

公司研究/年报点评

2017年04月24日

建材/其他建材 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 9.06
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

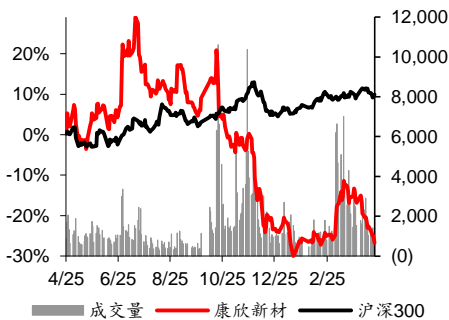
黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

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

相关研究

1 《康欣新材(600076,买入): 高端板材新贵, 产能扩张促增长》2017.03

股价走势图



资料来源: Wind

业绩略超预期, 产能释放促成长

康欣新材(600076)

业绩略超预期, 当前估值性价比较高

公司公布 2016 年报, 收入和归母净利润分别为 13.08 亿元和 3.84 亿元, 分别同比增长 26.8%和 42.5%。收入和利润略超预期, 今年承诺业绩 4.6 亿元, 我们预计 5.2 亿元, 当前股价对应今年 PE16 倍, 性价比较高。

集装箱底板逆势增长, 环保板异军突起

板材制造业收入 11.2 亿元, 继续占主导, 同比增长 30%。其中集装箱底板收入在去年行业需求下滑的情况下, 依然取得了 18%的增长, 销量 16.74 万方, 增长 21%, 立方均价 3750 元下降了约 100 元。环保板收入增长 53%, 销量 15.66 万方, 增长 50%, 立方均价 3152 元上升 60 元。林业板块收入 1.8 亿元, 同比增长 13%, 保持平稳。继续林地资源的储备, 去年无形资产中新增加 2.85 亿元林地使用权, 存货中新增加 2.96 亿元消耗性生物资产。

利润率稳中有升, 应收账款良性发展

综合毛利率 39.56%, 下降 1.3pct, 板材制造毛利率 37.81%, 下降 0.5pct。费用率显著下降, 管理费用和财务费用都是同比净减少, 销售费用是由于装运费的增加, 同比增长 27%, 跟收入同步。期间费用率下降到仅为 12%, 带动净利率增加 3.2pct 到 29.35%。四季度应收账款大量回收, 全年应收账款增长 20%, 慢于收入, 且账龄几乎全部为 1 年以内。公司资产负债率略有增加到 25%, 依然较低。总资产周转率略增到 36%, 依然显著低于建材行业平均水平。公司“低周转率-低负债率-高利润率”的特点十分鲜明。

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。

维持买入评级

微调盈利预测, 预计公司 2017-19 年净利润 5.2/6.3/7.6 亿元, 对应 EPS 为 0.50/0.61/0.74 元, 3 年复合增长率 26%。我们认为可给予 2017 年 25-27 倍 PE, 对应目标价 12.5~13.5 元。维持“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)	9,370
总资产 (百万元)	3,626
每股净资产 (元)	2.83

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,031	1,308	1,831	2,252	2,623
+/-%	13.76	26.84	40.00	23.00	16.50
归母净利润 (百万元)	269.41	383.87	516.96	632.20	761.01
+/-%	43.18	42.49	34.67	22.29	20.37
EPS (元, 最新摊薄)	0.26	0.37	0.50	0.61	0.74
PE (倍)	34.78	24.41	18.13	14.82	12.31

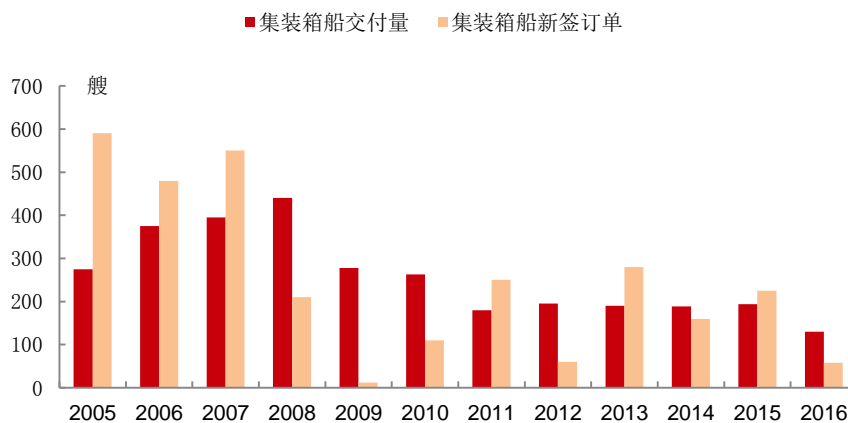
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

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。

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1: 2016 年集装箱船的交付和新签都创新低



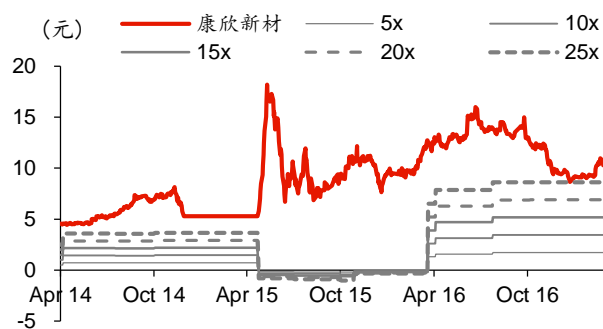
资料来源: 克拉克森, 华泰证券研究所

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。

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。

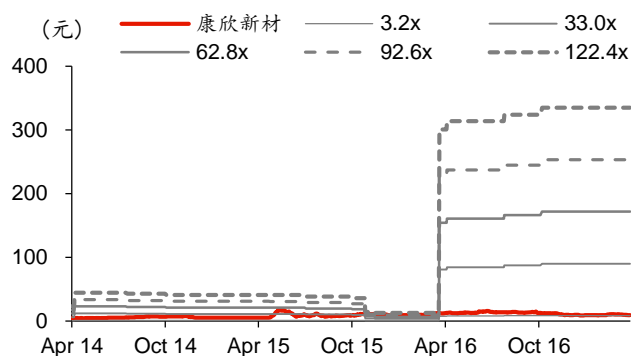
PE/PB - Bands

图表2: 康欣新材历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,035	1,696	2,632	2,928	3,437
现金	780.96	107.72	444.34	276.03	360.18
应收账款	197.70	237.10	329.81	405.66	472.60
其他应收账款	2.10	4.07	5.25	6.45	7.52
预付账款	93.54	24.14	33.55	40.78	47.43
存货	932.23	1,260	1,753	2,131	2,479
其他流动资产	28.35	63.37	66.03	68.18	70.08
非流动资产	1,628	1,930	1,937	1,932	1,938
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	868.17	988.99	1,013	1,000	983.05
无形资产	333.84	610.29	671.06	711.84	752.61
其他非流动资产	425.58	330.69	253.08	219.79	202.35
资产总计	3,662	3,626	4,569	4,860	5,375
流动负债	672.53	609.80	662.51	595.16	512.12
短期借款	267.80	433.00	392.38	321.87	184.75
应付账款	119.41	98.47	176.03	190.18	235.04
其他流动负债	285.33	78.33	94.10	83.11	92.33
非流动负债	449.40	88.14	62.01	65.43	65.19
长期借款	386.23	31.01	31.01	31.01	31.01
其他非流动负债	63.17	57.14	31.00	34.42	34.18
负债合计	1,122	697.94	724.52	660.58	577.30
少数股东权益	0.00	3.94	3.94	3.94	3.94
股本	1,034	1,034	1,034	1,034	1,034
资本公积	514.93	514.93	914.18	914.18	914.18
留存公积	991.34	1,375	1,892	2,247	2,845
归属母公司股	2,541	2,924	3,841	4,196	4,793
负债和股东权益	3,662	3,626	4,569	4,860	5,375

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	50.90	167.44	95.36	285.54	506.10
净利润	269.41	383.82	516.96	632.20	761.01
折旧摊销	48.33	92.41	81.89	87.43	91.25
财务费用	45.39	30.90	17.88	22.08	22.48
投资损失	0.00	(0.28)	(0.28)	(0.28)	(0.28)
营运资金变动	(322.15)	(348.24)	(522.73)	(465.29)	(373.40)
其他经营现金	9.92	8.83	1.63	9.40	5.04
投资活动现金	(221.36)	(436.84)	(89.96)	(84.15)	(98.93)
资本支出	227.11	414.04	16.25	30.00	45.00
长期投资	0.00	0.07	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	5.75	(22.73)	(73.70)	(54.15)	(53.93)
筹资活动现金	889.20	(381.03)	331.22	(369.71)	(323.02)
短期借款	(415.20)	165.20	(40.62)	(70.51)	(137.11)
长期借款	(179.96)	(355.22)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	476.52	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	504.41	0.00	399.25	0.00	0.00
其他筹资现金	503.43	(191.01)	(27.41)	(299.20)	(185.91)
现金净增加额	718.74	(650.43)	336.62	(168.31)	84.16

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,031	1,308	1,831	2,252	2,623
营业成本	609.40	790.27	1,098	1,335	1,553
营业税金及附加	8.63	12.53	17.55	21.58	25.14
营业费用	40.29	51.23	73.22	87.81	102.30
管理费用	88.08	75.49	109.83	130.59	152.14
财务费用	45.39	30.90	17.88	22.08	22.48
资产减值损失	6.13	2.84	6.36	7.00	8.00
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	0.28	0.28	0.28	0.28
营业利润	232.93	344.53	507.64	647.59	760.42
营业外收入	52.65	72.31	72.31	72.31	72.31
营业外支出	0.29	5.55	5.55	5.55	5.55
利润总额	285.30	411.30	574.40	714.35	827.18
所得税	15.89	27.48	57.44	82.15	66.17
净利润	269.41	383.82	516.96	632.20	761.01
少数股东损益	0.00	(0.06)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	269.41	383.87	516.96	632.20	761.01
EBITDA	326.66	467.84	607.41	757.10	874.15
EPS (元)	0.26	0.37	0.50	0.61	0.74

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	13.76	26.84	40.00	23.00	16.50
营业利润	30.54	47.91	47.34	27.57	17.42
归属母公司净利润	43.18	42.49	34.67	22.29	20.37
获利能力 (%)					
毛利率	40.88	39.56	40.00	40.70	40.80
净利率	26.13	29.36	28.24	28.08	29.01
ROE	10.60	13.13	13.46	15.07	15.88
ROIC	10.57	10.64	12.40	13.88	15.51
偿债能力					
资产负债率 (%)	30.63	19.25	15.86	13.59	10.74
净负债比率 (%)	73.86	67.75	58.44	53.42	37.37
流动比率	3.03	2.78	3.97	4.92	6.71
速动比率	1.64	0.71	1.33	1.34	1.87
营运能力					
总资产周转率	0.31	0.36	0.45	0.48	0.51
应收账款周转率	5.62	5.61	6.02	5.69	5.55
应付账款周转率	5.13	7.25	8.00	7.29	7.30
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.37	0.50	0.61	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	0.16	0.09	0.28	0.49
每股净资产(最新摊薄)	2.46	2.83	3.71	4.06	4.63
估值比率					
PE (倍)	34.78	24.41	18.13	14.82	12.31
PB (倍)	3.69	3.20	2.44	2.23	1.95
EV_EBITDA (倍)	29.51	20.60	15.87	12.73	11.03

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：A0K809

©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