

# 康欣新材 (600076.SH)

## 高端板材制造商，核心优势来自“低成本”

**随势而动，林木一体化的高端板材制造龙头：**公司最早苗木起家，逐步向下游木材深加工延伸拓展，目前已经形成以集装箱底板、环保板为核心主业、同时拥有营林造林和优质种苗培育等业务的“苗林木”一体化业务体系。与德国共同研发的 COSB 产线是核心产能，可以灵活调整，既可以生产集装箱底板及其芯板，也可以通过调低性能参数生产普通的 OSB 民用环保板（低性能的产品加工时间短、用料少，实际产能可以扩大将近一倍）。

**突出的低成本优势，造就板材行业的“明珠”：**人造板材本身属于一个低附加值产业，行业生产技术壁垒较低，小企业众多格局分散，毛利率普遍较低，且随着上游木材资源日益紧张，价格走高，成本端的压力使得毛利率下行压力较大。公司作为高端板材制造商，毛利率却稳定在 40% 左右的高水平，突出的盈利能力背后的核心是低成本、高性能。公司平均单位成本比其他竞争对手低约 1000 元/方，公司的低成本主要来自原材料（木材和胶水）以及人工成本，其中成本占比最大的是原材料部分。

**“集装箱底板+环保板”双轮驱动，产能释放下持续成长：**公司底板产能继续扩张，客户持续拓展，作为龙头优先受益本轮景气回升，市占率将进一步提升。此外装配式建筑风起，消费升级趋势下，环保板切入民用领域大有可为，木结构房屋领域布局持续推进，成长可期。产能方面，随着箱板产能扩产，COSB 产线也将可以调配更多产能生产民用环保板。

**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，有望大幅增长，同时环保板将保持快速增长势，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 0.47、0.62、0.79 元，当前股价对应 PE 分别为 19 倍、15 倍、11 倍，估值较低，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	1,886.84	2,434.21	2,924.82
增长率(%)	5,874.90%	26.84%	44.31%	29.01%	20.15%
EBITDA(百万元)	332.78	470.40	644.72	821.97	1,021.01
净利润(百万元)	269.41	383.87	485.14	636.25	815.10
增长率(%)	2,517%	42.49%	26.38%	31.15%	28.11%
EPS(元/股)	0.260	0.371	0.469	0.615	0.788
市盈率(P/E)	39.70	25.30	19.12	14.58	11.38
市净率(P/B)	4.21	3.32	2.72	2.29	1.91
EV/EBITDA	32.28	21.42	15.47	12.04	9.57

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	8.97 元
前次评级	买入
报告日期	2017-07-03

分析师： 邹 戈 S0260512020001  
 021-60750616  
 zouge@gf.com.cn

### 相关研究：

康欣新材(600076.SH)：业绩保持高增长，未来成长空间广阔 2017-04-24

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 2017-03-24

康欣新材(600076.SH)：COSB 板材龙头，关注景气回升+布局拓展 2017-03-07

联系人： 徐笔龙 021-60750611  
 xubilong@gf.com.cn

## 目录索引

随势而动，林木一体化的高端板材制造龙头.....	4
苗木起家，目前以集装箱底板、环保板为两大核心主业.....	4
与德国共同研发的 COSB 产线是核心产能，可以灵活调整.....	5
突出的低成本优势，造就板材行业的“明珠”.....	8
盈利能力突出，板材行业里的“明珠”.....	8
性能优越，突出的低成本优势构筑“护城河”.....	8
“集装箱底板+环保板”双轮驱动，产能释放下持续成长.....	10
集装箱景气拐点向上，受益显著，份额随产能释放稳步提升.....	10
装配式建筑风起、消费升级趋势下，民用板材大有可为.....	11
投资建议：维持“买入”评级.....	13
风险提示.....	13

## 图表索引

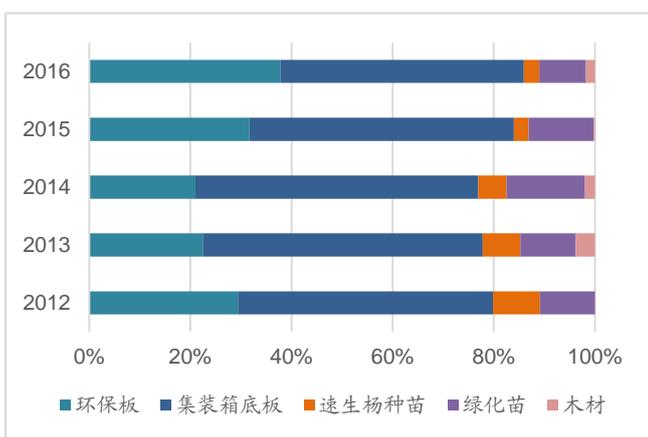
图 1: 2016 营收主要来自集装箱底板、环保板	4
图 2: 主要来自集装箱底板、环保板	4
图 3: 康欣新材的立体化产品结构	4
图 4: 底板和环保板毛利率情况	4
图 5: 公司产线情况示意图	6
图 6: 2016 年底板/环保板业务占比	7
图 7: 2016 年收入同比增长 26.84%	7
图 8: 2016 归母净利润同比增长 42.49%	7
图 9: 2017Q1 公司营收同比减少-9.44%	7
图 10: 2017Q1 归属净利润同比增长+0.47%	7
图 11: 公司毛利率和净利率情况	8
图 12: 集装箱底板公司毛利率和公司底板业务毛利率	8
图 13: 装饰板材公司毛利率和公司环保板毛利率	8
图 14: 公司制造业务成本构成情况	9
图 15: 公司制造业务单位材料成本 (元/方)	10
图 16: 公司制造业务单位人工及制造费用 (元/方)	10
图 17: 公司集装箱底板计划产能为 54 万 m <sup>3</sup>	11
图 18: 公司集装箱底板计划产能为 54 万 m <sup>3</sup>	11
图 19: 我国人造板历年产量构成	12
图 20: 我国与欧美人造板结构对比	12
表 1: 公司产线产能情况	5
表 2: 2016 年至今装配式建筑部分政策	12
表 3: 主要产品盈利假设	13

## 顺势而动，林木一体化的高端板材制造龙头

苗木起家，目前以集装箱底板、环保板为两大核心主业

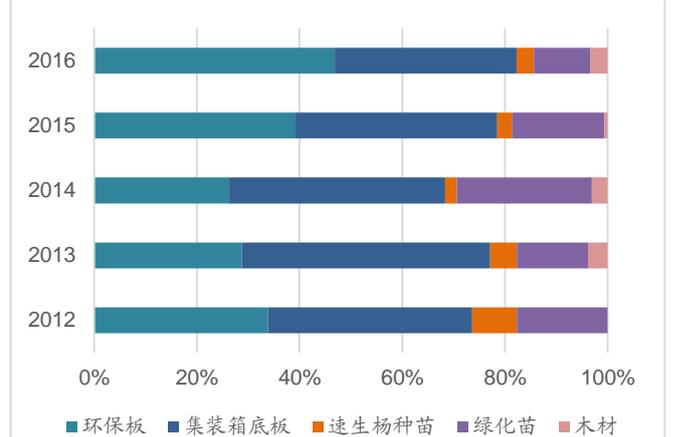
公司创立于1998年，起初主营育苗营林业务，2006年开始逐步向下游木材深加工业务延伸拓展，进入集装箱底板制造领域，随后逐步切入民用领域（环保板、木结构房屋等业务），目前已经形成以集装箱底板、环保板等优质新型木质复合材料为核心主业、同时拥有营林造林和优质种苗培育等业务的“苗林木”一体化业务体系。2016年公司营收13.08亿元，同比增长26.84%，其中集装箱底板48%，环保板材占比38%；从毛利构成情况来看，集装箱底板占比35%，环保板占比47%，环保板毛利占比相比营收比例高，主要原因是环保板毛利率（2016年49%）高于集装箱底板（2016年为29%），但由于环保板和集装箱底板共用产线，且可以使用箱板生产过程中的边角余料，实际盈利差距小于报表表观差距。

图1：2016营收主要来自集装箱底板、环保板



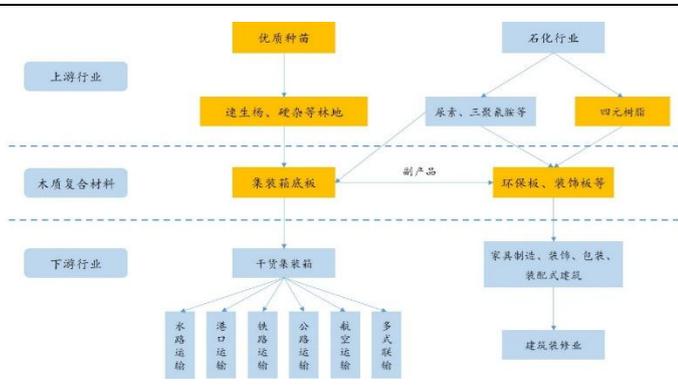
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图2：2016毛利主要来自集装箱底板、环保板



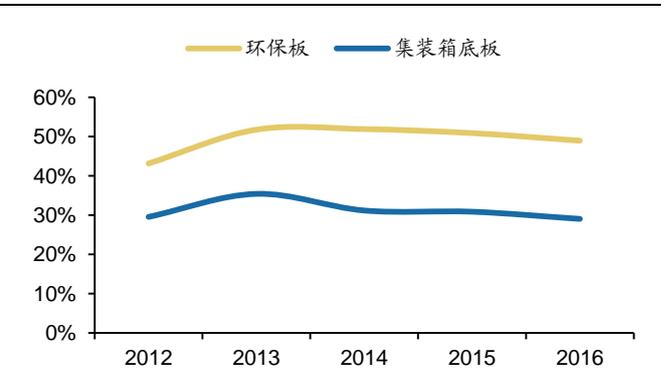
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

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

图4：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

## 与德国共同研发的 COSB 产线是核心产能，可以灵活调整

公司2013年和世界顶尖人造板设备供应商德国迪芬巴赫共同研发的27.5万方COSB产线，单线生产规模亚洲最大，生产工艺先进，并拥有4年专利保护期，该生产线专门针对用于集装箱底板基材的用途进行开发，在普通OSB板生产线基础上进行升级，对刀具系统进行优化，还新增了特殊的喷蒸设备、碎单板切断及筛选设备、超高压设计。

2015年7月此条27.5万方的COSB生产线正式投产，是公司目前核心产能设备，既可以生产集装箱底板及其芯板，也可以通过调低性能参数生产普通的OSB民用环保板（低性能的产品加工时间短、用料少，实际产能可以扩大将近一倍）。该条产线投产前公司产能情况为12万方的传统多层胶合木底板、5万方的建筑模板产线，其中建筑模板产线2016年开始停产，而12万方的集装箱底板产线目前同样可以用COSB芯板进行加工，制成COSB集装箱底板成品。

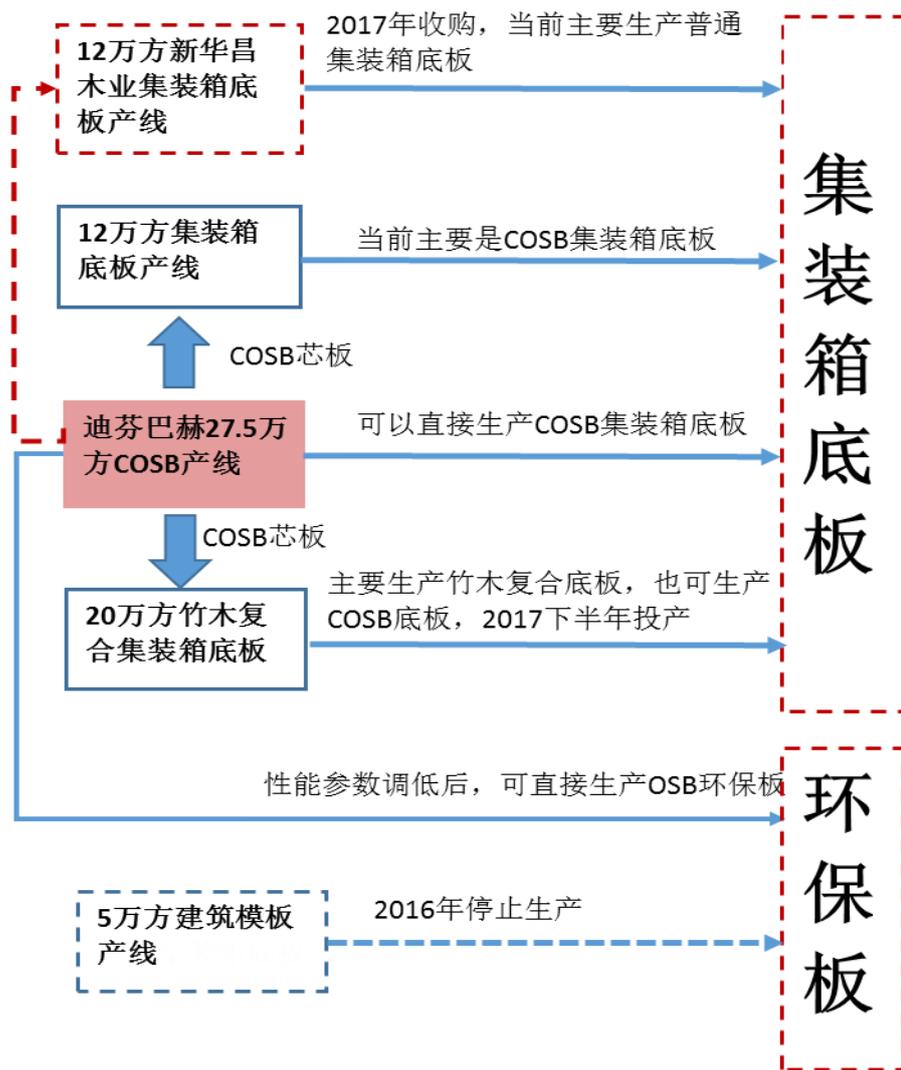
对于未来的产能扩张，一是2016年27.5万方COSB项目产能释放，产能利用率约85%，2017年产能利用率进一步提升，有望实现满产；二是上市配套募资投建的20万方竹木复合集装箱底板产线2017年下半年开始投产，预计实际可达产5万方，明后两年逐步实现满产；三是收购新华昌木业12万方的集装箱底板产线。

表1：公司产线产能情况

产线	产能	基本情况
集装箱底板产线	12 万方	2015 年上半年之前，公司约有 12 万立方米集装箱底板产能，可采用 COSB 芯板进行加工
迪芬巴赫 COSB 产线	27.5 万方	德国迪芬巴赫共同研发，全球独有，4 年专利保护，2015 年 7 月正式投产，其产品既能作为箱板的原材料芯板，又可作为 COSB 环保板（性能要求低，产能差不多可放大一倍）直接销售
竹木复合集装箱底板产线	20 万方	配套募资投建项目，预计 2017 年下半年开始投产，主要生产竹木复合集装箱底板，也可采用 COSB 芯板，2017 年全年预计可贡献 5 万方产量
新华昌木业集装箱底板产线	12 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，产能为普通多层胶合木底板
建筑模板产线	5 万方	2016 年度公司调整产品生产及销售结构，未生产建筑模板

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

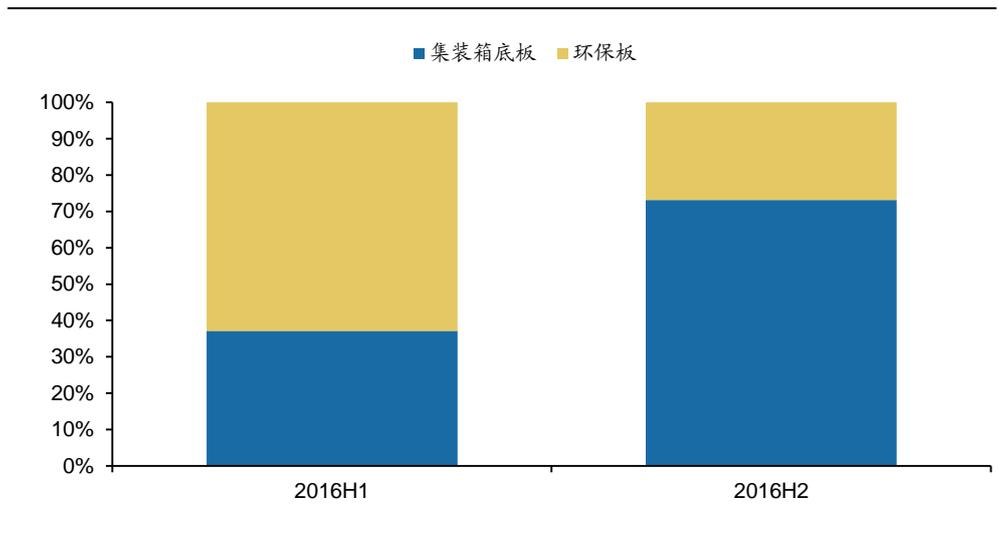
图5: 公司产线情况示意图



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

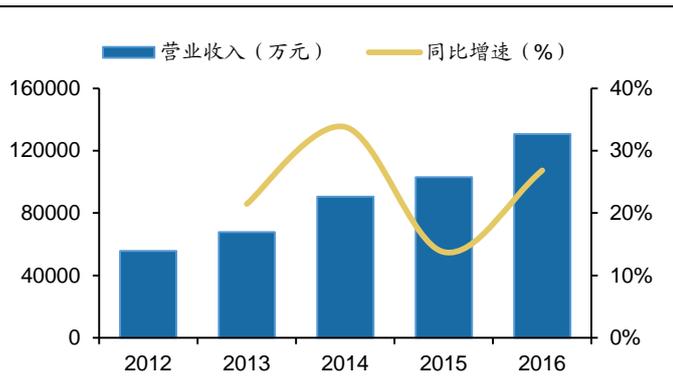
2016年, 公司集装箱底板合计销售16.74万m<sup>3</sup>, 同比增长21.08%, 贡献营收6.28亿元, 同比增长18.09%; 环保板销售15.66万m<sup>3</sup>, 同比增长50.2%, 贡献营收4.94亿元, 同比增长53.15%。环保板2016年增长较快, 是公司业绩的主要增长点, 主要公司核心产能27.5万方的COSB产线可以随市在生产集装箱底板和环保板之间进行灵活调整, 而2016年上半年集运行业景气低迷, 公司将更多产能调配至环保板生产, 下半年集装箱市场景气有所回升, 部分产能重新划归集装箱底板业务, 因此分上下半年来看, 下半年集装箱底板的营收占比有所回升, 但整体来看, 环保板全年的营收增长仍然较快。2017年Q1公司营收下滑9%, 主要原因也是集装箱底板行业需求较好, 产能更多切换供应箱板订单, 导致量更大的环保板产量同比有所下滑。

图6： 2016年底板/环保板业务占比



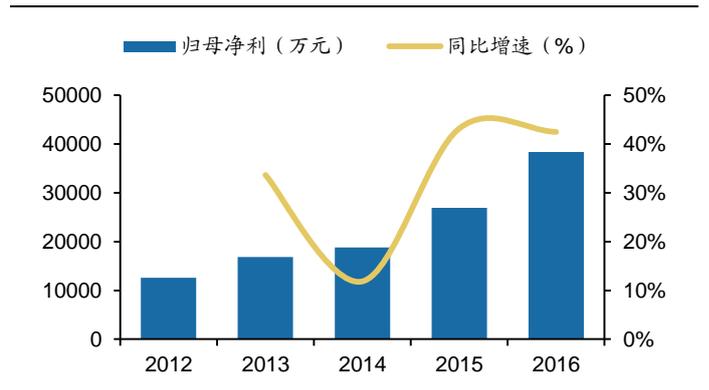
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图7： 2016 年收入同比增长 26.84%



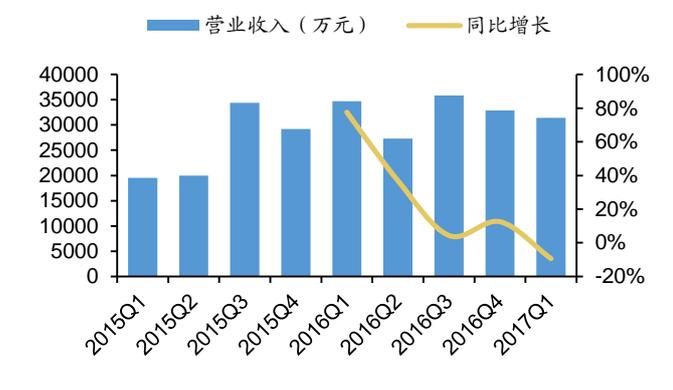
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图8： 2016 归母净利润同比增长 42.49%



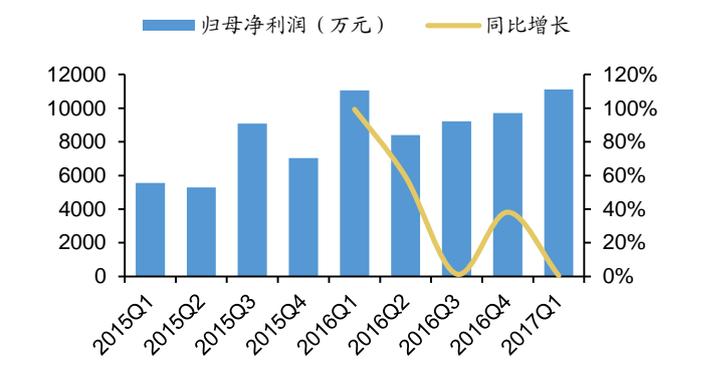
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图9： 2017Q1公司营收同比减少9.44%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图10： 2017Q1归属净利润同比增长+0.47%



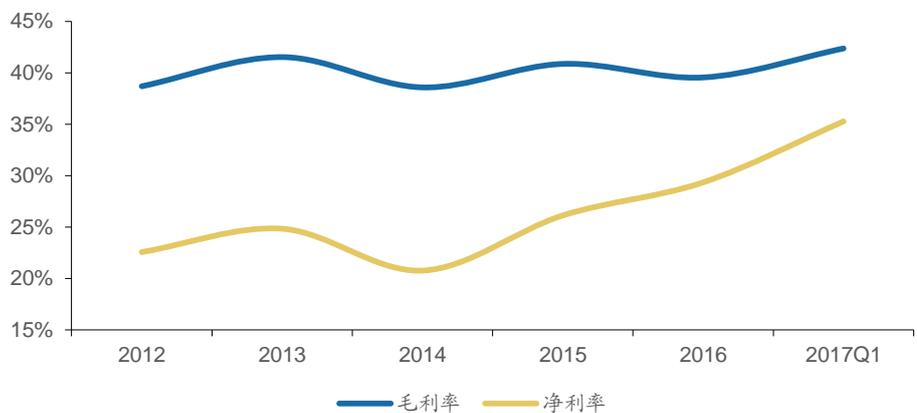
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

## 突出的低成本优势，造就板材行业的“明珠”

### 盈利能力突出，板材行业里的“明珠”

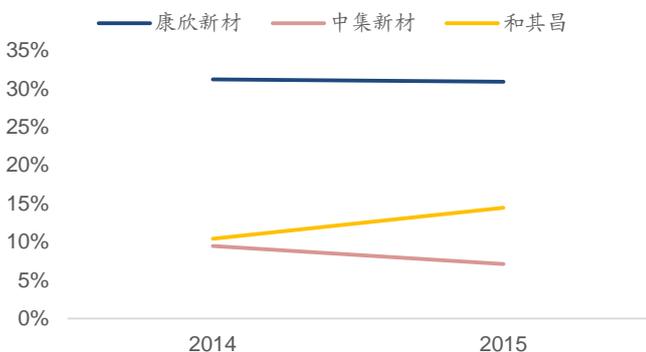
人造板材本身属于一个低附加值产业，行业生产技术壁垒较低，小企业众多格局分散，毛利率普遍较低，且随着上游木材资源日益紧张，价格走高，成本端的压力使得毛利率下行压力较大。但公司作为高端板材制造商，凭借独有的设备、技术、工艺和产业链一体化优势，拥有突出的盈利能力。公司整体毛利率一直稳定在40%左右，其中集装箱底板业务毛利率30%左右，环保板毛利率50%左右，均明显领先其他同业竞争对手，公司净利率方面，随着COSB产线设备的投产，已经提升至30%左右。

图11: 公司毛利率和净利率情况



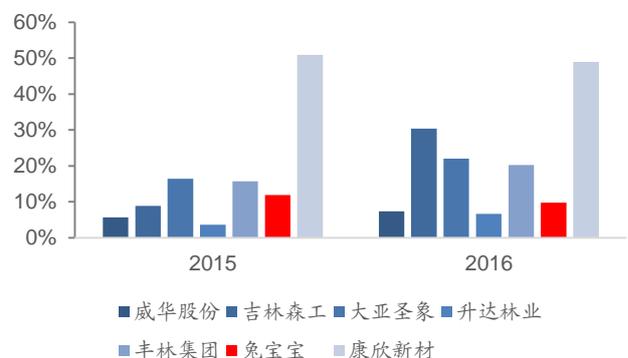
数据来源：广发证券发展研究中心

图12: 集装箱底板公司毛利率和公司底板业务毛利率



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图13: 装饰板材公司毛利率和公司环保板毛利率



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

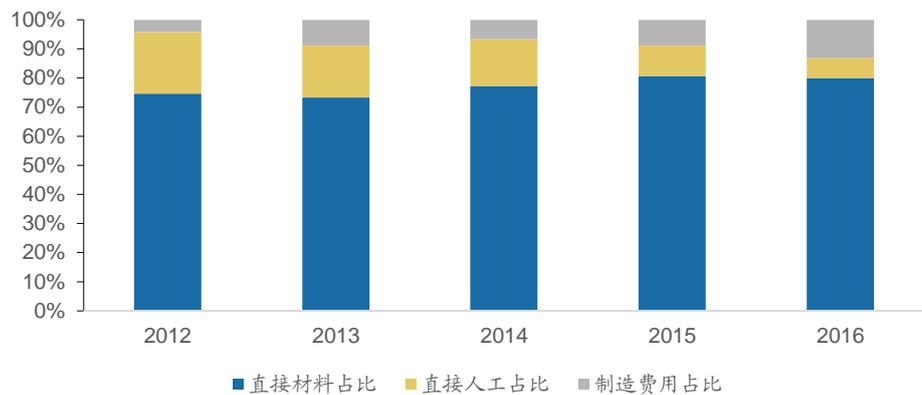
### 性能优越，突出的低成本优势构筑“护城河”

公司突出的盈利能力背后的核心竞争力，可以总结为：低成本、高性能，公司可

以比同业竞争对手低很多的成本，生产性能优越的板材。

从公司的板材制造业务（集装箱底板、环保板）的成本构成来看，原材料是最主要的成本（占比在70%-80%之间），制造费用、人工占比均较低（尤其是由于2015年高度自动化的德国COSB产线投产后，人工占比明显下降，但由于设备初期购置投入资金较大，折旧使得制造费用的占比提升）。

图14：公司制造业务成本构成情况



数据来源：广发证券发展研究中心

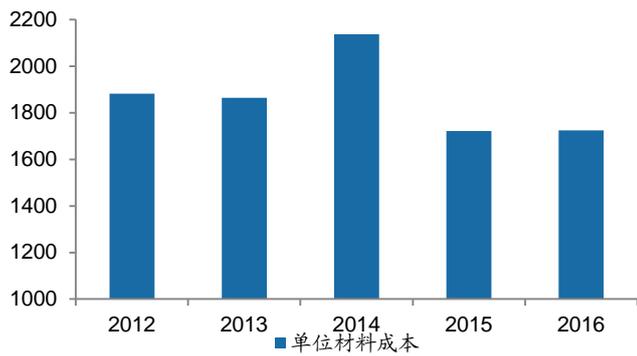
公司平均单位成本比其他竞争对手低约1000元/方，公司的低成本主要来自原材料（木材和胶水）以及人工成本，其中占比比重最大的原材料部分，也是公司成本的核心来源：

1、木材方面：一是在用材品种方面，传统胶合木底板使用进口大口径热带阔叶林硬木，价格较贵，普遍价格在1500元左右，而公司采用速生杨木，市场价格400-700元/方，价格优势明显；二是木材利用率方面，传统胶合板对大口径木材旋片，利用率低，仅在65%左右，而COSB用小口径木材刨片，且边角余料可再利用生产普通环保板，木材利用率可达到90%；三是林木自有，公司拥有65万亩原料林。整体来看，木材方面平均可以节省成本约500元/方；2014年公司单位材料成本上升，主要是当时出现自有木材供应不足，自给率由往年60%以上下降到约35%。

2、胶水方面：箱板长期浸泡在海水中，有特殊的防水防腐抗压要求，必须使用酚醛胶，公司2006年开始，历时三年自主研发的四元树脂胶，完全不用苯酚甲醛，用环保的树脂；不仅无毒环保，且成本较低，酚醛胶5400元-7800元/吨，四元树脂胶2000-3000元/吨；一立方胶水成本低约400多元/吨；

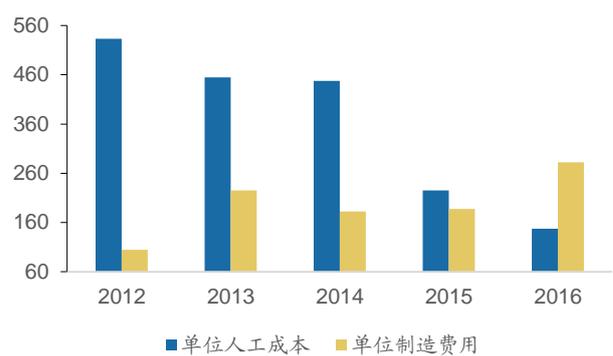
3、人工成本方面：传统底板生产属于劳动密集型，10万方产能一般对应人工需要500-800人，而公司2015年投产的27.5万方的COSB产线只需要150个人左右。可以看到，公司的单位人工费用自2015年开始出现明显下降。

图15: 公司制造业务单位材料成本 (元/方)



数据来源: 广发证券发展研究中心

图16: 公司制造业务单位人工及制造费用 (元/方)



数据来源: 广发证券发展研究中心

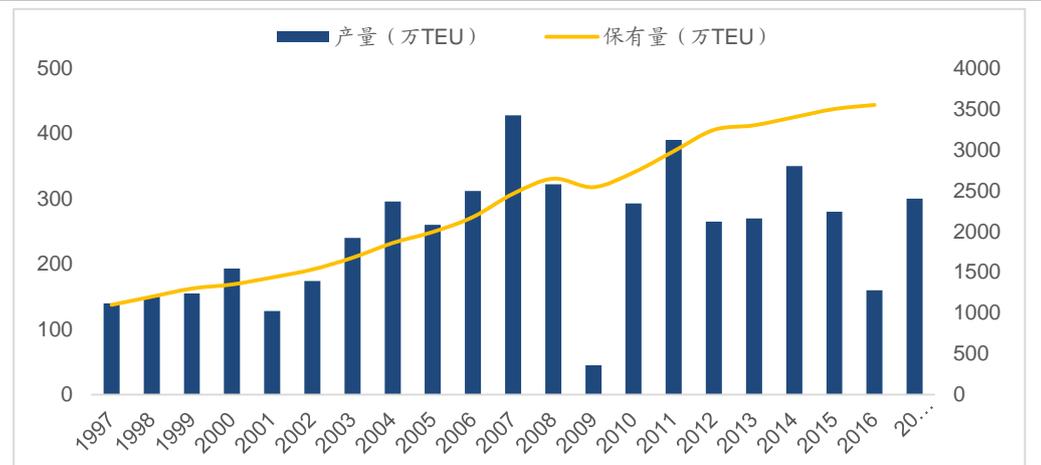
## “集装箱底板+环保板”双轮驱动，产能释放下持续成长

### 集装箱景气拐点向上，受益显著，份额随产能释放稳步提升

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态势，带动底板迎来量价齐升。目前下游集装箱制造企业排产紧张，公司产能同样处于满产满销状态。

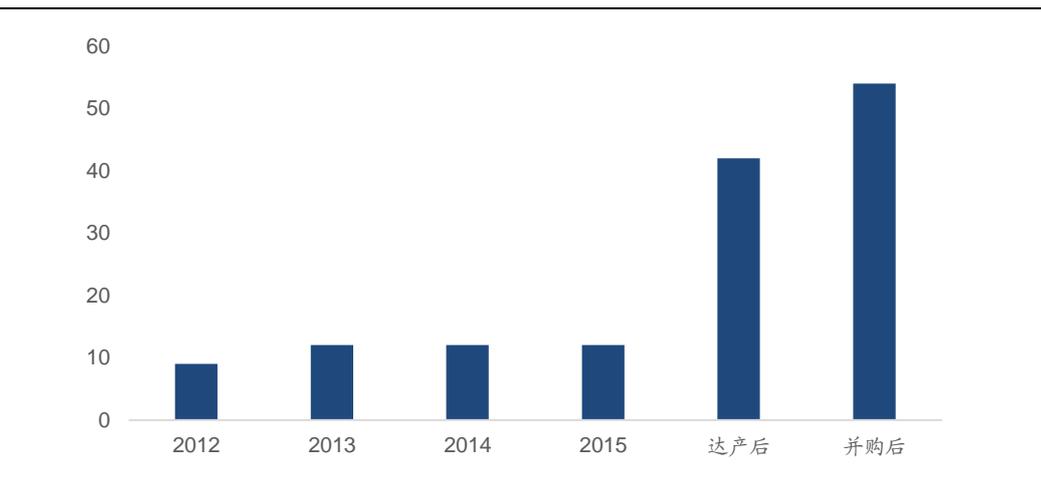
2016年，公司集装箱底板合计销售16.74万m<sup>3</sup>，同比增长21.08%，集装箱底板市场份额约15%。2017年下半年20万方竹木复合集装箱底板投产（2017年预计投产5万方），2017年2月公司出资3亿元并购集装箱制造企业新华昌集团旗下新华昌木业12万方产能，公司集装箱底板远期产能将达54万方，客户拓展方面，公司产品受箱厂、箱东认可度不断提升，2017年集装箱制造业景气处于向上的趋势，公司作为行业龙头将优先受益，销量有望大幅增长。

图17: 公司集装箱底板计划产能为54万m<sup>3</sup>



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图18: 公司集装箱底板计划产能为54万m<sup>3</sup>



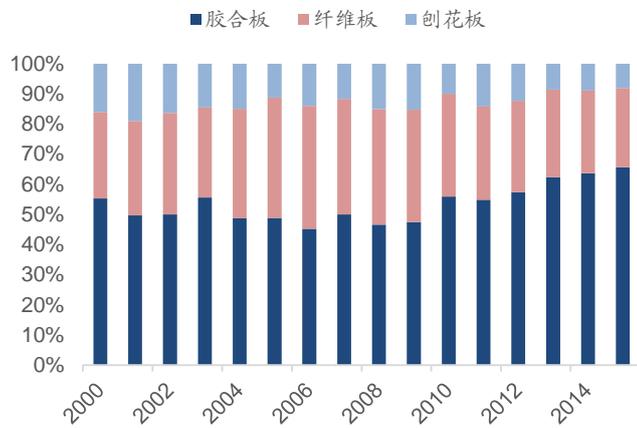
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

### 装配式建筑风起、消费升级趋势下，民用板材大有可为

我国民用装饰板材市场目前也以胶合板为主，但胶合板所需的大径木资源日益紧缺，价格不断提高。OSB板原材料为小径木、小薪材，可由速生林地培育采伐，易获取、成本低；此外OSB结构性能、环保性能较传统板材均有一定优势，消费升级趋势下，市场渗透率逐步提升，对标欧美成熟市场，OSB（定向结构刨花板）占据主流，占比在50%以上，未来发展前景广阔。公司的COSB产线同样可以生产用于民用建筑装饰领域的OSB环保板，性能、成本优势明显，2016年环保板销售15.66万m<sup>3</sup>，同比增长50.2%，目前处于快速发展期，但主要以直销模式，随着市场的进一步培育，未来成长有望加速。产能方面，中线来看，随着箱板产能扩产，COSB产线将

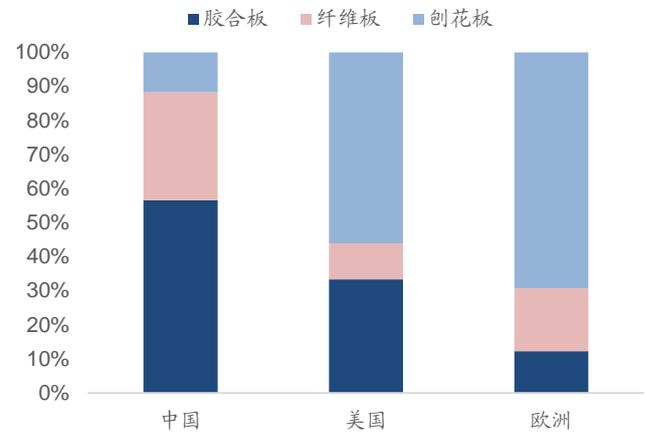
可以调配更多产能生产民用环保板。

图19: 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20: 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

2016年以来,关于装配式建筑的政策东风接连不断,国家及全国各地均设置了装配式建筑相关的工作目标,出台并加大了相关的扶持政策,2017年6月进一步颁布了行业统一标准(钢结构、木结构、PC结构),行业规范的确定,有望规范装配式建筑市场,装配式建筑有望在我国迎来加速发展时期。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,在海外广泛应用于装配式建筑;公司的COSB板材在木结构房屋中作为结构材、承重材大有可为,公司也在积极布局,成立子公司湖北天欣木结构房屋,向下游进一步延伸,未来成长可期。

表2: 2016年至今装配式建筑部分政策

时间	政策
2016.2	国务院发布《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》,明确提出:大力推广装配式建筑,建设国家级装配式建筑生产基地。加大政策支持力度,力争用10年左右时间,使装配式建筑占新建建筑的比例达到30%。积极稳妥推广钢结构建筑。关于装配式建筑发展规模,《建筑产业化发展纲要》中指出,到2020年,装配式建筑占新建建筑的比例达到20%,到2025年,比例达到50%以上。
2016.3	两会,李克强总理《政府工作报告》提出“大力发展钢结构和装配式建筑,提高建筑工程标准和质量。”
2016.9	国务院办公厅印发《关于大力发展装配式建筑的指导意见》,明确了大力发展装配式建筑的目标及八项任务。提出的装配式建筑重点推进地区,京津冀城市群居首;提出力争用10年左右的时间,使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到30%。
2016.1	住房城乡建设部办公厅关于征求装配式建筑工程消耗量定额意见的函
2016.11	住建部长陈政高提出“大力发展装配式建筑,促进建筑业转型升级”,并明确了发展装配式建筑必须抓好的七项工作。
	住房城乡建设部办公厅关于征求装配式混凝土结构建筑等3项装配式建筑技术规范(征求意见稿)意见的函
2016.12	重点检查《国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见》(国办发[2016]71号)印发以来各地推进情况,包括政策措施出台情况、标准规范编制情况、项目推进情况等。

	住房和城乡建设部标准定额司关于征求国家标准《装配式建筑评价标准(征求意见稿)》意见的函
2017.3	住建部发布《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》，强化建筑节能。实施绿色建筑全产业链发展计划，推行绿色施工方式，推广节能绿色建材、装配式和钢结构建筑。明确到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15%以上，其中重点推进地区达到 20%以上。
2017.6.1	装配式建筑国家标准《装配式钢结构建筑技术标准》GB/T51232-2016(以下简称“钢结构标准”)、《装配式木结构建筑技术标准》GB/T51233-2016(以下简称“木结构标准”)、《装配式混凝土建筑技术标准》GB/T51231-2016(以下简称“PC 结构标准”)开始实施

数据来源: Wind、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, 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0.47、0.62、0.79元, 当前股价对应PE分别为19倍、15倍、11倍, 估值较低, 维持“买入”评级。估值较低, 维持“买入”评级。

核心盈利预测: 集装箱底板业务, 公司新增20万竹木复合产能, 预计2017年下半年达产5万方, 明达产10万方、后年达产5万方; 2017年27.5万方COSB产能利用率从2016年的85%提升至满产; 环保板业务, 一方面27.5万方COSB产能利用率提升至满产, 一方面随着箱板产能扩张, 调配至环保板的产能比例提升, 预计2017-2019年的产量分别增长27%、34%、40%。

表3: 主要产品盈利假设

主要产品		2017E	2018E	2019E
集装箱底板	收入(万元)	101,944	136,455	167,840
	YOY	75.77%	33.85%	23.00%
	毛利率	31.00%	32.00%	34.00%
环保板	收入(万元)	67,053	88,451	109,123
	YOY	27.14%	31.91%	23.37%
	毛利率	49.00%	49.00%	50.00%
合计	收入(万元)	188,684	243,421	292,482
	YOY	45.39%	29.01%	20.15%
	毛利率	39.22%	39.41%	40.74%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 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
<b>流动资产</b>	2035	1696	2319	2731	3234
货币资金	781	108	0	0	0
应收及预付	296	272	729	685	831
存货	932	1260	1591	2046	2404
其他流动资产	25	57	0	0	0
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	3662	3626	4366	4998	5755
<b>流动负债</b>	673	610	922	917	859
短期借款	268	433	664	586	467
应付及预收	226	167	258	331	392
其他流动负债	179	10	0	0	0
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	1122	698	953	948	890
股本	1034	1034	1034	1034	1034
资本公积	515	515	515	515	515
留存收益	991	1375	1860	2497	3312
归属母公司股东权	2541	2924	3410	4046	4861
少数股东权益	0	4	4	4	4
<b>负债和股东权益</b>	3662	3626	4366	4998	5755

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	51	167	-45	414	487
净利润	269	384	485	636	815
折旧摊销	48	92	82	87	93
营运资金变动	-322	-348	-641	-338	-443
其它	55	39	29	28	23
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	889	-381	131	-118	-152
银行借款	378	443	231	-79	-118
债券融资	-1043	-799	-66	0	0
股权融资	983	14	0	0	0
其他	571	-39	-35	-39	-33
<b>现金净增加额</b>	719	-650	-108	0	0
<b>期初现金余额</b>	28	781	108	0	0
<b>期末现金余额</b>	747	131	0	0	0

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	5,874.9	26.8	44.3	29.0	20.2
营业利润增长	1,059.6	47.9	53.6	31.5	28.6
归属母公司净利润增长	2,517.2	42.5	26.4	31.1	28.1
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	40.9	39.6	39.2	39.4	40.7
净利率	26.1	29.4	25.7	26.1	27.9
ROE	10.6	13.1	14.2	15.7	16.8
ROIC	10.4	10.7	12.3	14.2	15.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	30.6	19.2	21.8	19.0	15.5
净负债比率	-	0.1	0.2	0.2	0.1
流动比率	3.03	2.78	2.52	2.98	3.76
速动比率	1.50	0.68	0.36	0.46	0.59
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.46	0.36	0.47	0.52	0.54
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
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.26	0.37	0.47	0.62	0.79
每股经营现金流	0.05	0.16	-0.04	0.40	0.47
每股净资产	2.46	2.83	3.30	3.91	4.70
<b>估值比率</b>					
P/E	39.7	25.3	19.1	14.6	11.4
P/B	4.2	3.3	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	32.3	21.4	15.5	12.0	9.6

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1031	1308	1887	2434	2925
营业成本	609	790	1147	1475	1733
营业税金及附加	9	13	15	19	23
销售费用	40	51	64	78	94
管理费用	88	75	98	127	146
财务费用	45	31	34	39	33
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
<b>营业利润</b>	233	345	529	696	895
营业外收入	53	72	12	13	14
营业外支出	0	6	2	3	3
<b>利润总额</b>	285	411	539	707	906
所得税	16	27	54	71	91
<b>净利润</b>	269	384	485	636	815
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	269	384	485	636	815
EBITDA	333	470	645	822	1021
EPS(元)	0.26	0.37	0.47	0.62	0.79

## 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：研究助理，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层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
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（以下简称“广发证券”）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，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

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。