

康欣新材 (600076.SH)

业绩保持高增长，未来成长空间广阔

报告期内公司实现营业收入 13.08 亿元，同比增长+26.84%，归母净利润 3.84 亿元，同比增长+42.49%，对应每股收益 0.37 元。

业绩保持稳健高增长，经营质量提升：2016Q4 公司营收同比增长 12.5%，归母净利润同比增长 38.18%，公司业绩保持稳定增长，且现金流情况改善明显，经营性现金流量净额同比增长 228.95%；全年期间费用率 12.05% 同比下降 4.8pct，销售、管理、财务费用率分别为 3.92%、5.77%、2.36%，分别同比+0.01pct、-2.77%、-2.04%。公司毛利率 39.56%，同比-1.32pct，主要是原材料价格上涨，公司处于长期战略角度考虑加大了外购木材比例。

COSB 生产线产能释放，优势凸显：受益于 COSB 生产线产能释放，2016 年集装箱底板和环保板放量，底板销量增长 21%，营收增长 18%，环保板销量增长 50%，营收增长 53%。COSB 生产线优势明显：（1）具备柔性生产技术，提高产能利用率，随时而动保证产销对路；（2）业务协同效应良好，环保板使用底板余料进一步提高材料利用率，全年底板毛利率 29.04%，环保板毛利率 48.97%，盈利能力强；（3）提高公司机械化、数字化生产水平，公司制造业人工占成本比例为 6.85%，同比下降 3.62pct。

内扩外并提高集装箱底板份额，积极布局拓展民用板材市场：公司底板产能继续扩张，（底板产能全部达产后将达 54 万 m³），客户持续拓展，作为龙头优先受益景气回升，市占率将进一步提升。此外木结构房屋领域布局持续推进，与国外客户开展合作，未来有望逐步贡献业绩。

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 2017-2019 年 EPS 分别为 0.49、0.66、0.91 元，维持“买入”评级。

风险提示：集装箱底板需求回落，原材料价格上升，新业务拓展不及预期；

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,030.85	1,307.51	1,844.47	2,379.02	3,140.31
增长率(%)	5,874.90%	26.84%	41.07%	28.98%	32.00%
EBITDA(百万元)	332.78	470.40	668.52	866.36	1,149.42
净利润(百万元)	269.41	383.87	510.03	685.44	938.65
增长率(%)	2,517.24%	42.49%	32.86%	34.39%	36.94%
EPS(元/股)	0.260	0.371	0.493	0.663	0.908
市盈率(P/E)	39.70	25.30	18.37	13.67	9.98
市净率(P/B)	4.21	3.32	2.73	2.27	1.85
EV/EBITDA	32.28	21.42	14.86	11.28	8.52

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	9.06 元
前次评级	买入
报告日期	2017-04-24

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)：系 2017-03-24

列报告之集装箱底板：景气回

暖下的行业龙头

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

目录索引

事件描述	4
事件评论	4
业绩保持稳健高增长，经营质量提升	4
COSB 生产线产能释放，优势凸显	6
内扩外并提高集装箱底板份额，积极布局拓展民用板材市场	7
投资建议：维持“买入”评级	8
风险提示	8

图表索引

图 1: 2016 年收入同比增长 26.84%.....	4
图 2: 2016 归母净利润同比增长 42.49%	4
图 3: 2016Q4 收入同比增长 12.5%.....	5
图 4: 2016Q4 归母净利润同比增长 38.18%.....	5
图 5: 2016 年公司毛利率同比下降 1.32pct.....	5
图 6: 2016 年公司期间费用率同比下降 4.8pct	5
图 7: 2016 年集装箱底板营收同比增长 18.09%	6
图 8: 2016 年公司环保板营收同比增长 53.15%	6
图 9: 2016 年底板/环保板业务占比	6
图 10: 底板和环保板毛利率情况	6
图 11: 2016 年公司制造业人工成本占比下降 3.62pct.....	7
图 12: 公司集装箱底板产能扩张情况	7
表 1: 公司本报告期主要财务指标.....	4
表 2: 公司所处市场地位	8

事件描述

康欣新材公布2016年年报:

报告期内公司实现营业收入13.08亿元, 同比增长+26.84%, 实现营业利润3.45亿元, 同比增长+47.91%; 实现利润总额4.11亿元, 同比增长+34.16%。

归属于上市公司股东净利润3.84亿元, 同比增长+ 42.49%, 对应每股收益0.37元。

表 1: 公司本报告期主要财务指标

	本报告期末	去年上年度期末	增减变动
总资产 (万元)	362,629.40	366,246.59	-0.99%
归属上市公司股东的所有者权益 (万元)	292,440.52	254,053.13	15.11%
归属上市公司股东的每股净资产 (元/股)	2.83	2.46	15.11%
	本报告期	上年同期	增减变动
营业总收入 (万元)	130,751.44	103,084.71	26.84%
毛利率 (%)	39.56%	40.88%	-1.32pct
营业利润 (万元)	34,453.17	23,293.12	47.91%
利润总额 (万元)	41,129.74	28,529.76	44.16%
归属于上市公司股东的净利润 (万元)	38,387.39	26,941.12	42.49%
基本每股收益 (元/股)	0.37	0.45	-17.78%
经营活动产生的现金流量净额 (万元)	16,743.69	5,090.07	228.95%
每股经营活动产生的现金流量净额 (元/股)	0.16	0.05	228.95%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

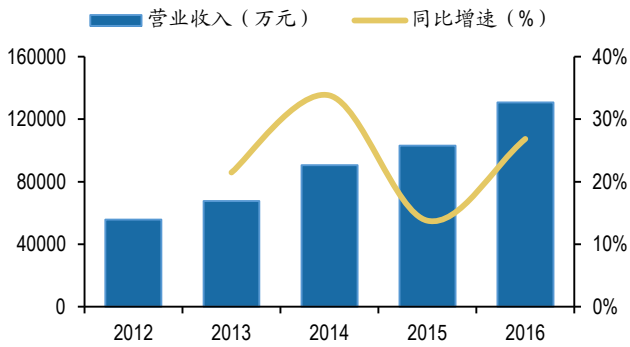
事件评论

业绩保持稳健高增长, 经营质量提升

报告期内公司营收同比增长26.84%, 归母净利润同比增长42.49%, 分季度看, 2016Q4公司实现营收3.29亿元同比增长12.5%, 归母净利同比增长38.18%。公司业绩继续保持稳健高增长; 公司期末经营性现金流量净额同比增长228.95%, 现金流状况大幅好转。公司期间费用率12.05%, 同比下降4.8pct, 其中销售、管理、财务费用率分别为3.92%、5.77%、2.36%, 分别同比+0.01pct、-2.77pct、-2.04pct, 财务费用下降主要是公司偿还了项目建设借款。公司毛利率39.56%, 同比-1.32pct, 主要是原材料价格上涨, 公司处于长期战略角度考虑加大了外购木材比例。

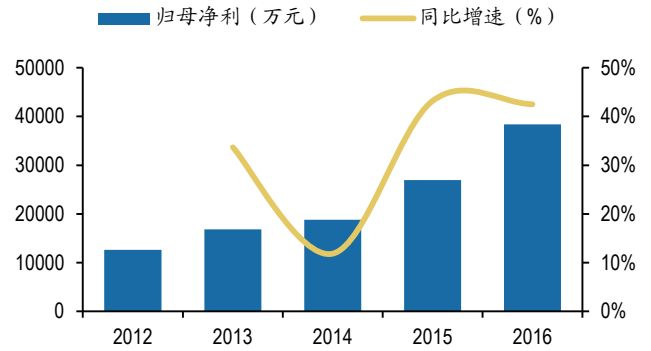
图 1: 2016 年收入同比增长 26.84%

图 2: 2016 归母净利润同比增长 42.49%



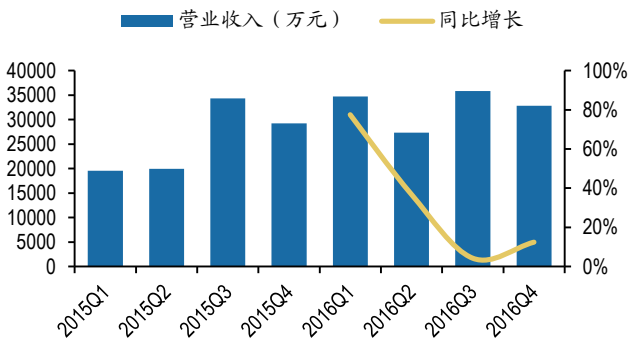
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 3: 2016Q4 收入同比增长 12.5%



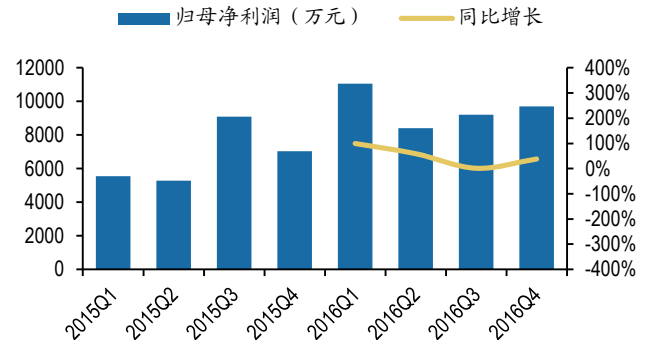
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 4: 2016Q4 归母净利润同比增长 38.18%



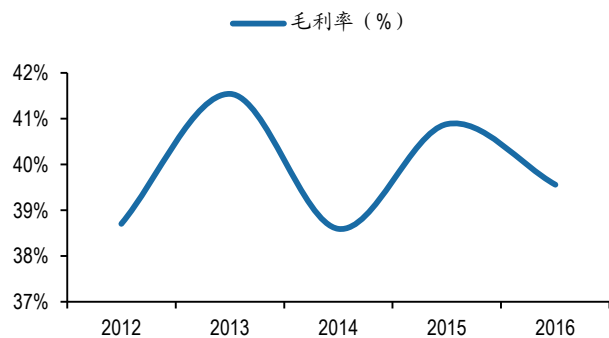
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 5: 2016 年公司毛利率同比下降 1.32pct

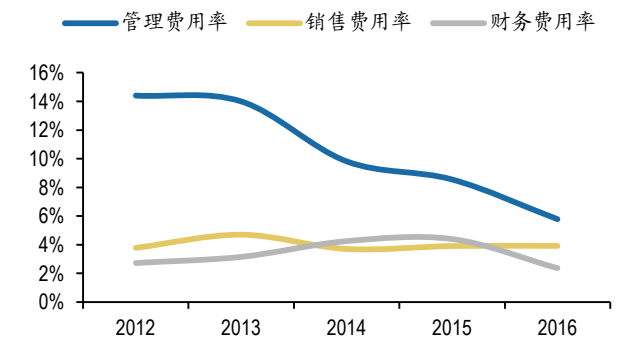


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 6: 2016 年公司期间费用率同比下降 4.8pct



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心



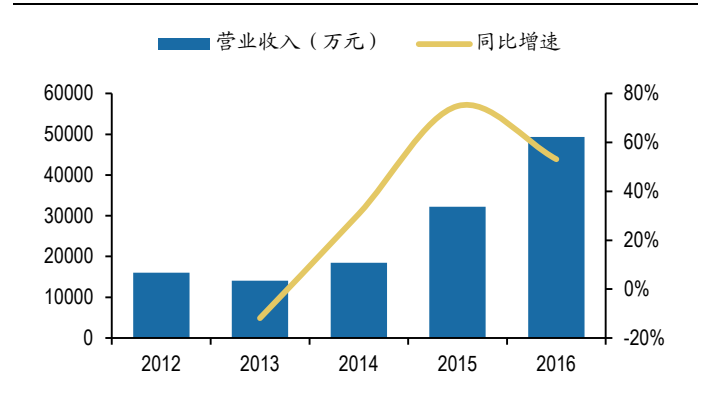
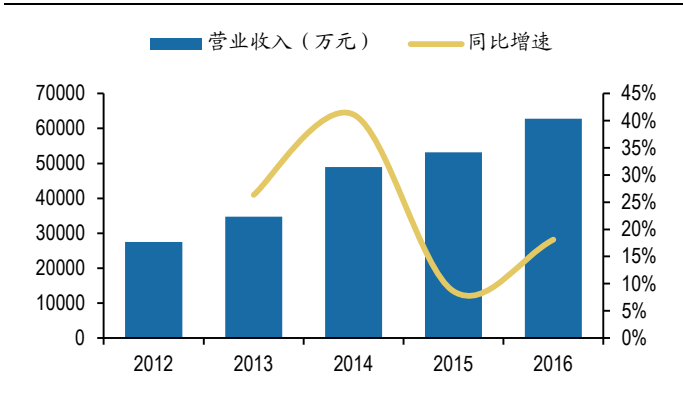
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

COSB 生产线产能释放，优势凸显

公司业绩增长得益于27.5万m³COSB项目产能释放，2016年产能利用率约85%。公司集装箱底板合计销售16.74万m³，同比增长21.08%，贡献营收6.28亿元，同比增长18.09%；环保板销售15.66万m³，同比增长50.2%，贡献营收4.94亿元，同比增长53.15%。

图 7：2016 年集装箱底板营收同比增长 18.09%

图 8：2016 年公司环保板营收同比增长 53.15%



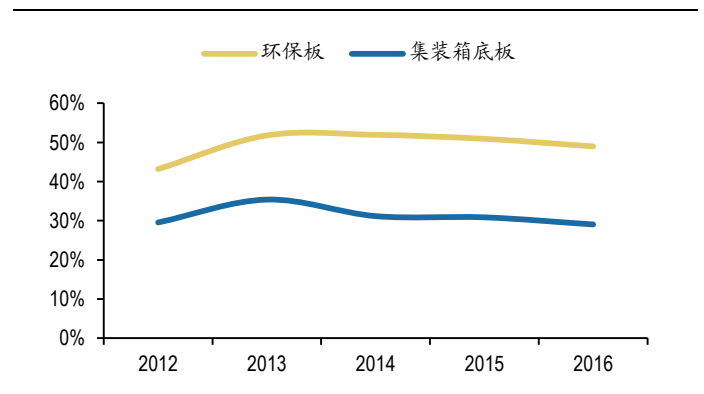
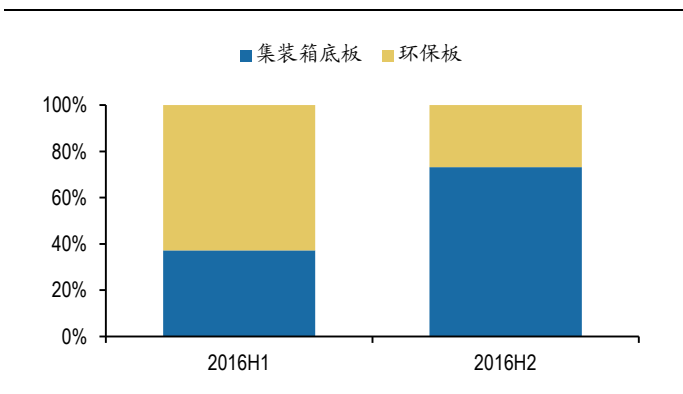
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

COSB生产线优势明显：（1）具备柔性生产技术，提高产能利用率，保证产销对路。该产线既能生产集装箱底板，又能生产环保板，2016上半年全球集装箱市场低迷，公司将产能调配至环保板生产，环保板实现营收3.4亿元，同期集装箱底板营收仅为2亿元；下半年集装箱市场景气回升，产能重新划归集装箱底板业务，H2底板营收扩张至4.3亿元，较H1增长116.05%，H2环保板营收缩减至1.6亿元，较H1下降53.19%。（2）业务协同效应良好。COSB生产线能够将生产集装箱底板所用原料剩余的边角料、枝桠材等小料、废料用于生产环保板，原料成本计入底板生产，故而环保板利润体现得较底板更高，2016年底板业务毛利率为29.04%，环保板毛利率为48.97%。（3）提高公司机械化、数字化生产水平。传统生产模式下生产10万方集装箱底板就需500-800人左右，而公司27.5万方的生产线仅需100人参与全程管理和监控。2016年公司制造业人工成本为0.48亿元，占成本比例为6.85%，同比下降3.62pct。

图 9：2016 年底板/环保板业务占比

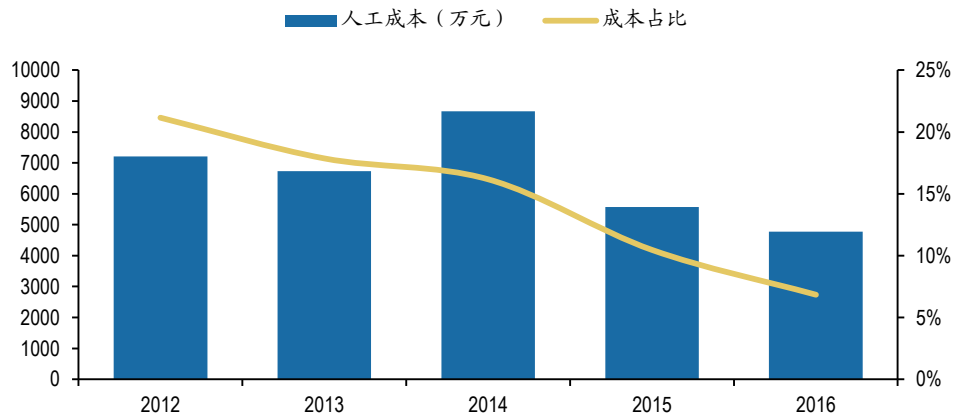
图 10：底板和环保板毛利率情况



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

图11: 2016年公司制造业人工成本占比下降3.62pct

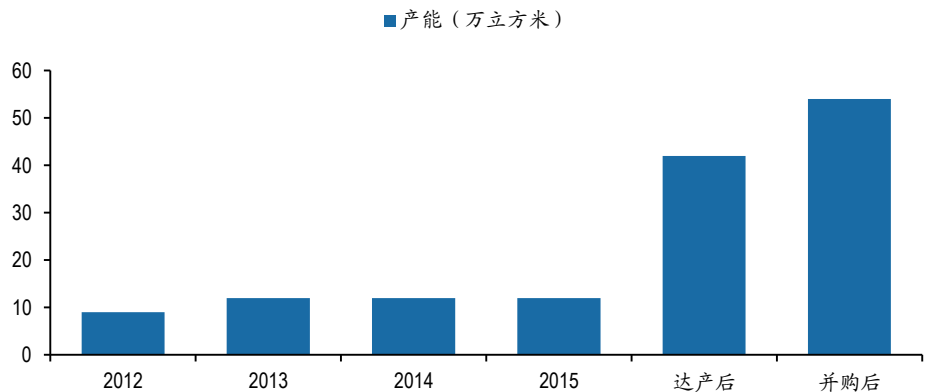


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

内扩外并提高集装箱底板份额，积极布局拓展民用板材市场

公司底板产能继续扩张，客户持续拓展，作为龙头优先受益景气回升。2016年公司集装箱底板市场份额约15%。2017年27.5万方COSB生产线将实现满产，20万方新型竹木复合集装箱底板生产线也将投产（2017年预计投产5万方）。2017年2月公司又出资3亿元并购集装箱制造企业新华昌集团旗下新华昌木业12万m³产能，彰显公司成为行业龙头的决心。上述项目达产、公司整合完成后，公司集装箱底板产能将达54万m³，市占率将进一步提升。客户拓展方面，公司产品受箱厂、箱东认可度不断提升，公司新增Beacon、中谷新良等10家客户。2017年集装箱制造业景气处于向上的趋势，公司作为行业龙头将优先受益。

图12: 公司集装箱底板产能扩张情况



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表2: 公司所处市场地位

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, 2015 新建 27.5 万方和 20 万方人造板产线	COSB 木底板	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

布局木结构房屋领域。2016年公司成立了湖北天欣木结构房制造有限公司, 进一步发挥COSB突出优势, 向木结构工程设计和制造领域拓展业务。目前公司已搭建管理、设计、施工和生产团队, 引进德国生产线, 并与新西兰客户建立了业务联系, 未来新领域、新市场的订单有望贡献业绩。

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2017-2019年EPS分别为0.49、0.66、0.91元, 维持“买入”评级。

风险提示

集装箱底板需求回落、原材料价格上涨、新业务拓展不及预期

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2035	1696	2204	2573	3368
货币资金	781	108	0	0	0
应收及预付	296	272	700	659	879
存货	932	1260	1504	1915	2489
其他流动资产	25	57	0	0	0
非流动资产	1628	1930	2047	2267	2521
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	885	1013	952	893	872
在建工程	218	135	155	175	195
无形资产	359	677	940	1199	1454
其他长期资产	166	105	0	0	0
资产总计	3662	3626	4251	4840	5889
流动负债	673	610	782	685	796
短期借款	268	433	536	372	386
应付及预收	226	167	246	314	410
其他流动负债	179	10	0	0	0
非流动负债	449	88	31	31	31
长期借款	386	31	31	31	31
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	63	57	0	0	0
负债合计	1122	698	813	716	827
股本	1034	1034	1034	1034	1034
资本公积	515	515	515	515	515
留存收益	991	1375	1885	2571	3509
归属母公司股东权	2541	2924	3434	4120	5059
少数股东权益	0	4	4	4	4
负债和股东权益	3662	3626	4251	4840	5889

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	51	167	79	489	346
净利润	269	384	510	685	939
折旧摊销	48	92	82	87	93
营运资金变动	-322	-348	-538	-301	-699
其它	55	39	25	18	14
投资活动现金流	-221	-437	-193	-295	-336
资本支出	-227	-414	-194	-296	-336
投资变动	0	0	0	0	0
其他	6	-23	0	0	0
筹资活动现金流	889	-381	6	-193	-10
银行借款	378	443	103	-164	14
债券融资	-1043	-799	-66	0	0
股权融资	983	14	0	0	0
其他	571	-39	-31	-29	-25
现金净增加额	719	-650	-108	0	0
期初现金余额	28	781	108	0	0
期末现金余额	747	131	0	0	0

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	5,874.9	26.8	41.1	29.0	32.0
营业利润增长	1,059.6	47.9	61.7	34.8	37.5
归属母公司净利润增长	2,517.2	42.5	32.9	34.4	36.9
获利能力(%)					
毛利率	40.9	39.6	41.2	42.0	42.9
净利率	26.1	29.4	27.7	28.8	29.9
ROE	10.6	13.1	14.9	16.6	18.6
ROIC	10.4	10.7	13.2	15.5	17.4
偿债能力					
资产负债率(%)	30.6	19.2	19.1	14.8	14.0
净负债比率	-	0.1	0.2	0.1	0.1
流动比率	3.03	2.78	2.82	3.75	4.23
速动比率	1.50	0.68	0.41	0.60	0.69
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.36	0.47	0.52	0.59
应收账款周转率	10.27	6.01	6.01	6.01	6.01
存货周转率	0.76	0.72	0.72	0.72	0.72
每股指标(元)					
每股收益	0.26	0.37	0.49	0.66	0.91
每股经营现金流	0.05	0.16	0.08	0.47	0.33
每股净资产	2.46	2.83	3.32	3.98	4.89
估值比率					
P/E	39.7	25.3	18.4	13.7	10.0
P/B	4.2	3.3	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	32.3	21.4	14.9	11.3	8.5

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1031	1308	1844	2379	3140
营业成本	609	790	1085	1380	1795
营业税金及附加	9	13	15	19	25
销售费用	40	51	63	76	100
管理费用	88	75	96	124	163
财务费用	45	31	30	29	25
资产减值损失	6	3	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	233	345	557	751	1033
营业外收入	53	72	12	13	14
营业外支出	0	6	2	3	3
利润总额	285	411	567	762	1043
所得税	16	27	57	76	104
净利润	269	384	510	685	939
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	269	384	510	685	939
EBITDA	333	470	669	866	1149
EPS(元)	0.26	0.37	0.49	0.66	0.91

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。
赵勇臻：联系人，上海交通大学材料科学与工程硕士，2017年加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。