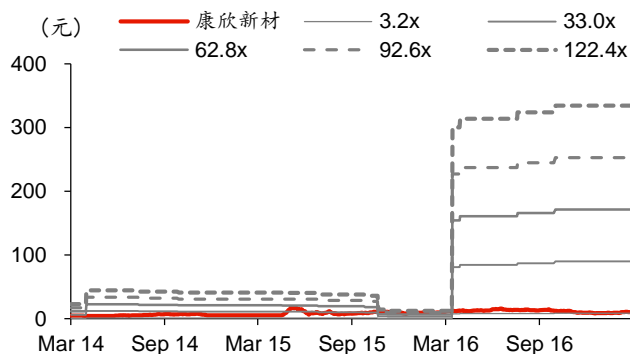
产能投放不达预期; 集装箱行业景气度大幅下滑

图表16: 康欣新材历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表17: 康欣新材历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,417	2,035	2,523	3,140	3,464
现金	470.70	780.96	933.51	693.01	744.64
应收账款	145.96	197.70	225.92	354.98	402.74
其他应收账款	23.04	2.10	18.33	15.70	25.07
预付账款	13.46	93.54	72.36	150.21	145.29
存货	743.21	932.23	1,246	1,896	2,117
其他流动资产	20.83	28.35	27.22	29.59	29.45
非流动资产	1,524	1,628	1,445	1,392	1,351
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	150.18	868.17	936.22	944.65	936.70
无形资产	261.76	333.84	334.65	327.41	321.33
其他非流动资产	1,112	425.58	174.39	120.35	92.53
资产总计	2,941	3,662	3,969	4,532	4,815
流动负债	1,064	672.53	243.33	560.24	370.70
短期借款	683.00	267.80	0.00	220.59	0.00
应付账款	118.26	119.41	159.61	242.91	271.14
其他流动负债	262.99	285.33	83.73	96.74	99.56
非流动负债	586.94	449.40	404.86	411.07	412.43
长期借款	566.19	386.23	386.23	386.23	386.23
其他非流动负债	20.75	63.17	18.63	24.84	26.20
负债合计	1,651	1,122	648.19	971.31	783.13
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	557.74	1,034	1,034	1,034	1,034
资本公积	10.52	514.93	914.18	914.18	914.18
留存公积	721.93	991.34	1,372	1,613	2,083
归属母公司股	1,290	2,541	3,320	3,561	4,031
负债和股东权益	2,941	3,662	3,969	4,532	4,815

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	174.95	50.90	270.17	(111.82)	524.24
净利润	188.16	269.41	380.70	517.67	633.81
折旧摊销	26.93	48.33	76.26	84.32	89.49
财务费用	38.57	45.39	38.63	41.64	42.13
投资损失	0.00	0.00	(3.00)	(3.00)	(3.00)
营运资金变动	(80.32)	(322.15)	(350.06)	(768.05)	(244.75)
其他经营现金	1.61	9.92	127.63	15.60	6.57
投资活动现金	(185.44)	(221.36)	(31.58)	(30.51)	(46.47)
资本支出	197.63	227.11	23.45	30.00	45.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	12.19	5.75	(8.13)	(0.51)	(1.47)
筹资活动现金	26.31	889.20	(86.04)	(98.16)	(426.15)
短期借款	683.00	(415.20)	(267.80)	220.59	(220.59)
长期借款	511.19	(179.96)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	192.20	476.52	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(476.97)	504.41	399.25	0.00	0.00
其他筹资现金	(883.11)	503.43	(217.49)	(318.75)	(205.56)
现金净增加额	15.82	718.74	152.55	(240.50)	51.63

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	906.17	1,031	1,293	1,937	2,250
营业成本	556.44	609.40	814.56	1,240	1,384
营业税金及附加	3.69	8.63	10.82	16.22	18.84
营业费用	33.57	40.29	49.13	73.61	78.75
管理费用	88.87	88.08	103.44	154.96	168.75
财务费用	38.57	45.39	38.63	41.64	42.13
资产减值损失	6.60	6.13	6.36	6.25	6.31
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	3.00	3.00	3.00
营业利润	178.43	232.93	273.00	407.66	554.48
营业外收入	22.00	52.65	191.00	222.00	222.00
营业外支出	0.67	0.29	41.00	20.64	30.82
利润总额	199.76	285.30	423.00	609.02	745.66
所得税	11.60	15.89	42.30	91.35	111.85
净利润	188.16	269.41	380.70	517.67	633.81
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	188.16	269.41	380.70	517.67	633.81
EBITDA	243.93	326.66	387.90	533.62	686.10
EPS (元)	0.18	0.26	0.37	0.50	0.61

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	6,530	13.76	25.43	49.82	16.16
营业利润	742.84	30.54	17.20	49.33	36.01
归属母公司净利润	261.22	43.18	41.31	35.98	22.44
获利能力 (%)					
毛利率	38.59	40.88	37.00	36.00	38.50
净利率	20.76	26.13	29.44	26.72	28.17
ROE	14.58	10.60	11.47	14.54	15.72
ROIC	10.31	10.57	10.06	10.93	13.73
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.14	30.63	16.33	21.43	16.27
净负债比率 (%)	78.36	73.86	59.59	62.47	49.32
流动比率	1.33	3.03	10.37	5.60	9.34
速动比率	0.63	1.64	5.25	2.22	3.63
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.31	0.34	0.46	0.48
应收账款周转率	11.14	5.62	5.67	6.20	5.52
应付账款周转率	7.08	5.13	5.84	6.16	5.38
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.26	0.37	0.50	0.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.05	0.26	(0.11)	0.51
每股净资产(最新摊薄)	1.25	2.46	3.21	3.44	3.90
估值比率					
PE (倍)	57.66	40.27	28.50	20.96	17.12
PB (倍)	8.41	4.27	3.27	3.05	2.69
EV_EBITDA (倍)	44.02	32.87	27.68	20.12	15.65

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com