

**康欣新材(600076)/包装印刷**
**集装箱大周期回暖, 新领域拓展可期**
**评级: 买入**

市场价格: 10.42

目标价格:

分析师: 黄诗涛

执业证书编号: S0740517010006

Email: huangst@r.qlzq.com.cn

分析师: 房大磊

执业证书编号: S0740517020006

Email: fangdl@r.qlzq.com.cn

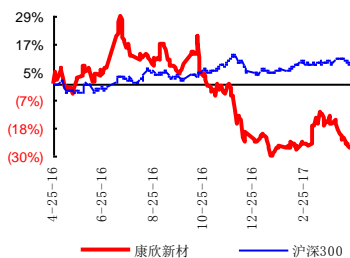
联系人: 张璇

电话: 021-20315169

Email: zhangyan@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,034
流通股本(百万股)	752
市价(元)	10.42
市值(百万元)	10,777
流通市值(百万元)	7,840

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

深度报告:《COSB 板材龙头崛起, 内生外延助力快速发展》

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1031	1308	1624	2022	2660
增长率 yoy%	13.8%	26.8%	24.2%	24.5%	31.6%
净利润	269	384	482	604	795
增长率 yoy%	43.2%	42.5%	25.6%	25.4%	31.4%
每股收益(元)	0.26	0.37	0.47	0.58	0.77
每股现金流量	0.05	0.16	0.26	0.47	0.55
净资产收益率	10.6%	13.1%	14.2%	15.5%	17.5%
P/E	40.0	28.1	22.4	17.8	13.6
PEG	0.9	0.7	0.9	0.7	0.4
P/B	4.2	3.7	3.2	2.8	2.4

备注:

**投资要点**

- 集装箱行业受益航运景气上行需求向好, 集装箱底板制造回暖, 公司 2017Q2 集装箱底板量价齐升促业绩大幅增长:** 2016 年底以来, 集装箱需求以及全球海运市场迎来复苏迹象, 2016 年中国集装箱运输企业景气指数和信心指数实现回升; 同时集装箱运输和租赁行业进入整合期, 租赁企业新箱采购成为行业复苏支撑点, 带来集装箱需求提升。受益于集装箱制造回暖, 底板需求旺盛, 公司增加集装箱底板产能释放, 底板产销两旺、量价齐升: 上半年集装箱底板收入 3.94 亿, 同比增长 99%, 其中销量同比增加超过 40%, 一季度和二季度均价逐季提升, 二季度价格同比增长约 10% 左右。
- 产能释放+外延并购驱动规模快速扩张:** 公司拥有 27.5 万 m<sup>3</sup> 定向结构板产能, 年产 20 万 m<sup>3</sup> 新型集装箱底板产能逐渐释放, 生产规模进一步扩大; 收购新华昌新增 12 万 m<sup>3</sup> 底板产能, 市场份额进一步提升。未来新型集装箱底板项目产能释放叠加新华昌集团客户增量拓展, 将驱动公司规模持续快速扩张。
- 布局木结构房屋, 打造新盈利增长点:** 全球木结构房屋市场规模约 1500 亿元, 市场空间广阔, 叠加国内政府政策保驾护航, 未来发展可期。公司设立湖北天欣积极布局木制公建场馆、别墅民居和生态度假村等场景业务需求, 拓展国内和海外木结构房屋市场, 打造新的盈利增长点。
- COSB 板材性能&成本优势助力新领域拓展:** 公司 COSB 板材性能优异, 达到了对技术水平要求相对较高的集装箱底板在强度、刚性等方面的性能要求, 在木结构房屋构件应用上性能亦具有明显优势, 同时相较原木及同类型的 OSB 板材成本优势较为明显。未来湖北天欣有望发挥康欣新材在 COSB 板材上的性能和成本优势, 快速拓展国内、国外木结构房屋构件及设计制造市场。随着木结构装配式产线投产, 木制公建场馆、别墅民居和生态度假村等场景应用订单有望快速落地, 新业务的拓展值得期待。
- 投资建议:** 公司是国内集装箱底板行业龙头, 受益于集装箱制造需求景气回升叠加公司产能释放, 未来业绩有望持续快速增长。布局木结构房屋市场, 成本优势助力市场拓展, 未来发展值得期待。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别 0.47、0.58、0.77 元, 当前股价对应 PE 分别为 22、18 和 14 倍。给予“买入”评级。
- 风险提示:** 集装箱制造景气大幅回落、原材料价格波动风险、新产品推广不及预期

## 内容目录

<b>康欣新材：COSB 板材龙头，集装箱底板量价齐升</b> .....	<b>- 4 -</b>
COSB 板材龙头，技术研发造就杨木复合底板成本竞争力 .....	- 4 -
集装箱行业需求向好，集装箱底板量价齐升驱动底板业务保持高增长 .....	- 5 -
<b>集装箱底板行业：集装箱行业景气向上，未来需求持续向好</b> .....	<b>- 6 -</b>
下游行业进入成熟期，市场集中度高 .....	- 6 -
全球贸易回暖，集装箱需求景气回升 .....	- 7 -
行业进入整合期，新一轮采购开启，龙头企业采购力强 .....	- 9 -
内贸+多式联运，集装箱行业有望迎来新增长点 .....	- 12 -
集装箱底板行业：百亿行业规模，集中度高、龙头优势突显 .....	- 13 -
<b>技术创新引领集装箱底板“轻质化+低成本化”趋势</b> .....	<b>- 15 -</b>
胶合剂与杨木底板的突破：引领新型底板替代材料的研发 .....	- 15 -
技术创新带来“轻质化+低成本化”的突破 .....	- 15 -
客户扩展+产能释放，市占率稳步提升 .....	- 17 -
<b>OSB 板有望受益消费升级，民用市场拓展值得期待</b> .....	<b>- 18 -</b>
人造板行业：大行业、小公司，未来整合将加速 .....	- 18 -
人造板结构升级，OSB 板有望受益消费升级 .....	- 19 -
环保板业绩稳步增长，后续民用市场拓展值得期待 .....	- 20 -
<b>全球木结构房屋市场规模超千亿，新领域拓展打开发展新思路</b> .....	<b>- 20 -</b>
全球木结构房屋市场规模超千亿，装配式建筑推进助力市场发展 .....	- 20 -
设立湖北天欣布局木结构房屋，性能&成本优势助力新领域拓展 .....	- 22 -
<b>投资建议</b> .....	<b>- 23 -</b>

## 图表目录

<b>图表 1：康欣新材的主要产品</b> .....	<b>- 4 -</b>
<b>图表 2：康欣新材营业收入情况（亿元）</b> .....	<b>- 4 -</b>
<b>图表 3：康欣新材归母净利润情况（亿元）</b> .....	<b>- 4 -</b>
<b>图表 4：康欣新材 2016 各项业务收入占比</b> .....	<b>- 5 -</b>
<b>图表 5：康欣新材集装箱底板业务营收增长情况</b> .....	<b>- 5 -</b>
<b>图表 6：康欣新材季度毛利率和净利率</b> .....	<b>- 5 -</b>
<b>图表 7：世界集装箱制造产业转移</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>图表 8：国内集装箱制造厂商及产能</b> .....	<b>- 6 -</b>
<b>图表 9：全球集装箱需求（万 TEU）</b> .....	<b>- 7 -</b>
<b>图表 10：美国和欧洲 PMI 持续走高</b> .....	<b>- 7 -</b>
<b>图表 11：中国主要港口集装箱吞吐量（万 TEU）</b> .....	<b>- 8 -</b>
<b>图表 12：中国集装箱运输指数</b> .....	<b>- 8 -</b>
<b>图表 13：CCFI 和 SCFI 运价走势</b> .....	<b>- 8 -</b>
<b>图表 14：中国集装箱出口情况</b> .....	<b>- 9 -</b>

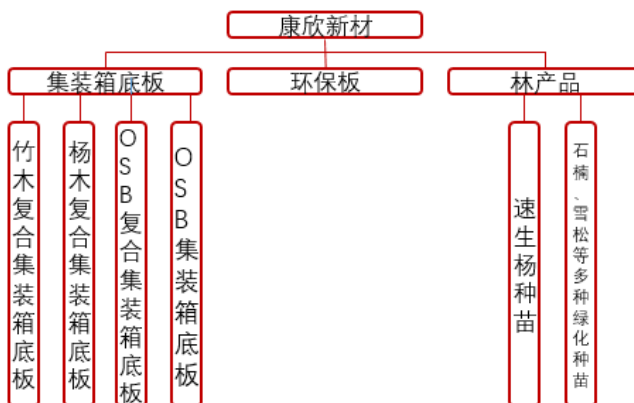
图表 15: 中集集团集装箱销售情况.....	- 9 -
图表 16: 集装箱 20 英尺干货箱价格 (美元) 和钢材成本 (元/吨) .....	- 9 -
图表 17: 全球集装箱新船计划交付运力 (百万 TEU) .....	- 10 -
图表 18: 全球集装箱租赁公司箱队规模.....	- 10 -
图表 19: 集装箱行业需求产业链.....	- 10 -
图表 20: 全球租赁企业和集运企业集装箱购买量比例 (%) .....	- 11 -
图表 21: 几家主要租赁公司新箱购置情况 (万 TEU) .....	- 11 -
图表 22: Triton 干箱采购与报废 (TEU) .....	- 11 -
图表 23: Triton 集装箱利用率 2017 年持续提高.....	- 11 -
图表 24: CAI 集装箱利用率 2017 年 6 月达到 98%.....	- 12 -
图表 25: 全国主要港口内贸集装箱吞吐量.....	- 12 -
图表 26: 海铁联运箱吞吐量 (TEU) .....	- 13 -
图表 27: 集装箱成本明细.....	- 13 -
图表 28: 底板行业需求测算.....	- 14 -
图表 29: 底板行业产能格局.....	- 14 -
图表 30: 不同类型集装箱底板的性能比较.....	- 15 -
图表 31: 国内毛竹和速生杨概况.....	- 15 -
图表 32: 公司在轻质化和低成本化上的突破.....	- 16 -
图表 33: 康欣新材底板成本构成.....	- 17 -
图表 34: 集装箱底板毛利率对比.....	- 17 -
图表 35: 集装箱底板销售模式 .....	- 17 -
图表 36: 康欣新材开发新客户流程.....	- 17 -
图表 37: 康欣新材核心客户 .....	- 18 -
图表 38: 人造板行业销售收入及增速 (亿元) .....	- 18 -
图表 39: 人造板行业产量 (亿 m <sup>3</sup> ) .....	- 19 -
图表 40: 三板产量构成 .....	- 19 -
图表 41: 各类型人造板优缺点和环保等级对比.....	- 19 -
图表 42: 康欣新材环保板业务营收增长情况.....	- 20 -
图表 43: 康欣新材环保板业务毛利率领先于行业水平.....	- 20 -
图表 44: 全球木屋及相关部件市场规模 (百万美元) .....	- 20 -
图表 45: 装配式建筑相关政策 (部分) .....	- 21 -
图表 46: 木结构优势明显.....	- 21 -
图表 47: 木结构房屋示例.....	- 22 -

## 康欣新材：COSB 板材龙头，集装箱底板量价齐升

### COSB 板材龙头，技术研发造就杨木复合底板成本竞争力

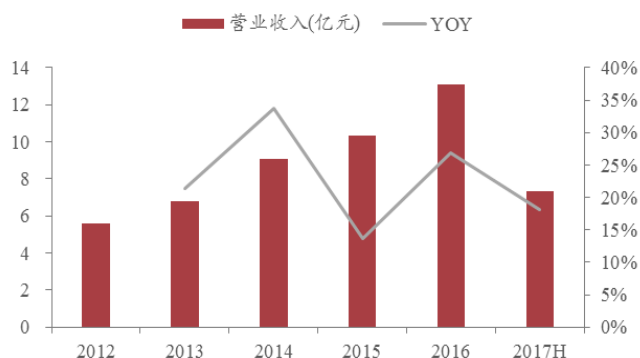
- 康欣新材成立于 1998 年，主要从事集装箱底板等优质、新型木质复合材料的研发、生产和销售，以及营林造林和优质种苗培育。公司主要产品包括集装箱底板、环保板和多种林产品。公司 2012-2016 年营收的复合增长率为 23.75%，归母净利润的复合增长率为 32.15%，业绩持续快速增长。2017H 年公司实现营业收入 7.33 亿元，比上年同期增长 18.07%，实现归母净利润 2.31 亿元，比上年同期增长 18.65%。

图表 1：康欣新材的主要产品



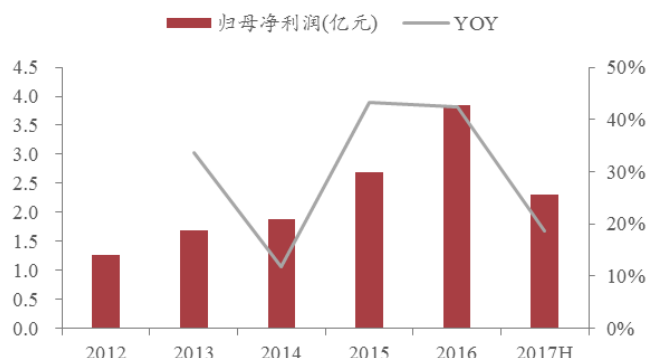
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 2：康欣新材营业收入情况（亿元）



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 3：康欣新材归母净利润情况（亿元）



来源：Wind、中泰证券研究所

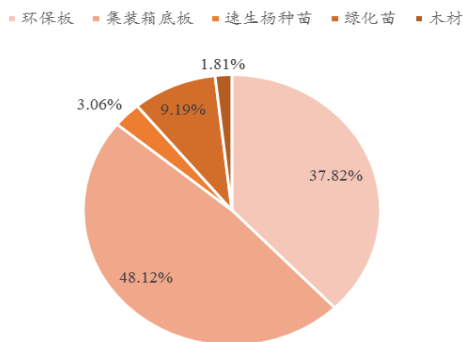
- 全球首条 COSB 生产线，创造性地得以杨木为基材量产底板：目前行业内其他公司原材料成本占比高达 85%-90%，且普遍依赖进口的热带硬阔叶木材，成本受限于东南亚硬杂的价格波动。公司攻克了以速生杨等次材为主要原材料生产集装箱底板的技术难关，创造性地通过研发新型四元树脂胶合剂以及工艺革新对杨树进行化学及物理改性，增强杨树物

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，成功在国内使用速生杨木替代硬阔叶材生产集装箱底板。

**集装箱行业需求向好，集装箱底板量价齐升驱动底板业务保持高增长**

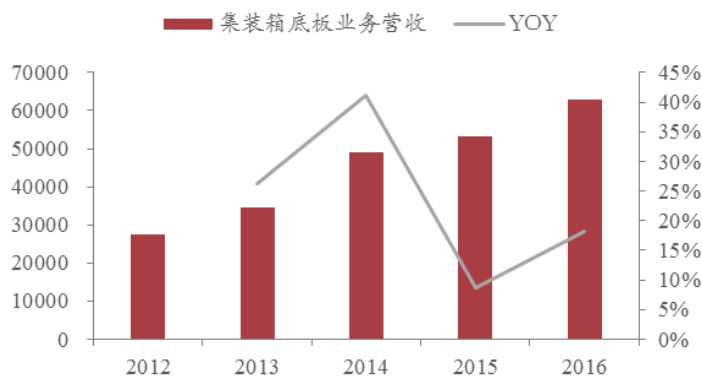
- 集装箱行业需求向好，集装箱底板量价齐升，2017Q2 业绩大幅增长：**集装箱底板和环保板是公司的两大业务支柱，2016 年集装箱底板业务收入 6.28 亿元，同比增长 18.09%，占公司营收的 48.12%。2017 年上半年，公司实现营业收入 7.33 亿元，比上年同期增长 18.07%。分业务来看，集装箱底板和环保板收入分别为 3.94 和 1.55 亿，同比增长 99% 和下降 53.9%，其中新华昌 Q2 业绩并表，贡献约 5500 万收入体量。集装箱底板业务大幅增长主要是受益于集装箱制造回暖，底板需求旺盛，公司产线进行相应调整，增加集装箱底板产能释放，预计上半年集装箱底板销量同比增加超过 40%，底板产销两旺、量价齐升；价格方面，一季度和二季度均价逐季提升，二季度价格同比增长约 10% 左右。

**图表 4：康欣新材 2016 各项业务收入占比**



来源：Wind、中泰证券研究所

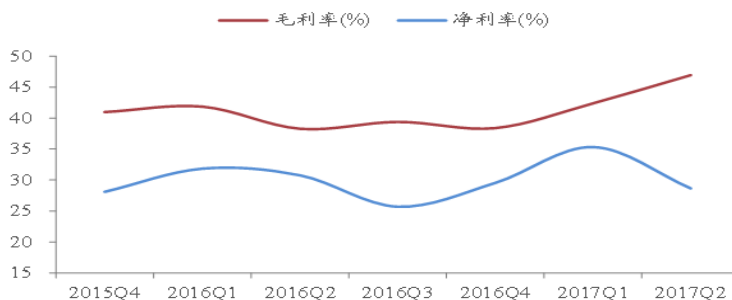
**图表 5：康欣新材集装箱底板业务营收增长情况**



来源：Wind、中泰证券研究所

- 受益需求景气和成本优势，公司毛利率改善明显。2017H 公司实现毛利率 45.02%，较上年同期提高了 4.78 个百分点。**2016 年上半年底板行业需求处于低迷期，去年三季度开始底板需求复苏，底板毛利率呈现逐季改善趋势。今年上半年受益集装箱制造需求景气持续向上，底板业务接近满产满销状态，价格较上年同期有明显提升，毛利率有明显提高；分季度来看，公司 Q1、Q2 毛利率分别为 42.39%、46.93%，Q2 较上年同期提高了 8.65 百分点，环比提升 4.54 个百分点

**图表 6：康欣新材季度毛利率和净利率**



来源：Wind、中泰证券研究所

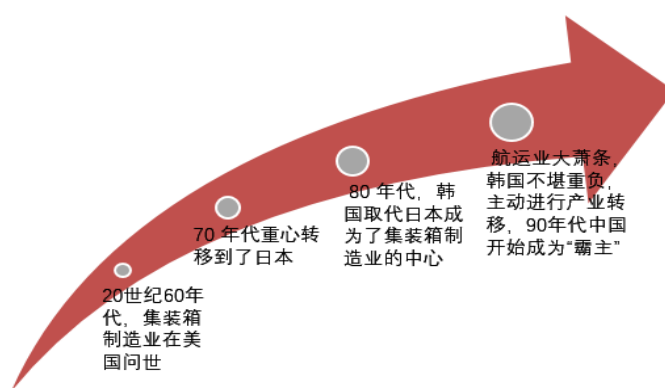


## 集装箱底板行业：集装箱行业景气向上，未来需求持续向好

下游行业进入成熟期，市场集中度高

- 中国成为集装箱制造“霸主”：**集装箱运输具有装卸迅速、转运方便、装运货物安全、损失小、便于实施港口运输机械化等优点，是目前国际上最先进的现代化运输方式。集装箱化运输的发展带动了集装箱制造业的发展，20世纪60年代集装箱制造业在美国问世，经过几次产业转移，中国凭借丰富的出口资源以及劳动力优势，迅速取代日本和韩国成为全球唯一的集装箱制造“霸主”，自1993年起至今，集装箱产量和出口量始终占据全球第一的地位。

**图表 7：世界集装箱制造产业转移**



来源：中泰证券研究所

- 集装箱制造商具有高集中度：**国际贸易中90%以上的货物是通过海运完成的，而集装箱是远洋运输中最重要的载体。经过三十年的发展，中国集装箱制造已经成为一个高度集中的产业，中集集团、胜狮货柜、新华昌和中海旗下的上海寰宇四家箱厂的产能占全球的90%以上，其中中集集团的产能占比达到50%。2015年中国集装箱产量为287万TEU，占世界产量的95%，出口量为272万个，产量及出口额继续位居世界第一。随着集装箱制造业进入稳定成熟期，高集中度使得箱厂在原材料采购和下游订单中均具有一定的话语权。

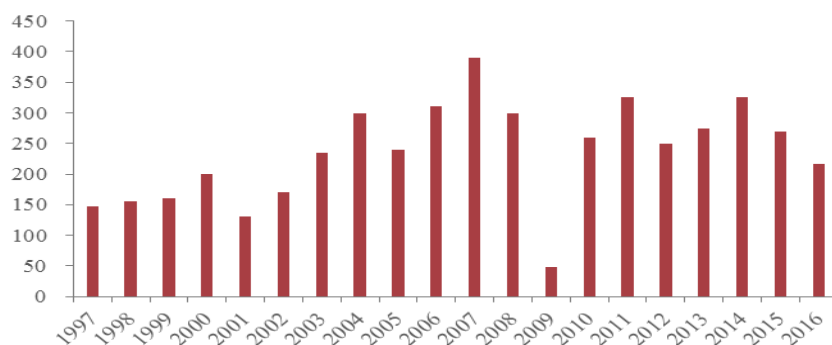
**图表 8：国内集装箱制造厂商及产能**

集团名称	干货箱厂	罐箱厂	冷箱厂	总产能 (万 TEU)	占比
中集集团	13	2	2	250	50%
胜狮货柜	8	2	1	110	20%
新华昌	4	—	1	80	15%
上海寰宇	3	—	—	45	8%
其他	4	—	—	40	7%
行业合计	32	4	4	500 以上	—

来源：中泰证券研究所

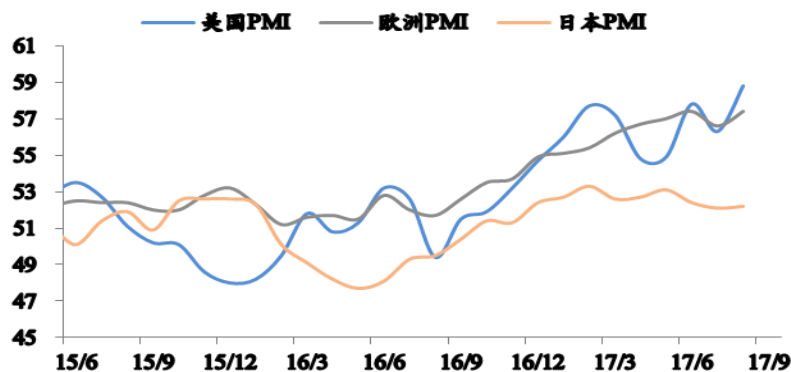
## 全球贸易回暖，集装箱需求景气回升

- 全球集装箱需求波动周期平均为 4 年，当前处于景气回升阶段。**1997 年至今集装箱的需求经历 5 轮波动周期，分别在 2001、2005、2009、2012、2016 年出现局部低点。1997 年亚洲金融风暴以来，世界经济进入稳定发展时期，集装箱的需求基本保持增长趋势，到 2007 年集装箱需求达到峰值。2007 年次贷危机爆发之后，2008 年的集装箱需求出现下滑，于 2009 年全面触底。之后，随着主要经济体的救市举措，集装箱需求触底反弹。2012 年在欧债危机的影响下，需求量有所回调，出现局部低点。2013 年以来，受益于全球集装箱贸易增速提高以及燃油成本降低，集装箱需求有所反弹。2015 年以来，受航运低迷、集装箱原材料价格降低等因素影响，2015 至 2016 年集装箱需求持续降低。但随着过剩产能的消耗以及行业的调整，2016 年底集装箱需求已经出现复苏迹象。按照平均周期为 4 年计算，2017、2018 年，集装箱需求将保持增长趋势。

**图表 9：全球集装箱需求（万 TEU）**


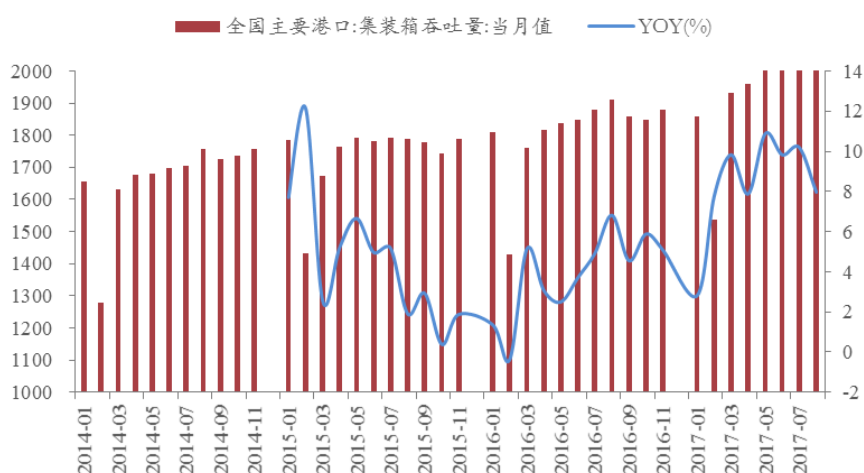
来源：Textainer、drewry、中泰证券研究所

- 制造业 PMI 持续走高，2017Q3 进出口增速有望延续回暖态势：**2016 年下半年以来全球经济增速回暖，进出口贸易呈复苏态势。制造业指数 PMI 具有先导性指标，一般领先 1 个季度。2017 年 8 月美、欧、日 PMI 指数分别为 58.8、57.4 和 52.2，同比增长 19.03%、11.03%和 5.45%。2017Q3 将延续进出口增速回暖态势，利好集运行业景气上升。

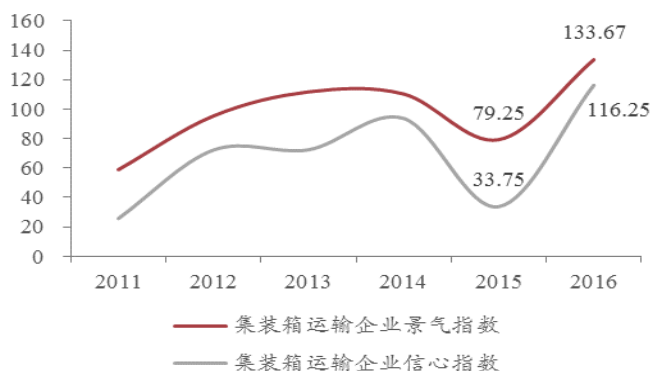
**图表 10：美国和欧洲 PMI 持续走高**


来源：Wind、中泰证券研究所

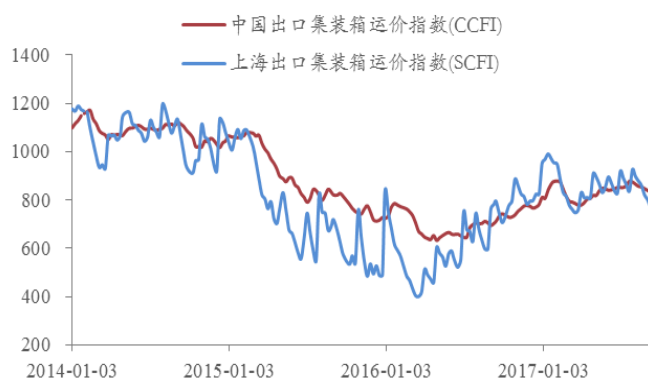
- 全球集装箱贸易回暖：**2016 年底以来，集装箱需求以及全球海运市场迎来复苏迹象，2016 年中国集装箱运输企业景气指数和信心指数实现回升。以中国主要港口集装箱吞吐量为例，增速水平在 2016 年 3 月实现向上转折，之后增速波动上升，到 2017 年 8 月，集装箱吞吐量增速达 8%。2017 年 5-8 月中国主要港口集装箱吞吐量均在 2000 万标准箱左右，结束了 2015-16 年徘徊在 1,800 万标准箱上下的态势。从运价来看，以中国出口集装箱运价指数为例，集装箱运输价格在 2016 年止跌回升，2016 年 4 月到 2017 年 1 月集装箱运输价格出现反弹（由最低点的 632 点回升至最高点的 878 点），2017 年 Q1-Q2，运输价格维持在 800-900 点。

**图表 11：中国主要港口集装箱吞吐量（万 TEU）**


来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 12：中国集装箱运输指数**


来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 13：CCFI 和 SCFI 运价走势**


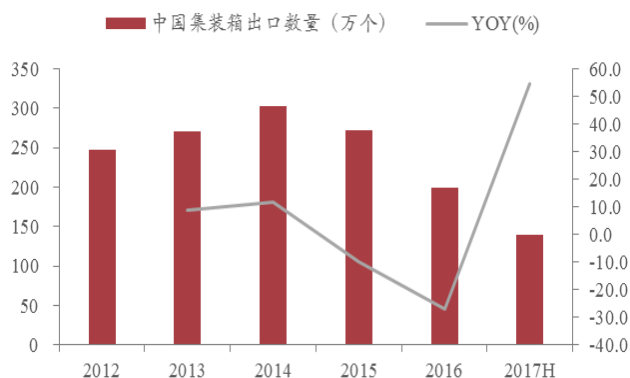
来源：Wind、中泰证券研究所

- 集装箱需求旺盛，价格维持较高水平。**2017H 年中国集装箱出口数量为 140 万个，同比上升 54.70%。以占全球集装箱销量 50%左右的中集集团为例，2017H 年中集普通干货集装箱累计销售 53.57 万 TEU（去年同期：23.83 万 TEU），同比增加 124.80%；冷藏集装箱累计销售 3.51 万 TEU（去年同期：2.23 万 TEU），同比增加 57.40%。从价格来看，以 20 英尺的干货集装箱为例，2017Q1 钢材成本大幅上涨，集装箱价格



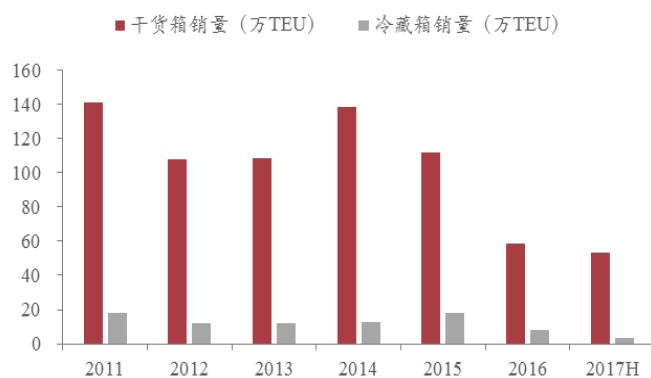
也在 Q1 急剧上升，Q2 以来钢材成本迅速回落，2017 年 6 月集装箱价格达到 2,185 美元/CEU，较 2016 年 4 月最低点增长 57.9%。

图表 14: 中国集装箱出口情况



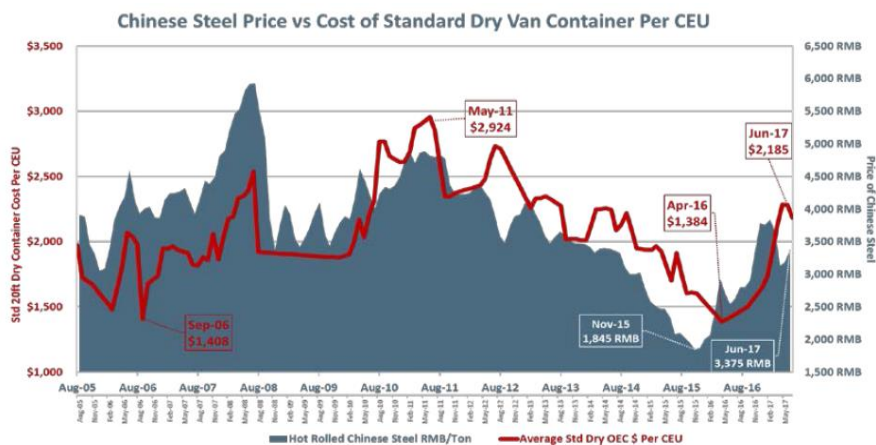
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 15: 中集集团集装箱销售情况



来源: Wind、中泰证券研究所

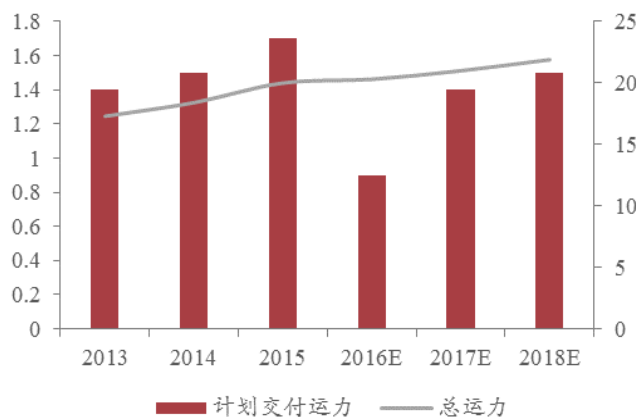
图表 16: 集装箱 20 英尺干货箱价格 (美元) 和钢材成本 (元/吨)



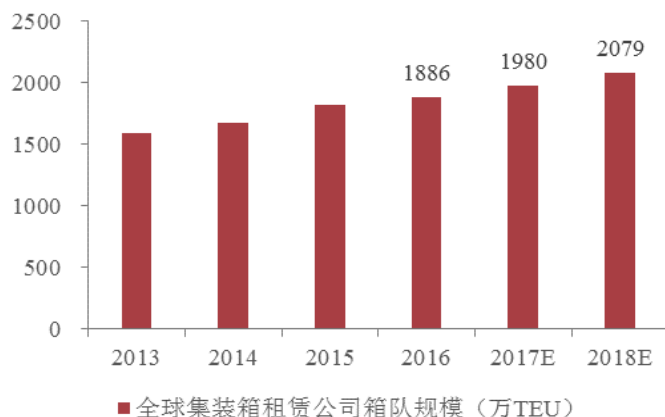
来源: CAI 年报、中泰证券研究所

行业进入整合期，新一轮采购开启，龙头企业采购力强

- 下游进入行业整合期，新一轮采购开启。2016 年新船计划运力仅为 90 万 TEU，为近几年来新低，预计 2017 年、2018 年新船计划交付运力分别为 140 万 TEU 和 150 万 TEU，重回 2013 年和 2014 年的水平。处于行业底部的集装箱运输和租赁行业开始了整合之年，韩进海运破产、中远集团和中国海运合并、日本三大船公司合并、第二和第三大租赁巨头 TAL 和 Triton 合并等等，新一轮需求回暖，各大箱东势必会扩大集装箱采购力度，抢占市场高地，根据 Drewry 的报告，全球集装箱箱队规模在 2016 年-2018 年将以每年 4.6% 的速度增长，预期将从 2015 年底的 3852 万 TEU 增至 2018 年的 4410 万 TEU，集装箱租赁公司的箱队规模预期将从 2016 年的 1886 万 TEU 增至 2018 年的 2079 万 TEU。

**图表 17: 全球集装箱新船计划交付运力 (百万 TEU)**


来源: 马士基年报、中泰证券研究所

**图表 18: 全球集装箱租赁公司箱队规模**


来源: Textainer 年报、Drewry、中泰证券研究所

- 下游箱东集装箱保有量集中度高。**根据 Drewry Maritime Research 统计,截止 2016 年底,全球集装箱箱队规模约为 3800 万 TEU,租赁企业和集运企业整体规模平分秋色。集装箱租赁行业市场集中度高,截至 2016 年底,前六大租赁公司 (Triton、Textainer、Florens/Dong Fang、Seaco、Seacube、CAI) 集装箱数量占整个租赁行业箱队总数的比例超过 85%。集运企业同样具有较高的集中度,前八大集运企业 (马士基航运、地中海航运、达飞国际航运、长荣海运、赫伯罗特海运、中远集运、东方海外和阿拉伯联合国际轮船公司) 自有船运力规模占比大约 80% 左右。

**图表 19: 集装箱行业需求产业链**

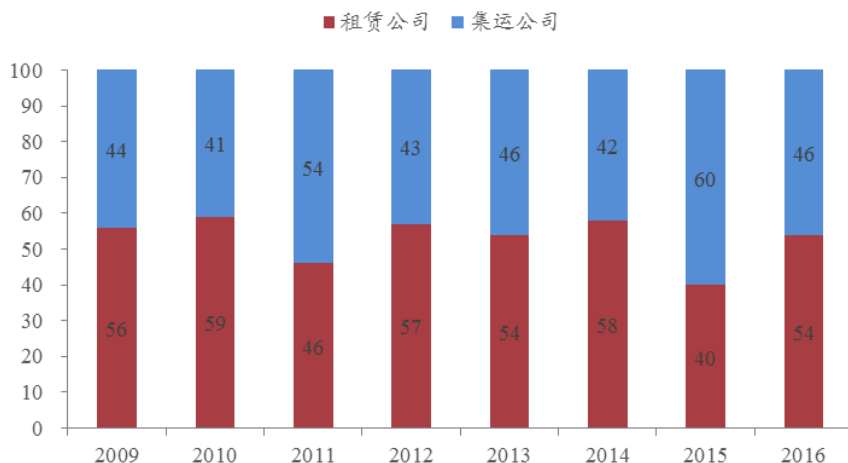
上游: 集装箱底板	中游: 箱厂	下游: 箱东	
中集新材 (23%)	中集集团	集运企业	租赁公司
康欣新材 (21%)			Triton
新华昌 6% (已被康欣新材收购 100% 股权)	胜狮货柜	马士基航运	Textainer
快乐木业 (13%)	新华昌	地中海航运	Florens/Dong Fang
和其昌 (5%)		法国达飞轮船	SeaCo
日辉木业 (4%)		台湾长荣海运	SeaCube
东顺木业 (6%)	中海	中海集运	CAI
胜狮木业 (5%)		赫伯罗特海运	Beacon

备注: 按产能算 (全部达产后)、主要箱厂和箱东

来源: 中泰证券研究所

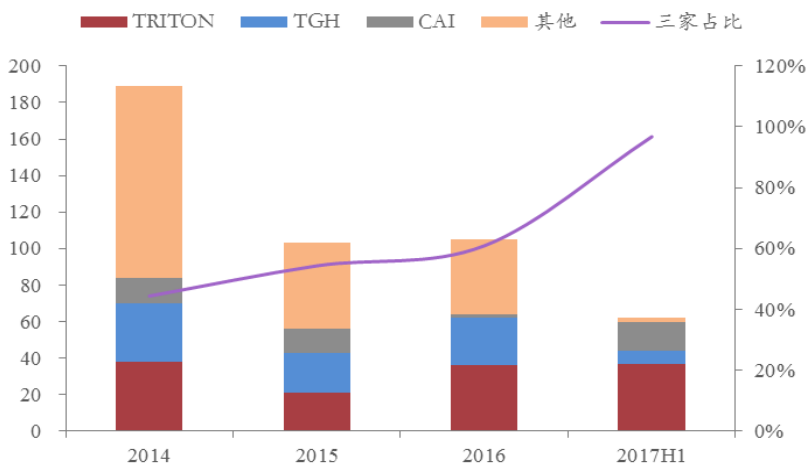
- 租赁企业新箱采购成为行业复苏支撑点,龙头企业采购力强。**新集装箱采购分为集运和租赁企业采购,2016 年集运企业大规模亏损导致新箱采购大幅下滑,租赁企业采购成为市场主要需求来源。2017 年上半年 Triton、TGH、CAI 三家公司新箱购置达到 59.48 万 TEU,占全球集装箱供给租赁企业部分的 95.3%,仅 Triton 一家公司新箱购置就占据全部供给的 56.2%,龙头企业具有极强的采购能力。

图表 20: 全球租赁企业和集运企业集装箱购买量比例 (%)



来源: Textainer 年报、中泰证券研究所

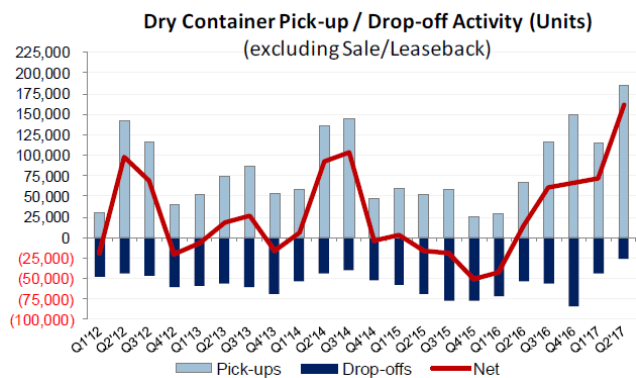
图表 21: 几家主要租赁公司新箱购置情况 (万 TEU)



来源: Triton、Textainer、CAI 年报、中泰证券研究所

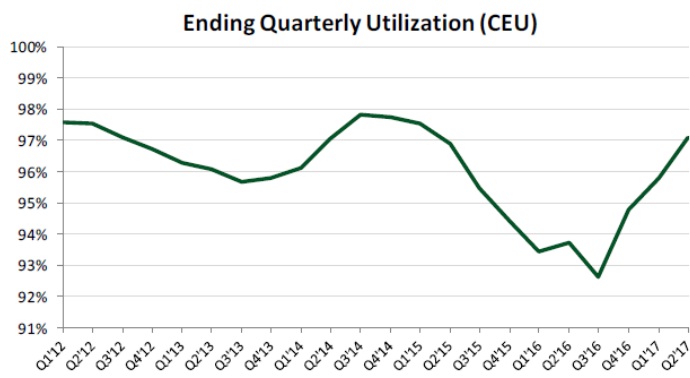
- **租赁企业出租率持续提升:** Triton 等几家大型国际租箱公司的出租率持续提升。当前, Triton、Textainer 的出租率分别达到 97.0%、96.5%, 而 CAI 的出租率则达到了 98%。

图表 22: Triton 干箱采购与报废 (TEU)



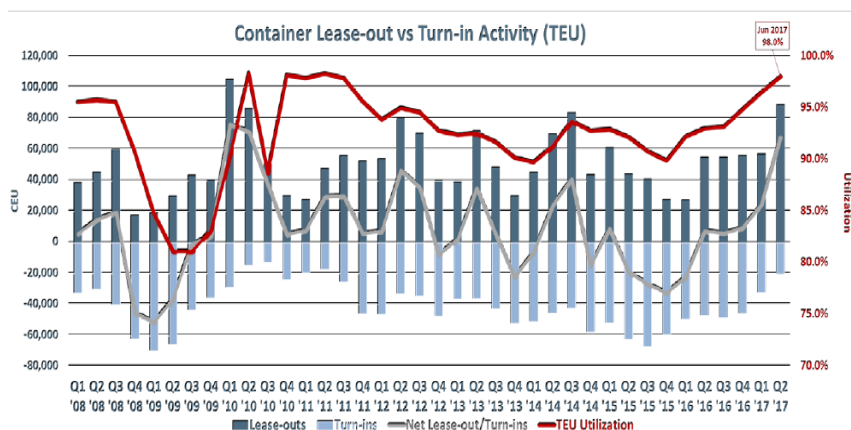
来源: Triton 年报、中泰证券研究所

图表 23: Triton 集装箱利用率 2017 年持续提高



来源: Triton 年报、中泰证券研究所

**图表 24: CAI 集装箱利用率 2017 年 6 月达到 98%**

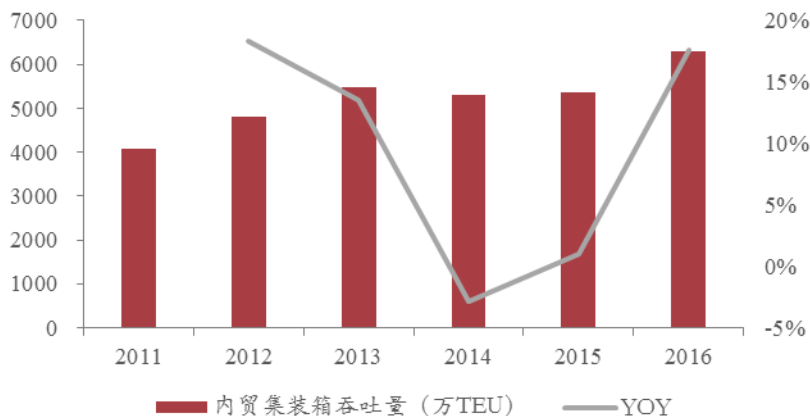


来源: CAI 年报、中泰证券研究所

**内贸+多式联运, 集装箱行业有望迎来新增长点**

- **内贸集装箱运输迎来高速增长期。**中国内贸集装箱运输市场起步较晚, 发展较快, 目前全国主要港口内贸集装箱吞吐量占集装箱总吞吐量的 10% 左右, 距离发达国家 70% 的水平仍有较大增长空间。2016 年全国主要港口内贸集装箱吞吐量为 6309.64 万 TEU, 同比增长 17.64%, 2011-2016 年复合增长率为 9.18%, 2016 年内贸集装箱吞吐量占全国主要港口集装箱吞吐量的 28.95%, 距离发达国家 80% 左右的水平仍有较大发展空间。随着国内货主对运输质量、时间和价格要求的不断提高, 国内水路集装箱运输将进入持续高速增长的时期。

**图表 25: 全国主要港口内贸集装箱吞吐量**

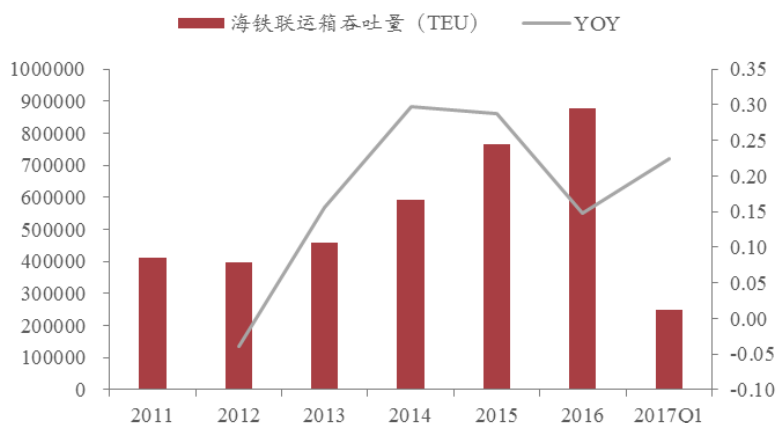


来源: Wind、中泰证券研究所

- **多式联运提供新增长点。**2014 国务院《物流业发展中长期规划 (2014-2020 年)》中的重点工程第一项即为发展多式联运, 提出要加快推进联通国内、国际主要经济区域的物流通道建设, 大力发展多式联运, 努力形成京沪、京广、欧亚大陆桥、中欧铁路大通道、长江黄金水道等若干条货畅其流、经济便捷的跨区域物流大通道。2016 年全国海铁联运箱吞吐量为 87.77 万 TEU, 同比增长 15%, 目前中国铁路集装箱运量占铁路总货运量的比重仅为 3%, 远低于美日 50% 的水平, 随着“一带一路”战略的实施, 2015 中欧班列开行 815 列, 同比增长 165%, 中亚班

列开行 1535 列，铁路集装箱需求将迎来新的高速增长。

**图表 26：海铁联运箱吞吐量 (TEU)**

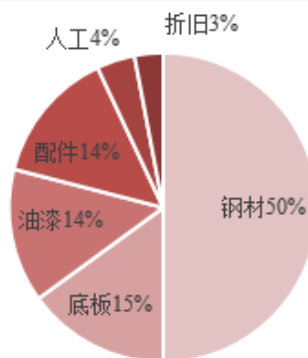


来源：Wind、中泰证券研究所

### 集装箱底板行业：百亿行业规模，集中度高、龙头优势突显

- **底板占集装箱总成本的 15%。**集装箱由钢板、油漆和作为承载、缓冲、防震的底板—厚胶合板三个部分构成，底板成本一般占集装箱成本的 15% 左右。集装箱底板是集装箱承重的主要功能部位，不仅具有极高的强度、刚度、耐磨性、抗腐蚀性等物理性能，而且具有自重轻、易维修等经济性能优点。集装箱底板作为集装箱的必要配件，其需求量与集装箱的发展是同步的。在钢材和人工等成本难以控制的情况下，低成本高质量的底板更受箱东的欢迎。

**图表 27：集装箱成本明细**



来源：中泰证券研究所

- **百亿行业规模，受益下游集装箱制造需求回暖。**集装箱底板需求来自新建集装箱的新增需求和替换旧集装箱的需求。集装箱的寿命在 15 年左右，集装箱底板的寿命在 8 年左右，截至 2015 年底全球集装箱保有量约为 3800 万 TEU，由此测算每年替换旧箱和旧板的需求量约为 300 万 TEU；2015 年和 2016 年全球集装箱需求分别回落至 226 万 TEU 和 146 万 TEU，按每 TEU 集装箱需要 0.35m<sup>3</sup> 底板估算 2015、2016 集装箱底板需求量分别为 184 万 m<sup>3</sup> 和 156 万 m<sup>3</sup>，市场规模在百亿左右。2017 年全球集装箱新增需求回暖叠加替换旧板需求，底板行业有望实现复苏。



**图表 28：底板行业需求测算**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
集运企业和租赁企业的集装箱需求量 (万TEU)	210	270	235	300	314	226	146
替换旧箱和替换旧底板的需求量 (万TEU)	200	200	250	250	270	300	300
新增集装箱需求量 (万TEU)	410	470	485	550	584	526	446
新增集装箱底板需求量 (万m <sup>3</sup> )	144	164	170	193	204	184	156

来源：中泰证券研究所

- 行业集中度较高，龙头优势愈发突显。**在箱东普遍追求成本先行的背景下，具有规模优势的企业凭借掌控的上游林木资源和研发优势以及下游稳定的客户关系，龙头优势进一步突显。我国年产能在 3 万 m<sup>3</sup> 以上的企业约有 10 家，前 8 的企业分为专业底板制造商和集装箱制造商子公司两类，集装箱子公司与母公司的关联交易占公司业务比重在 90% 以上。康欣新材凭借新产能达产以及 2017 年 2 月收购新华昌，预计市占率将达到 27% 左右，将进一步发挥公司的规模优势。

**图表 29：底板行业产能格局**

分类	公司	主要产品	生产情况	产能 (万 m <sup>3</sup> )	市占率
集装箱底板生产商	康欣新材	杨木复合底板、竹木复合底板、COSB 复合底板	林板一体化先行者，拥有国内首创且唯一的 COSB 生产线	42 (全部达产后)	21%
	快乐木业	木底板、OSB 底板、竹底板	年进口木材 80 万 m <sup>3</sup> ，年对外销售木材 50 万 m <sup>3</sup> ，拥有生产胶合板、集装箱底板生产线 30 余条	25	13%
	东顺木业	竹木复合底板、OSB 底板	中外合资大型综合性木材加工企业，也是我国最早开展集装箱地板生产和销售的专业化企业之一	12	6%
	和其昌	竹木复合底板	拥有竹山 3466 亩，建成原料基地 18 个，集竹木胶合板研发、设计、生产和销售于一体的国家级制造企业	10	5%
	日辉木业	木底板	外向型出口企业，年进口原木 24 万立方米，95% 以上胶合板均出口	7	4%
集装箱制造商子公司	中集新材	木底板、竹木复合底板	全球最大的集装箱地板供应商，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，公司对中集集团的关联销售占比达 95%	45	23%
	胜狮木业	木底板	由胜狮货柜投资兴建，专业生产集装箱用木地板，能够全面满足 20 英尺、40 英尺、45 英尺、48 英尺和 53 英尺等各种普通和特种集装箱的需要。	10	5%
	新华昌木业 (已被康欣新材收购 100% 股权)	木底板	国内领先的专注于集装箱底板生产和销售的企业，具有较强的品牌影响力，市场销售渠道稳定	12	6%

来源：公司公告、公司官网、中泰证券研究所

## 技术创新引领集装箱底板“轻质化+低成本化”趋势

### 胶合剂与杨木底板的突破：引领新型底板替代材料的研发

- **集装箱底板是技术性能要求最高的人造板，传统底板原材料紧缺成为行业痛点。**国内集装箱底板主要采用进口热带硬阔叶木材克隆木、阿必东等，辅助采用进口尤加利、桉木以及其他硬杂。全球 75% 以上的热带硬木集中在马来西亚和印尼等东南亚国家，长期大量的原材料需求导致原始森林过度砍伐，东南亚国家相继出台了限制热带雨林砍伐的措施。硬木底板的成本和原料问题倒逼底板生产企业必须要进行新型底板材料的研制，从另一个角度来看，也可说明当一个产业进入稳定成熟期，成本和规模优势变得愈发重要。

图表 30：不同类型集装箱底板的性能比较

类型	强度	韧性	加工性	尺寸稳定	摩擦阻力	吸潮性	检疫问题
混合木材	中	优	优	中	中	优	高要求
热带硬木	优	优	优	优	中	优	高要求
钢板	优	差	优	差	低	差	无
合成材料	优	中	优	优	中	差	无
竹板	优	中	中	优	中	中	高要求
竹木混合	优	中	中	中	中	中	高要求

来源：中泰证券研究所

- **毛竹+速生杨：新型替代材料的研发。**国内相关研究机构和底板生产企业在寻找集装箱底板替代性材料上，主要将目光瞄准了在国内拥有丰富资源的毛竹和速生杨。毛竹具有优良的力学性质，但胸径小、易虫蛀；速生杨生长周期短、胸径适宜，但力学性质较差。因此竹木复合底板成为主要的研究方向，经过在涂胶、组坯和热压工艺上的摸索，目前竹木复合底板以及杨木复合底板均能满足集装箱底板的国家标准，但不同企业在成本和具体生产流程上具有差异。

图表 31：国内毛竹和速生杨概况

	毛竹	速生杨
面积	竹林500万hm <sup>2</sup> ，居世界第一，其中毛竹林300万hm <sup>2</sup>	250万hm <sup>2</sup> ，每年杨木生长量可达(4000-8000)万m <sup>3</sup>
分布	27个省区，毛竹林一般成片集中分布	黄河、长江中下游地区
优点	资源丰富，是一种再生资源，具有刚度好、强度大等优良的力学性质	生长周期短，成材早、资源十分丰富，10~15年生长期的杨木胸径大
缺点	直径小、壁薄中空、尖削度大、易虫蛀、易霉变、结构不均匀	主要力学强度指标均属于低或甚低级

来源：中泰证券研究所

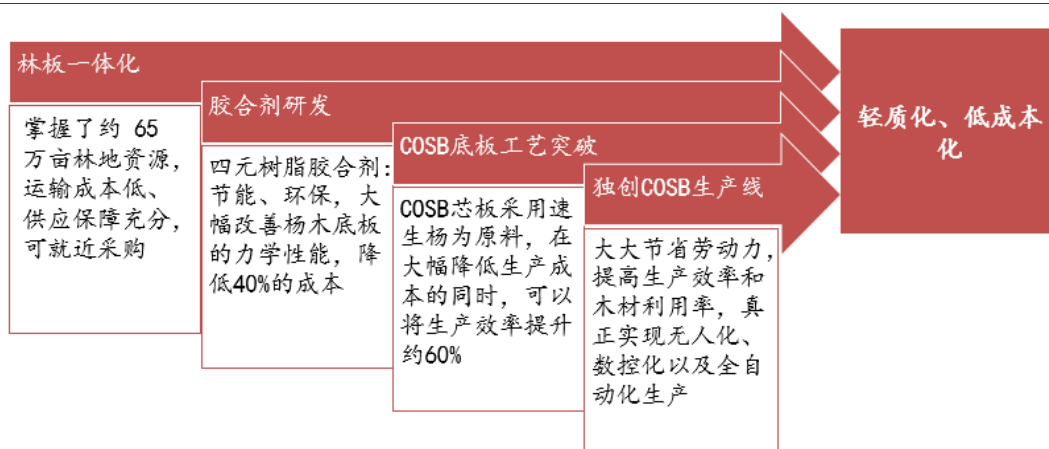
### 技术创新带来“轻质化+低成本化”的突破

- **攻克速生杨技术难关，研发新型胶合剂：**在研发新型集装箱底板替代材料的过程中，康欣新材走在了行业的前端。公司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。一般情况下，胶合剂只占底板成本的 10%-15%左右，但胶合剂质量的优劣将直接影到底板的力学性能，传统酚醛树脂胶合剂毒性大、对含水率要求高且成本较高，公司研发的四元树脂胶合剂除了具有节能、环保的优点，还能大幅改善杨木底板的力学性能，满足集装箱底板的使用标准。

- **技术工艺与生产线的配合实现轻质化和低成本化：**作为技术性能要求最高的人造板品种，集装箱底板的生产流程也有很高的要求。2015 年康欣新材和迪芬巴赫联合设计了全球首条全自动化、数控化的 COSB 高强度定向结构板生产线。COSB 生产线生产的产品的全部收益归康欣新材所有，迪芬巴赫公司不参与生产经营、收益分成。COSB 芯板采用速生杨为原料，在大幅降低生产成本的同时，可以将生产效率提升约 60%。在传统生产模式下生产 10 万 m<sup>3</sup>集装箱底板需要 500-800 人左右，而公司的 COSB 生产线生产 27.5 万 m<sup>3</sup>集装箱底板只需要 100 多人参与全程的管理与监控，极大降低了人工成本。此外公司地处长江中下游江汉平原，系国内速生杨三大种植带之一，掌握了约 65 万亩林地资源，运输成本低、供应保障充分，可就近采购。公司在**林板一体化以及工艺、技术和生产线上突破的目的都在于满足集装箱生产的未来趋势：即轻质化和低成本化。**

图表 32：公司在轻质化和低成本化上的突破



来源：中泰证券研究所

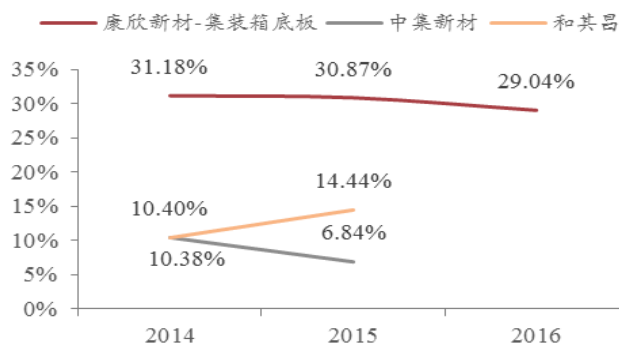
- **成本优势明显，盈利能力行业领先：**从原材料到生产工艺、生产线的优化，带来的是领先行业的低成本和毛利率水平。对比行业内 3000-3300 元/m<sup>3</sup>左右的成本，公司 2015 和 2016 年的成本分别为 2486.33 和 2596.46 元/m<sup>3</sup>，比竞争对手低 30%左右。2016 年公司 27.5 万 COSB 产线的产能利用率为 85%，原材料成本优势叠加规模优势，使得公司 2016 年的材料成本和人工成本均有所下降，制造费用相应提升。当前集装箱制造业属于成熟产业，集装箱价格的波动主要受钢材价格的影响，对于只占集装箱成本 15%的底板来说，行业内销售单价的差别不大，2016 年底板行业的平均单价在 3600 元左右。公司集装箱底板业务的毛利率 2015 年和 2016 年分别为 30.87%和 29.04%，远高于行业平均 10%左右的水平。

**图表 33：康欣新材底板成本构成**

成本 (元/m <sup>3</sup> )	2015	2016
直接材料	2,011.43	2092.17
直接人工	242.05	210.26
制造费用	206.06	294.03
外协费用	26.8	
<b>合计</b>	<b>2,486.33</b>	<b>2596.46</b>
销售单价	3847.14	3752.2
毛利率	30.87%	29.04%

来源：中泰证券研究所

**图表 34：集装箱底板毛利率对比**

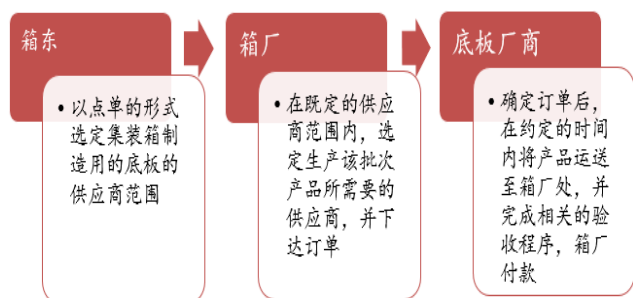


来源：中泰证券研究所

### 客户扩展+产能释放，市占率稳步提升

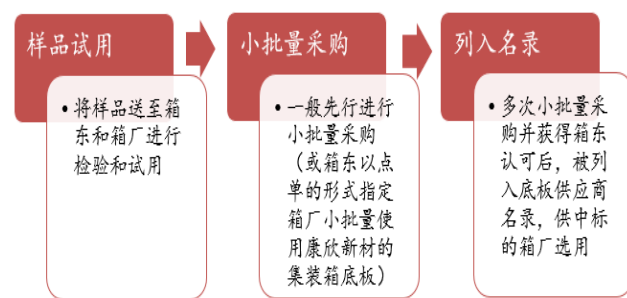
- 箱东和箱厂在采购中均具有话语权：**集装箱底板的销售一般以箱东点单的形式开始，箱东从名录中将选定的底板供应商范围传达给箱厂，箱厂在供应商范围中选定生产该批次产品所需的供应商。鉴于在底板的采购流程中，箱东和箱厂都具有一定的话语权，因此对于底板企业来说最重要的便是稳住核心客户的同时积极开发新客户，经过多次小批量采购并获得箱厂的认可后，箱厂在已被箱东列入底板供应商目录的订单中通常可大量选用该底板厂商的集装箱底板，并可向尚未使用过该公司底板，且未将该公司列入集装箱底板供应商目录的箱东进行推荐，使得该公司有机会进入箱东指定的集装箱底板供应商目录。

**图表 35：集装箱底板销售模式**



来源：中泰证券研究所

**图表 36：康欣新材开发新客户流程**



来源：中泰证券研究所

- 巩固优势客户关系，积极拓展新客户资源：**康欣新材围绕速生杨、竹材等短周期可再生资源为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，引领了集装箱底板“轻质化+低成本化”的未来趋势。公司已先后与中海、新华昌、狮胜等行业龙头企业建立起配套关系，并在行业率先采用直销模式，直接与一批箱东建立起合作关系。2015年公司新增 13 家箱东客户和 5 家箱厂客户，2016 年又新增 Beacon、中谷新良等 10 家客户。客户资源的拓展为公司下一步产能释放带来需求保障。

图表 37: 康欣新材核心客户



来源: 中泰证券研究所

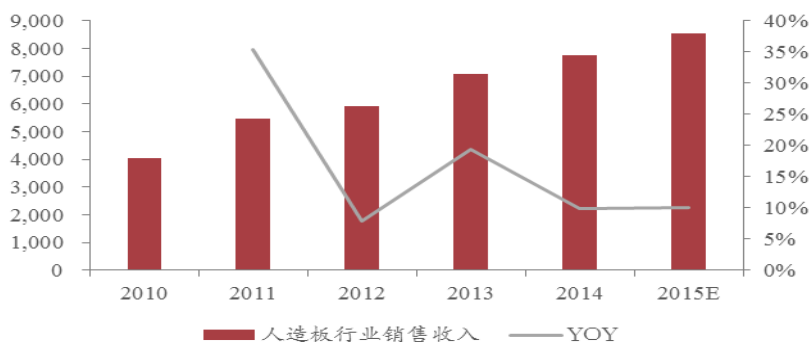
- 产能扩张叠加外延并购，驱动公司规模持续快速增长：公司拥有 27.5 万 m<sup>3</sup> 定向结构板产能，年产 20 万 m<sup>3</sup> 新型集装箱底板产能逐渐释放，生产规模进一步扩大；收购新华昌新增 12 万 m<sup>3</sup> 底板产能，市场份额进一步提升。未来产能释放叠加新华昌集团客户增量拓展，将驱动公司规模持续快速扩张。

## OSB 板有望受益消费升级，民用市场拓展值得期待

人造板行业：大行业、小公司，未来整合将加速

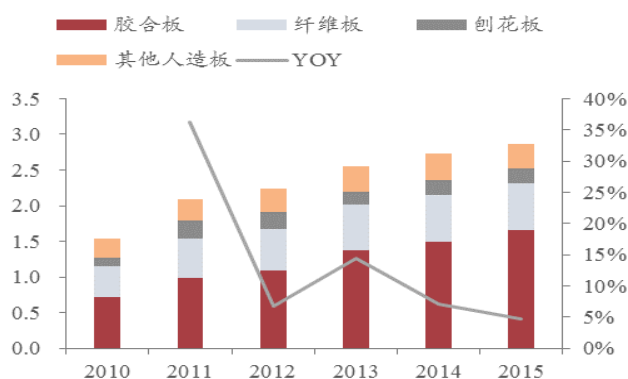
- 人造板是以木质原料或其它植物纤维为主要原料加工而成的板材，主要包括胶合板、纤维板、刨花板和其他人造板，其中胶合板、纤维板、刨花板较为常用，产量占人造板总产量的 85% 以上。人造板已成为天然木材的主要替代品，广泛应用于家具制造、建筑装饰、地板制造，以及车船、包装等领域。人造板还可提高木材的综合利用率，1m<sup>3</sup> 人造板可代替 3-4m<sup>3</sup> 原木使用。
- 行业规模巨大，需求增长趋于平缓。2015 年我国人造板产量为 2.87 亿 m<sup>3</sup>，其中胶合板、纤维板和刨花板的产量分别为 1.65、0.66 和 0.20 亿 m<sup>3</sup>，占比分别为 57.59%、23.08% 和 7.08%，三者合计占比达到 87.85%。人造板行业在经历高速增长后趋于稳定，2014 年行业销售额增速为 9.94%，2015 年产量增速为 4.78%，但人造板行业存量巨大，规模在 8000 亿以上。

图表 38: 人造板行业销售收入及增速 (亿元)



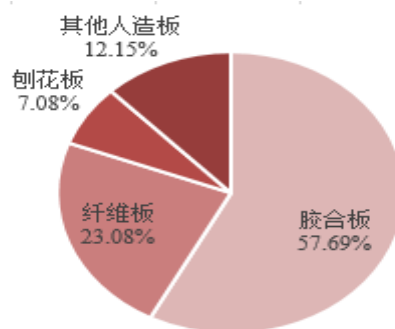
来源: Wind、中泰证券研究所



图表 39：人造板行业产量（亿 m<sup>3</sup>）


来源：Wind、中泰证券研究所

图表 40：三板产量构成



来源：Wind、中泰证券研究所

- **市场集中度低，行业格局分散，未来整合将加速。**人造板行业市场集中度较低，截止至 2015 年 10 月，共有 4774 家生产企业，目前人造板行业中上市企业最多的纤维板行业中最大龙头企业的市场占有率尚不足 4%，大部分企业市占率在 1% 以下。

#### 人造板结构升级，OSB 板有望受益消费升级

- **林木利用率决定未来胶合板地位的下降。**我国人造板产品中胶合板一直是产量最大的品种，但胶合板生产属于劳动密集型产业，劳动生产率低，单线产能较小；同时，胶合板的木材资源综合利用率也相对较低，胶合板在劳动生产率和资源综合利用率上均有较大提升空间。刨花板、纤维板对木材资源的综合利用率均接近 100%。国内刨花板市场发展较快，但是，与在欧洲刨花板产量占比 69%、美国刨花板产量占比 55% 的水平相比，我国刨花板在人造板中所占份额仍然较低，未来发展空间巨大。
- **环保、消费标准的提升，环保 OSB 有望受益消费升级。**随着人民生活水平提高，环保意识增强，消费者越来越注重选择环保型产品，人造板环保标准将逐步向 E1、E0 级靠拢。OSB 板具有抗弯强度高、抗潮性能强以及几近于“零甲醛”的特性，在国际上已经广泛应用于别墅，家具，包装等领域，是木材加工技术科技含量最高，最环保的新型高强度板材之一，在美国和加拿大的新建房屋中应用比例高达 70%-80%。

图表 41：各类型人造板优缺点和环保等级对比

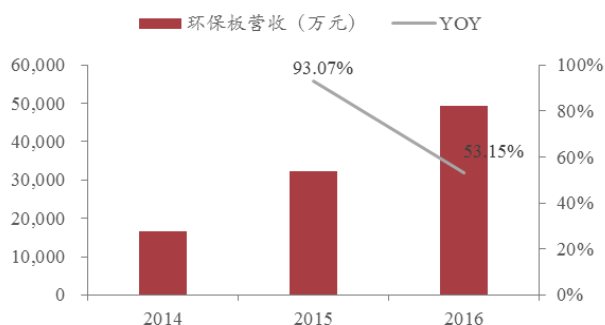
类型	生产方法	优缺点	环保等级	价格
胶合板	由木方刨切成薄木，再用胶粘剂胶合而成的三层或多层的板状材料	重量轻、强度大、施工方便但造价高	较高	较高
纤维板	是以木质纤维或其他植物纤维为原料，施加脲醛树脂或其他适用的胶粘剂制成的人造板材	质软易加工，缺点为不防潮	极低	较低
普通刨花板	用木材碎料为主要原料，再添加胶水，添加剂经压制而成的薄型板材	优点是价格极其便宜。其缺点也很明显：强度极差。	极低	低
OSB 刨花板	用 100% 原木，经去皮，切片，顺其木纹方向加工再经高温干燥，筛选后加入高性能胶和防水剂，在高温高压下制成。	抗弯强度高、抗潮性能强，线膨胀系数小，不易形变	极高	高
COSB	使用速生杨木刨片交错铺装，再经连续热压成型	兼具 OSB 优点且价格低廉	极高	较低

来源：慧家网、中泰证券研究所

环保板业绩稳步增长，后续民用市场拓展值得期待

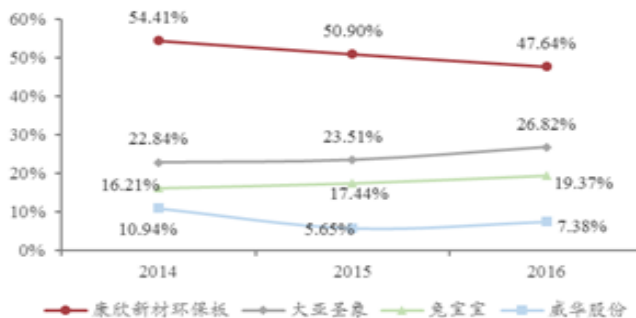
- 技术成本优势兼具，环保板民用市场拓展值得期待。公司生产的 COSB 板兼具 OSB 板优点的同时，大大降低了生产成本。2016 年环保板营收 4.94 亿元，同比增长 53.15%，营收占比为 37.82%。公司毛利率接近 48%，领先于行业平均 20% 的水平，技术和成本的优势明显。今年以来，由于集装箱底板需求旺盛，公司相机调整产线，环保板生产和销售有所下滑。未来在产能大幅提升的情况下，公司将逐步生产各种规格的 OSB 板，扩大产品的销售覆盖区域，积极拓展新市场，民用市场拓展有望持续贡献新的增量。

图表 42：康欣新材环保板业务营收增长情况



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 43：康欣新材环保板业务毛利率领先于行业水平



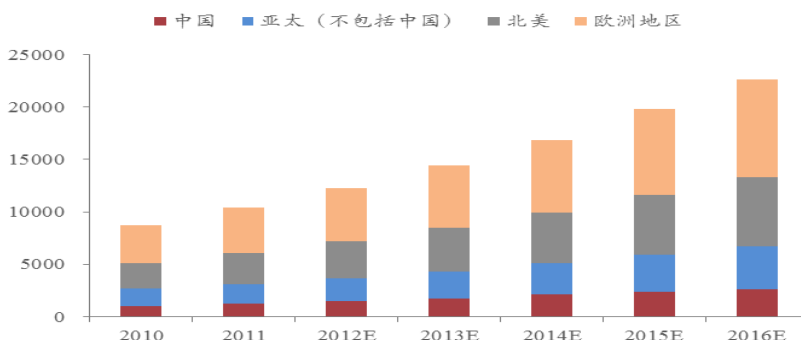
来源：Wind、中泰证券研究所 注：康欣新材环保板为 2016H 毛利率，兔宝宝为综合毛利率

全球木结构房屋市场规模超千亿，新领域拓展打开发展新思路

全球木结构房屋市场规模超千亿，装配式建筑推进助力市场发展

- 全球木结构房屋市场规模约 1500 亿元，市场空间广阔：根据中安咨询数据，2011 年全球木屋及相关部件市场规模为 104 亿美元，其中欧洲地区需求量最高，达到 43 亿美元，中国的市场规模为 12 亿美元；预测 2016 年全球市场规模为 226 亿美元，合计接近 1500 亿元（欧洲地区、北美、亚太（不包含中国）、中国的市场规模分别为 94、66、41、26 亿美元）。

图表 44：全球木屋及相关部件市场规模（百万美元）



来源：中安咨询、中泰证券研究所

- 政策保驾护航，未来发展值得期待：**2016年2月国务院《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》提出，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%。9月30日国务院办公厅发表《关于大力发展装配式建筑的指导意见》再次强调10年30%的目标，并以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区，常住人口超过300万的其他城市为积极推进地区，其余城市为鼓励推进地区，因地制宜发展装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构等装配式建筑。湖北省提出了到2025年，钢结构、木结构建筑主体结构装配率达到80%以上的目标。

**图表 45：装配式建筑相关政策（部分）**

日期	发布机构	政策	内容
2015年9月	住建部、工信部	《促进绿色建材生产和应用行动方案》	开展“钢结构和木结构建筑推广的行动”
2016年2月	国务院	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	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。在具备条件的地方，倡导发展现代木结构建筑
2016年2月	国务院	《关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》	对大型公共建筑和政府投资的各类建筑全面执行绿色建筑标准和认证，积极推广应用绿色新型建材、装配式建筑和钢结构建筑
2016年3月	湖北省人民政府	《关于推进建筑产业现代化发展的意见》	到2025年，钢结构、木结构建筑主体结构装配率达到80%以上
2016年9月	国务院	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区，常住人口超过300万的其他城市为积极推进地区，其余城市为鼓励推进地区，因地制宜发展装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构等装配式建筑。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%，并确定八项重点任务
2017年2月	国务院	《关于促进建筑业持续健康发展的意见》	推广智能和装配式建筑，不断提高装配式建筑在新建建筑中的比例
2017年3月	住建部	《“十三五”装配式建筑行动方案》、《装配式建筑示范城市管理办法》、《装配式建筑产业基地管理办法》	督促各地贯彻落实，全面推进装配式建筑发展

来源：国务院、住建部、工信部、湖北省人民政府、中泰证券研究所

- 木结构建筑优势明显，低层和景观园林应用广泛：**具有“绿色环保、保温节能、结构安全、抗震防火、耐久舒适”等特点，成为我国休闲地产、园林建筑的新宠。《绿色建筑行动方案中》明确提出，推动木结构建筑在政府投资的学校、幼托、敬老院、园林景观等低层公共建筑中使用。

**图表 46：木结构优势明显**

特点	描述
设计灵活、建造便捷、施工周期短	质量轻，在设计上彰显灵活性、个性化和实用性。工厂预制现场拼装的建筑形式一般1-4个月可交房，且不受环境因素和施工季节影响，施工周期短。另外，木结构还具有易翻修、升级改造安全方便且投入小等特征
成本具有竞争力，性价比高	木结构得房率高，比传统建筑多5~7%的使用面积；建后无需硬装。
节能保温	木材优良的隔热性能，使得木结构可以实现“冬暖夏凉”。木材保温性能是刚才的400倍，混凝土的16倍。
抗震性和耐久性	防潮性能高于砖混10倍，抗震性能大于8级，抗风压110Pa
低碳环保，健康养生	木材是唯一可再生、循环和可降解的建筑材料。木材天然释放的芬多精被称为空气维他命的负离子，长期居住木结构住宅可延长寿命9-11岁
防火、耐腐蚀、防虫蛀	木结构内侧采用石膏板覆面，内部填充不可燃的矿物纤维保温材料。预先烘干至含水率到19%以下，经加压防腐处理的材料可以较长时间抵御白蚁的侵蚀

来源：公司网站、中泰证券研究所

设立湖北天欣布局木结构房屋，性能&成本优势助力新领域拓展

- **布局木结构房屋制造，积极拓展新市场空间：**公司于2016年10月成立湖北天欣木结构房制造有限公司，依托自身在板材领域已建立的优势，布局打造全产业链木结构绿色建筑业务。湖北天欣目前在汉川市经济开发区拥有300亩的工业园，5万平方米的标准厂房，采购德国先进构件加工中心以及木结构楼板、墙板自动化生产线，结合国内先进的胶合梁柱全套生产线，未来将重点推进新型工程木产品开发，现代COSB结构体系示范推广，节能木墙生产，高装配率木结构建筑设计、制造，木结构构件和配件代工等产品和服务。
- **发挥COSB板材性能和成本优势，木结构产品市场拓展可期：**OSB板内部为定向结构，具备整体均匀性好、稳定性高、内部结合强度高、握螺钉力较高等特点，同时其纵向抗弯强度较高，可以用做房屋结构材、受力构件等。在欧美国家，OSB板是制作木结构房屋的主要材料，产品类型包括内外墙板、楼板、大跨梁、工字梁、墙壁及屋顶等。公司COSB板材性能优异，达到了对技术水平要求相对较高的集装箱底板在强度、刚性等方面的性能要求，在木结构房屋构件应用上性能亦具有明显优势，同时公司采用速生杨等次材为主要原材料，相较原木及同类型的OSB板材成本优势较为明显。未来天欣有望发挥康欣新材在COSB板材上的性能和成本优势，快速拓展国内、国外木结构房屋构件及设计制造市场。随着木结构装配式产线投产，木制公建场馆、别墅民居和生态度假村等场景应用单有望快速落地，新业务的拓展值得期待。

图表 47：木结构房屋示例



来源：公司官网、中泰证券研究所



## 投资建议

- **集装箱行业受益航运景气上行需求向好，集装箱底板制造回暖，公司 2017Q2 集装箱底板量价齐升促业绩大幅增长：**2016 年底以来，集装箱需求以及全球海运市场迎来复苏迹象，2016 年中国集装箱运输企业景气指数和信心指数实现回升；同时集装箱运输和租赁行业进入整合期，租赁企业新箱采购成为行业复苏支撑点，带来集装箱需求提升。受益于集装箱制造回暖，底板需求旺盛，公司增加集装箱底板产能释放，底板产销两旺、量价齐升：上半年集装箱底板收入 3.94 亿，同比增长 99%，其中销量同比增加超过 40%，一季度和二季度均价逐季提升，二季度价格同比增长约 10%左右。
- **产能释放+外延并购驱动规模快速扩张：**公司拥有 27.5 万 m<sup>3</sup> 定向结构板产能，年产 20 万 m<sup>3</sup> 新型集装箱底板产能逐渐释放，生产规模进一步扩大；收购新华昌新增 12 万 m<sup>3</sup> 底板产能，市场份额进一步提升。未来新型集装箱底板项目产能释放叠加新华昌集团客户增量拓展，将驱动公司规模持续快速扩张。
- **布局木结构房屋，打造新盈利增长点：**全球木结构房屋市场规模约 1500 亿元，市场空间广阔，叠加国内政府政策保驾护航，未来发展可期。公司设立湖北天欣积极布局木制公建场馆、别墅民居和生态度假村等场景业务需求，拓展国内和海外木结构房屋市场，打造新的盈利增长点。
- **COSB 板材性能&成本优势助力新领域拓展：**公司 COSB 板材性能优异，达到了对技术水平要求相对较高的集装箱底板在强度、刚性等方面的性能要求，在木结构房屋构件应用上性能亦具有明显优势，同时相较原木及同类型的 OSB 板材成本优势较为明显。未来湖北天欣有望发挥康欣新材在 COSB 板材上的性能和成本优势，快速拓展国内、国外木结构房屋构件及设计制造市场。随着木结构装配式产线投产，木制公建场馆、别墅民居和生态度假村等场景应用订单有望快速落地，新业务的拓展值得期待。
- **投资建议：**公司是国内集装箱底板行业龙头，受益于集装箱制造需求景气回升叠加公司产能释放，未来业绩有望持续快速增长。布局木结构房屋市场，成本优势助力市场拓展，未来发展值得期待。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别 0.47、0.58、0.77 元，当前股价对应 PE 分别为 22、18 和 14 倍。给予“买入”评级。
- **风险提示：**集装箱制造景气大幅回落、原材料价格波动风险、新产品推广不及预期



**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1696	2169	2504	3030
货币资金	108	162	202	266
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	237	339	442	607
其他应收款	4	4	5	7
存货	1260	1471	1637	1901
<b>非流动资产</b>	1930	2381	2685	2929
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	989	1182	1325	1392
在建工程	135	167	134	92
油气资产	0	0	0	0
无形资产	610	808	1007	1216
<b>资产总计</b>	3626	4550	5189	5959
<b>流动负债</b>	610	1079	1209	1340
短期借款	433	776	901	954
应付票据	0	0	0	0
应付账款	98	177	199	258
其他	78	126	109	128
<b>非流动负债</b>	88	61	85	81
长期借款	31	31	31	31
其他	57	30	54	50
<b>负债合计</b>	698	1140	1294	1421
股本	1034	1034	1034	1034
资本公积	515	515	515	515
未分配利润	1277	1710	2134	2698
少数股东权益	4	4	4	4
<b>股东权益合计</b>	2928	3410	3894	4538
<b>负债及权益合计</b>	3626	4550	5189	5959

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1308	1624	2022	2660
营业成本	790	981	1212	1584
营业税金及附加	13	15	16	21
销售费用	51	52	63	80
管理费用	75	89	105	133
财务费用	31	30	32	43
资产减值损失	3	8	10	11
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	345	449	584	788
营业外收入	72	75	73	73
营业外支出	6	6	7	6
<b>利润总额</b>	411	518	650	854
所得税	27	36	45	60
净利润	384	482	604	795
少数股东损益	-0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	384	482	604	795
<b>EPS(元)</b>	0.37	0.47	0.58	0.77

**比率分析**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	26.8%	24.2%	24.5%	31.6%
营业利润增长率	47.9%	30.4%	30.0%	34.9%
净利润增长率	42.5%	25.6%	25.4%	31.4%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	39.6%	39.6%	40.0%	40.4%
净利率	29.4%	29.7%	29.9%	29.9%
ROE	13.1%	14.2%	15.5%	17.5%

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	384	482	604	795
折旧和摊销	64	96	113	127
资产减值准备	3	0	6	9
无形资产摊销	28	21	22	23
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	30	30	32	43
投资损失	-0	0	0	0
少数股东损益	-0	0	0	0
营运资金的变动	-348	288	309	408
<b>经营活动产生现金</b>	167	268	489	569
<b>投资活动产生现金</b>	-437	-520	-421	-363
<b>融资活动产生现金</b>	-381	306	-28	-142
现金净变动	-650	55	40	64
现金的期初余额	756	108	162	202
现金的期末余额	106	162	202	266

**偿债能力**

资产负债率	19.2%	25.1%	24.9%	23.9%
流动比率	2.78	2.01	2.07	2.26
速动比率	0.71	0.65	0.72	0.84

**营运能力**

资产周转率	35.9%	39.7%	41.5%	47.7%
应收帐款周转率	560.8%	531.8%	491.8%	482.2%

**每股资料(元)**

每股收益	0.37	0.47	0.58	0.77
每股经营现金	0.16	0.26	0.47	0.55
每股净资产	2.83	3.29	3.76	4.38

**估值比率(倍)**

PE	28.1	22.4	17.8	13.6
PB	3.7	3.2	2.8	2.4

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。