

康欣新材 (600076)

证券研究报告

2017年07月11日

COSB 板龙头成本优势显著，产能释放业绩增厚可期

基本情况：公司 2015 年实现借壳上市，产品包括集装箱底板、环保板、绿化苗与速生杨种苗等，2016 年营收占比分别为 48.04%、37.76%、12.22%。公司集装箱底板全球占有率近 15%。

集装箱景气回升，需求不悲观，主要受世界经济贸易影响。全球 95%以上集装箱由中国制造，今年 5 月我国集装箱出口 25 万只，环比涨 14.41%；1-5 月累计出口 124 万只，同比涨 66.94%。新兴经济体加速发展，为海外贸易开辟“高”“新”增长途径，看好海铁联运或可加速提升集装箱需求。

静待产能释放，业绩增长可期。公司产线覆盖木底板、COSB 板、竹木复合板产线，及新华昌木业的集装箱底板产线。其中，公司 COSB 产线为全球唯一，具有高质量、低成本、环保、原材料可再生等优点，与德国迪芬巴赫历时 9 个月联合研发完成，去年产能利用率达 85%，预计今年可实现满产。20 万 m³全自动新型集装箱生产线 2016 年开始投产，公司预计 2017、2018 分别贡献约 5、15 万方产能，2019 完全达产。

行业龙头，低成本优势叠加产业整合，市场份额进一步提高。集装箱成本中，钢材、板材、涂料、配件占比分别为 50%、15%、14%、14%。钢材价格波动或促使箱东从其他构成出发降低整体成本，例如占比第二大的板材。公司成本优势明显：自主研发四元环保胶代替传统酚醛树脂胶黏剂，成本低且提高环保性能；COSB 板可达到集装箱底板最高标准，同时产线全自动大幅降低人力成本；自有林地供应种苗、木材降低原材料成本，COSB 芯板采用速生杨为原料，保质前提下使用次材生产环保板。2017 一季度、2016 年集装箱底板毛利率为 30.87%、29.04%，显著高于大部分行业可比公司。收购新华昌木业 100%股权，底板市占率有望从 15%提升至 20-30%，环保胶、COSB 技术也可通过新华昌的渠道加速行业渗透。

提前布局+地域优势，林地资源构筑长期竞争力。林地资源支撑原料供应，同时降低成本，是盈利能力优于可比公司的重要原因。公司一直致力研发以速生杨木等次材和其他次小薪材替代优质天然硬木，培育速生杨树、松木等人工用材林，目前拥有林地资源约 65 万亩。一方面“留得青山”对冲未来林地紧缺风险，另一方面销售苗木平滑板材市场价格波动。考虑到未来政策关于限制商业用林的不确定性，公司现阶段可能逐步扩大外购比例。

投资建议：公司集装箱底板优势产业市场份额不断提升，同时顺势消费升级力推环保板业务，装配式建筑趋势及国外木屋推广经验保障未来发展潜力，我们看好公司低成本优势下的持续竞争力。首次覆盖，给予买入评级，预计 2017-2018EPS 分别为：0.48、0.63 元，对应 PE 分别为 19X、15X。

风险提示：集装箱需求不及预期；装配式建筑推广进程不及预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,030.85	1,307.51	1,830.52	2,288.15	2,745.78
增长率(%)	5874.90	26.84	40.00	25.00	20.00
EBITDA(百万元)	318.69	448.72	593.71	724.54	853.07
净利润(百万元)	269.41	383.87	496.43	646.60	770.39
增长率(%)	(2,517.24)	42.49	29.32	30.25	19.14
EPS(元/股)	0.26	0.37	0.48	0.63	0.74
市盈率(P/E)	35.70	25.06	19.38	14.88	12.49
市净率(P/B)	3.79	3.29	2.81	2.36	1.99
市销率(P/S)	9.33	7.36	5.25	4.20	3.50
EV/EBITDA	33.11	22.08	16.80	12.75	11.05

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/包装印刷
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	9.30 元
目标价格	11.2 元
上次目标价	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,034.26
流通 A 股股本(百万股)	752.37
A 股总市值(百万元)	9,618.66
流通 A 股市值(百万元)	6,997.08
每股净资产(元)	2.93
资产负债率(%)	22.20
一年内最高/最低(元)	16.10/7.53

作者

黄顺卿 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040002
huangshunqing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 公司基本情况	4
1.1. 下游行业产品线改造导致一季度营收减少	6
1.2. 静待产能释放，业绩增长可期	7
1.2.1. 拥有全球唯一一条 COSB 产线	7
2. 集装箱景气回升，COSB 独家技术+产业整合，推动底板行业技术升级、集中度提升	8
2.1. 今年集装箱需求并不悲观	8
2.2. 行业龙头，低成本优势叠加产业整合，市场份额预计进一步提高	10
3. 提前布局+地域优势，林地资源构筑长期竞争力	13
4. 装配式趋势中探索木结构建筑机会	15
5. 投资建议	16

图表目录

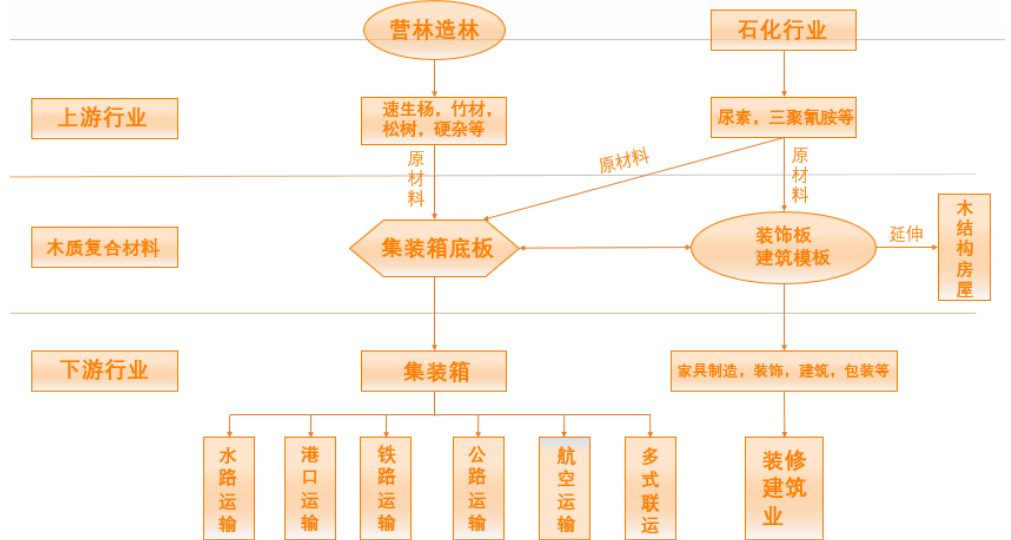
图 1: 公司产业链概况	4
图 2: 公司实际控制人李洁家族持股比例 27.38%	5
图 3: 2015Q4~2017Q1 期间费用率	6
图 4: 2015Q4~2017Q1 销售毛利率与销售净利率	6
图 5: 公司 2012~2016 年营收 (万元)	6
图 6: 公司 2012-2016 归母净利	6
图 7: 分地区营收情况 (万元)	6
图 8: 分产品营收情况 (万元)	6
图 9: COSB 产线可降低人力成本	8
图 10: 集装箱近一年出口数量环比 (万只)	8
图 11: 集装箱年产量 (立方米)	8
图 12: 2016.3-2017.5 我国集装箱产量情况 (立方米)	9
图 13: 一季度集装箱港口吞吐量环比增长 8.46% (标准箱)	9
图 14: 全球集装箱船运力增速一季度出现下滑	9
图 15: 我国内外贸吞吐量累计同比双增长	9
图 16: 海铁联运箱吞吐量 (标准箱)	10
图 17: 集装箱运力投资意愿指数	10
图 18: 中集集团干货集装箱销量 (万标准箱)	10
图 19: 中集集团冷藏集装箱销量 (万标准箱)	10
图 20: 集装箱底板上游主要包括钢材、板材、涂料	11
图 21: 单只集装箱结构拆分	11
图 22: 公司集装箱底板毛利率高于行业可比公司产品	12
图 23: 2017-2019 年, 新华昌木业净利润承诺不低于 2000、2500、3000 万元	12
图 24: 国内原木产量增速	14
图 25: 我国原木产量及均价 (产量: 万立方米, 均价: 元/立方米)	14

图 26: 世界三大速生树木	14
表 1: 公司主要产品 (部分)	4
表 2: 公司产线及产能分布	7
表 3: COSB 产线与传统产线对比.....	7
表 4: 同行业公司对比	11
表 5: 我国林地资源稀缺、林地生产力较低.....	13
表 6: 我国分三步全面停止天然林商业性采伐.....	13
表 7: 世界三大速生树木特点介绍	14
表 8: 行业中自有林地的公司一览 (部分)	15
表 9: 2016 公司种苗、木材产销情况.....	15
表 10: 装配式建筑相关政策文件 (部分)	15

1. 公司基本情况

公司成立于 2006 年，总部武汉，2015 年实现借壳上市，主业覆盖集装箱底板等木质复合材料的研发、生产及销售，产品包括集装箱底板、环保板、绿化苗与速生杨种苗等，2016 年营收占比分别为 48.04%、37.76%、12.22%，集装箱底板全球占有率近 15%。






图 1：公司产业链概况



资料来源：公司年报, 天风证券研究所

表 1：公司主要产品（部分）

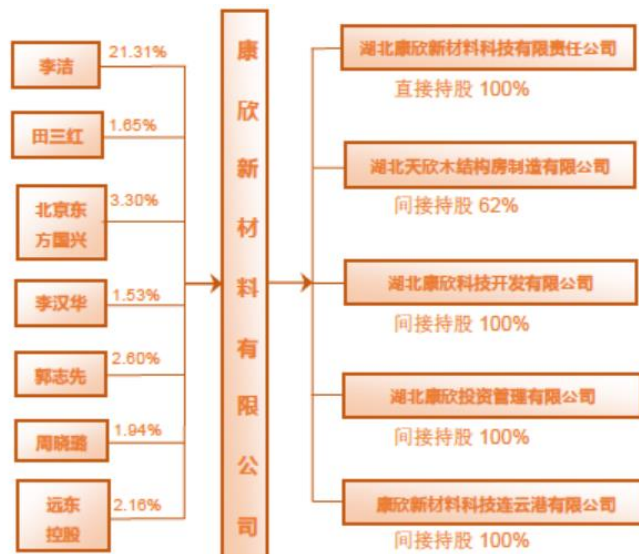
产品类型	产品名称	产品样图	产品简介
集装箱底板	克隆面 COSB 复合集装箱底板		面层采用优质克隆木，芯层采用 COSB，夹层采用硬杂木、桉木或竹帘等。力学性能优异，强度高，美观大方；产品质量稳定。
	COSB 覆膜面 COSB 复合集装箱底板		表层为优质木单板，以中心层对称布置定向结构板。饰面层采用克隆木面、竹席覆膜纸面或者箱体专用贴膜面。
	竹席覆膜 COSB 复合集装箱底板		面、底层采用竹席+覆膜纸，芯层采用 COSB，夹层采用硬杂木、桉木或竹帘等。力学性能优异，强度高，免洗免期，美观大方；产品质量稳定。
	多层实木集装箱底板	FSC-COC 多层实木集装箱底板	

民用板材	竹木复合 集装箱底板	竹席覆膜面竹 木复合集装箱 底板		面、底层采用竹席+覆膜纸，芯层采用硬杂木、桉木和竹帘等。力学性能优异，强度高，免洗免期，美观大方；产品质量稳定。
	集装箱底 板用基材	COSB 板		选用优质速生杨原木为原料，选用帕尔曼公司提供的滚筒剥皮机和长材刨片机刨片，再由德国 COSB 全自动生产线生产而成。产品无醛环保，各项力学性能好，强度高。
		建筑模板		面、底层采用覆膜纸，芯层采用优质杨木或松木单板。力学性能优异，耐水性能好，可重复多次使用；表面光滑平整，美观大方；产品质量稳定。
		普通 COSB 板		可用于室内装修，家具制造，高档建筑模板，军用包装，木结构房内墙板、外墙板、地板、工字梁。
	环保板			面层采用优质高档木皮，芯层采用优质杨木或杂木单板。力学性能优异，光滑平整，美观大方；产品质量稳定。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司实际控制人李洁家族合计持股 27.38%，第一大股东李洁持股 21.31%。公司下设 5 个控股子公司，分布在湖北、江苏、陕西等地。

图 2：公司实际控制人李洁家族持股比例 27.38%

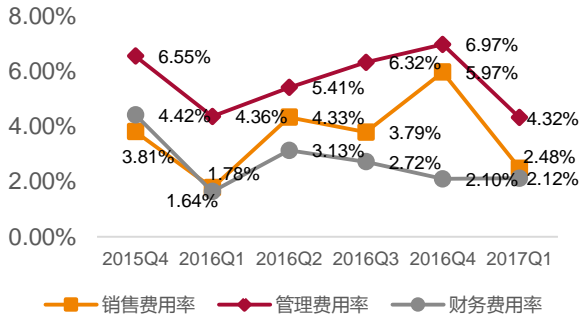


资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.1. 下游行业产品线改造导致一季度营收减少

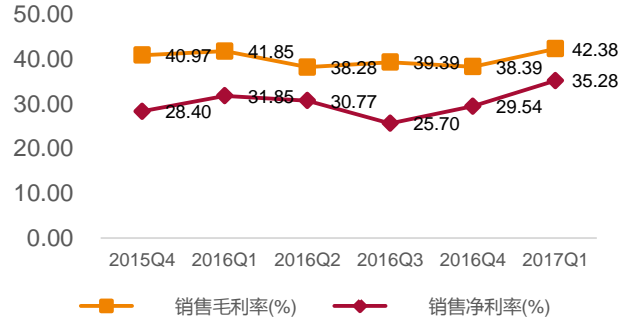
公司2017年一季度实现营收3.14亿元,同比下降9.44%;归母净利1.11亿元,同比增长0.47%;EPS为0.11元,销售毛利率、净利率分别为42.38%、35.28%。营收同比减少主因公司下游集装箱制造行业因“油改水”进行生产线改造,应客户要求部分订单延期交货。

图3: 2015Q4~2017Q1 期间费用率



资料来源: wind, 天风证券研究所

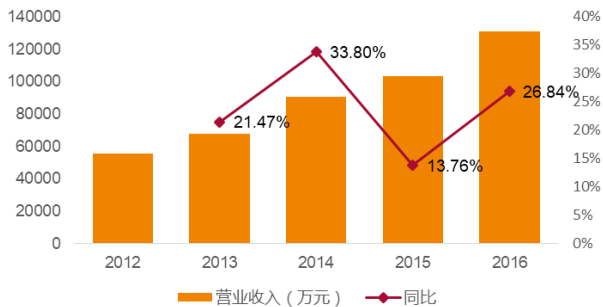
图4: 2015Q4~2017Q1 销售毛利率与销售净利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

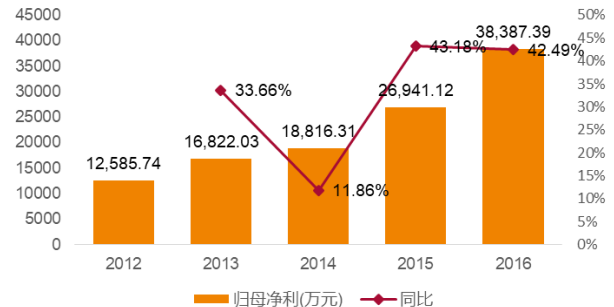
公司2016年实现营收13.08亿元,同比增长26.84%;归母净利3.84亿,同比增长42.49%;EPS为0.37元;销售毛利率、净利率分别为39.56%、29.35%。营收及净利双增长主因COSB项目投产,产能及订单均获增长所致。**分地区看**,2016年湖北实现营收6亿+,占比约46%,毛利率达48.24%,高于其他地区(32.02%)。**分产品看**,集装箱底板和环保板营收占比最大,2016年末生产建筑模板。集装箱底板产量、销量分别为17.2、16.7万方,环保板分别为15.5、15.7万方。

图5: 公司2012~2016年营收(万元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

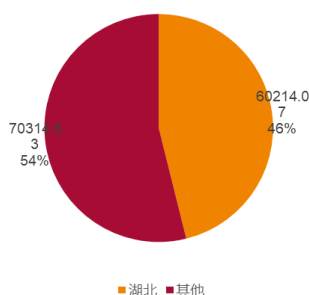
图6: 公司2012-2016 归母净利润



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

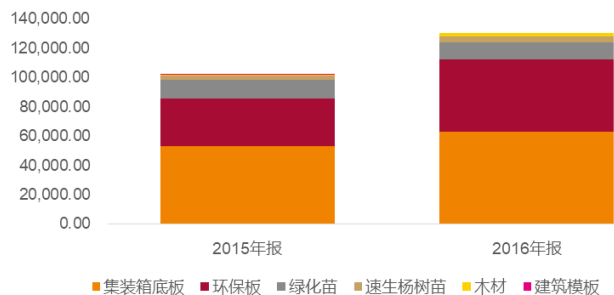
其中,环保板销量逐年提升,2016同比增长50.2%。环保板盈利能力较强,近两年毛利率均保持50%左右,高于集装箱底板(30%左右)。目前环保板营收占比不及集装箱底板,但存在上升趋势,2015、2016年分别为31%、38%。

图7: 分地区营收情况(万元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图8: 分产品营收情况(万元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

1.2. 静待产能释放，业绩增长可期

公司产线覆盖 COSB 产线、竹木复合集装箱底板产线、收购的新华昌木业集装箱底板产线、建筑模板产线等。其中，原有 12 万 m³集装箱底板产能，5 万方混凝土建筑模板和木结构覆膜板环保板产能，收购新华昌木业增加 12 万立方产能；20 万 m³全自动新型集装箱生产线 2016 年开始投产，公司预计 2017、2018 分别贡献约 5、15 万方产能，2019 完全达产。年产 27.5 m³COSB 项目预计今年满产。

表 2：公司产线及产能分布

产线	具体情况
集装箱底板	原有 12 万立方米集装箱底板年产能
COSB 板	与德国迪芬巴赫历时 9 个月共同研发，全球唯一 COSB 产线，专利保护期 4 年，2015 年 7 月正式投产。柔性产线通过不同参数设置可生产底板或性能要求更低的环保板
新型集装箱底板（竹木复合）	预计 2017 年下半年投产，预计产量 5 万方
新华昌木业集装箱底板	2017 年 2 月现金 3 亿收购新华昌木业 100% 股权，年产能超过 12 万立方米
建筑模板	5 万方，2016 年调整产品生产及销售结构，未生产建筑模板

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2.1. 拥有全球唯一一条 COSB 产线

公司 COSB 板产线为全球唯一，具有高质量、低成本、环保、原材料可再生等优点。公司与德国迪芬巴赫历时 9 个月时间联合研发出全球首条全自动化、数控化、年产 27.5 万立方米的 COSB 高强度定向结构板（简称 COSB 板）生产线，并于 2015 年 7 月在湖北康欣二厂正式投产，2016 年产能利用率达 85%，公司预计今年可实现满产。迪芬巴赫给予公司 4 年设备保护期（到 2019 年），即合同签订后 4 年内不向中国其他公司出售 COSB 生产线，4 年后如有销售其他中国客户则应告知公司。

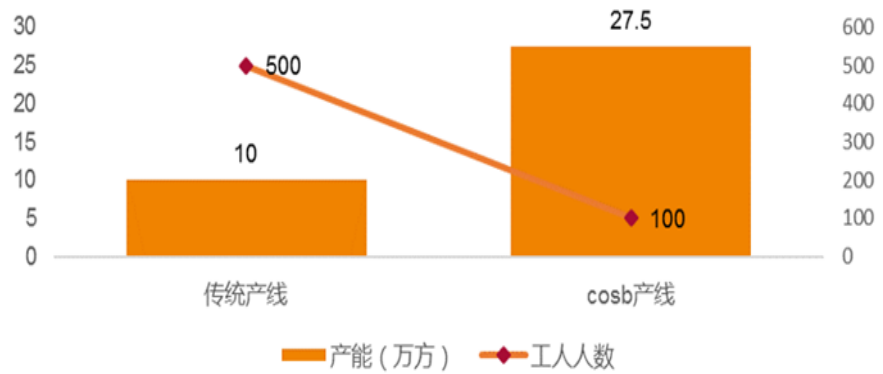
表 3：COSB 产线与传统产线对比

	COSB 产线	传统产线
原材料	次小薪材、速生杨木/边角料，枝桠材小料、废料生产环保板	对木料单板整幅性要求很高，木材的利用率很低
人力成本	例如康欣新材 27.5 万 m ³ 集装箱底板配备 100 余人	10 万 m ³ 集装箱底板配备 500-800 人
工作环境	基本无胶味	胶味强烈
生产效率	全自动、数控化、连续化	劳动密集型
主要产品	集装箱底板、COSB 环保板装饰板	单一板材
产品合格率	自动化监控，产品质量可靠性和稳定性高	一般合格率只有 65% 左右
环保	异氰酸酯不含甲醛/用树皮、边角余料和锯末提供热能	含甲醛

资料来源：中国木业信息网，天风证券研究所

- COSB 产线可实现柔性生产。** COSB 产线柔性主要体现在：产线可生产①多种规格的通用定向结构板（OSB），②满足集装箱底板基材用途的高密度定向结构板（COSB），③直接生产集装箱底板，④木结构房屋专用材料，⑤降低指标后可实现生产性能要求更低的环保板。目前，国内集装箱底板工艺劳动强度大、环境差、自动化程度低、木材利用率低。而 COSB 产线以次小薪材、速生杨木为原料，可降低原料成本，减少森林砍伐，缓解资源短缺压力。此外，材料利用率高，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材。
- COSB 产线可降低人力成本。** COSB 产线可实现生产全流程动态监测。通常传统生产模式生产 10 万 m³集装箱底板需 500-800 人，对应生产 27.5 万 m³需要 1375 余人，而 COSB 产线仅需 100 余人参与全程管理与监控，人工数为传统模式下的 7.3%。

图 9：COSB 产线可降低人力成本



资料来源：公司公告，天风证券研究所

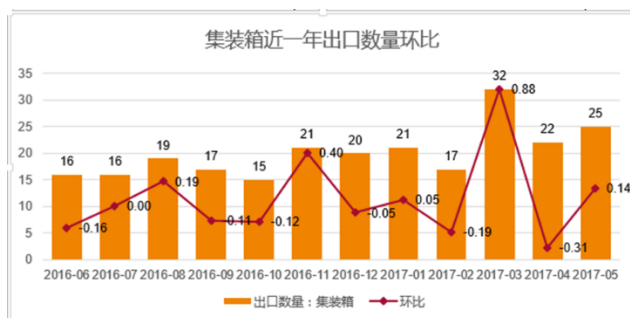
- **COSB 产线工作环境优于传统产线。**传统产线胶味强烈，影响生产人员工作，甚至出现夏天停产的情形，COSB 产线用胶由公司自主发明，基本无胶味。
- **COSB 产线合格率高。**传统产线木材旋切成单板后，合格率仅 65%左右。而 COSB 产线拥有较高的仪器、仪表精度，自动化监控质量。
- **COSB 产线更环保。**生产过程中使用的异氰酸酯不含甲醛，优于传统产线，减少污染排放。此外，能源中心利用树皮、边角余料和锯末提供热能，无污染排放。

2. 集装箱景气回升，COSB 独家技术+产业整合，推动地板行业技术升级、集中度提升

2.1. 今年集装箱需求并不悲观

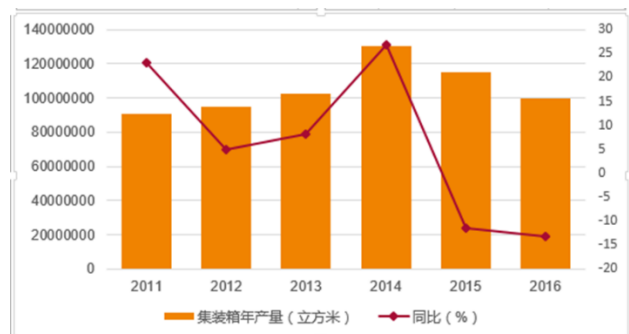
集装箱需求主要受世界经济贸易影响。根据中国集装箱行业协会数据统计，全球 95%以上集装箱由中国制造，我国连续 18 年蝉联世界第一集装箱产销国。2017 年 5 月，我国集装箱出口 25 万只，环比上升 14.41%，同时，出口金额 6.2 亿美元，环比上升 19.03%。2017 年 1-5 月，累计出口 124 万只，同比上升 66.94%，同时，累计出口金额 29.98 亿美元，同比上升 116.35%。

图 10：集装箱近一年出口数量环比（万只）



资料来源：wind，天风证券研究所

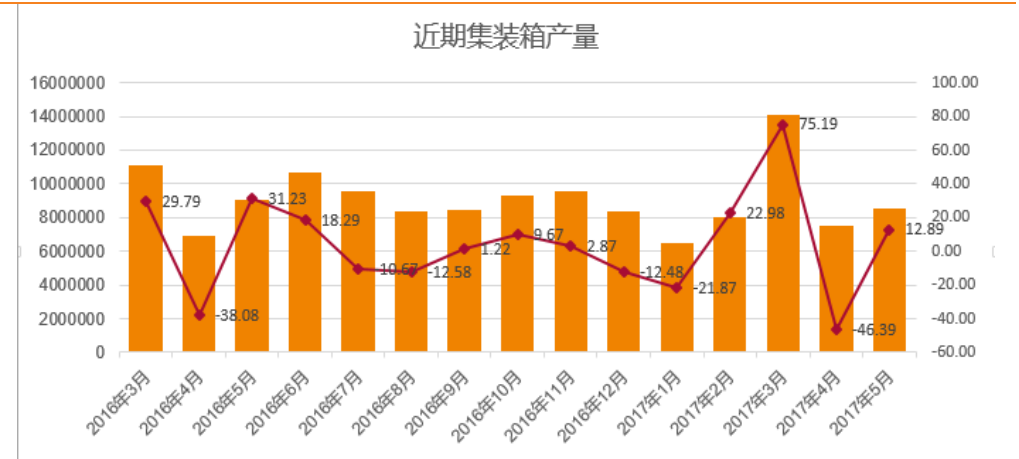
图 11：集装箱年产量（立方米）



资料来源：wind，天风证券研究所

反观 2014 年，集装箱年产量达到近 6 年峰值。2015、2016 年受经济增速放缓影响，我国进出口总额同比分别下降 7%、6.6%，集装箱产量相应明显下滑。近期进出口总额同比大幅增长，集装箱需求值得期待。根据中国对外经济贸易统计学会数据，2017 年 1-5 月我国主要与巴西，俄罗斯，印度南非等金砖国家，及新加坡，澳大利亚等外贸量同比增幅较大。**新兴经济体加速发展，为海外贸易开辟“高”“新”增长途径。**

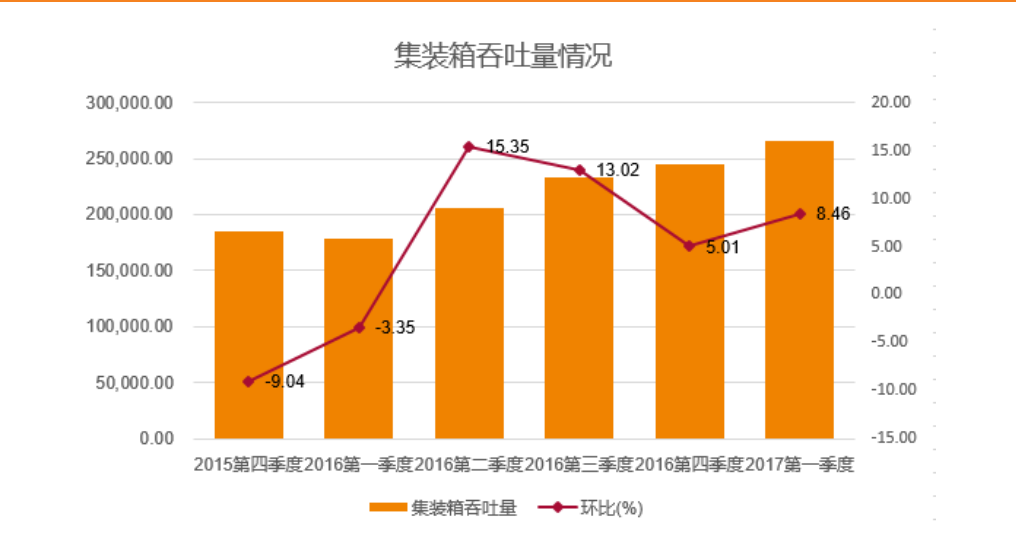
图 12：2016.3-2017.5 我国集装箱产量情况（立方米）



资料来源：wind，天风证券研究所

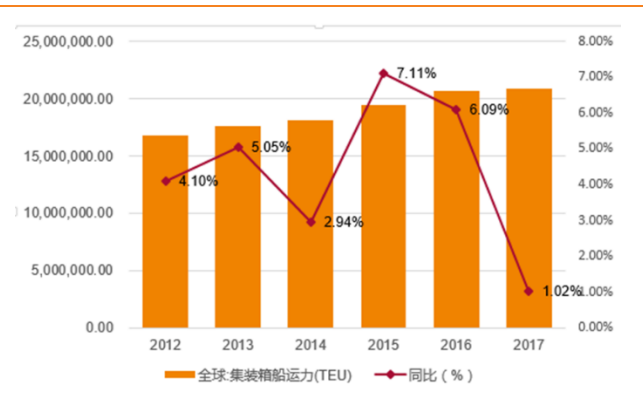
全球集装箱港口吞吐量在 2016 攀升后，今年一季度环比增长 8.46%。而我国外贸吞吐量累计同比 6.56%，内贸累计同比 8.91%。

图 13：一季度集装箱港口吞吐量环比增长 8.46%（标准箱）



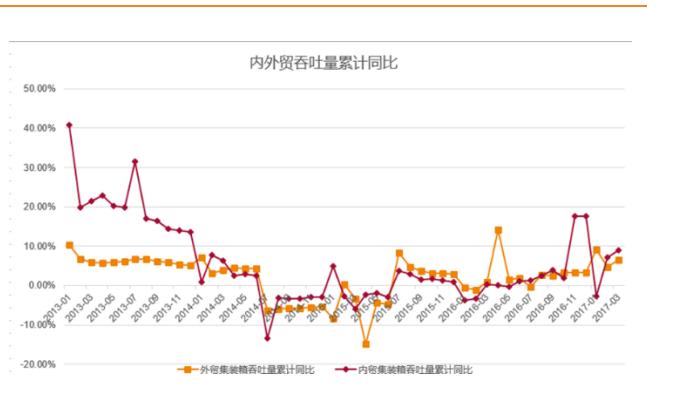
资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：全球集装箱船运力增速一季度出现下滑



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：我国内外贸吞吐量累计同比双增长

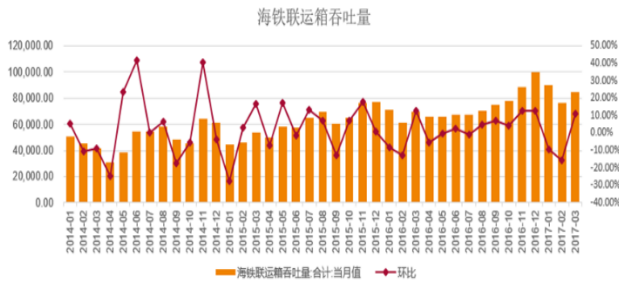


资料来源：wind，天风证券研究所

海铁联运或可加速提升集装箱需求。2017 年一季度海铁联运箱吞吐量已超去年同期，其中，1、2 月份吞吐量回落，但 3 月环比增长 11.29%。我们看好多式联运发展趋势。2017 年 1

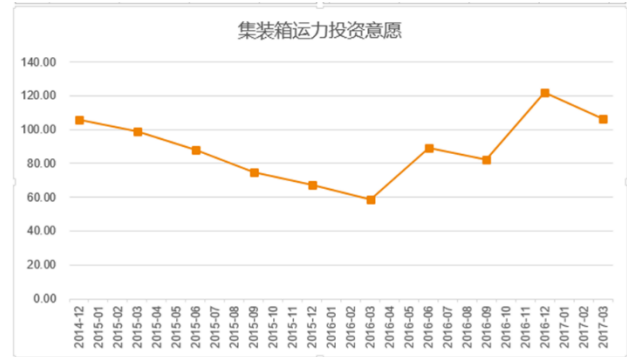
月，交通部发布《关于进一步鼓励开展多式联运的通知》，提出大力推动多式联运发展，提升高铁运货能力来弥补我国以前海铁联运短板。同时，观察集装箱运力投资意愿数据，2016年3月后，市场提升集装箱运力投资意愿，意愿指数在2017年3月达到113点，同比大幅增长81.47%。

图 16：海铁联运箱吞吐量（标准箱）



资料来源：wind，天风证券研究所

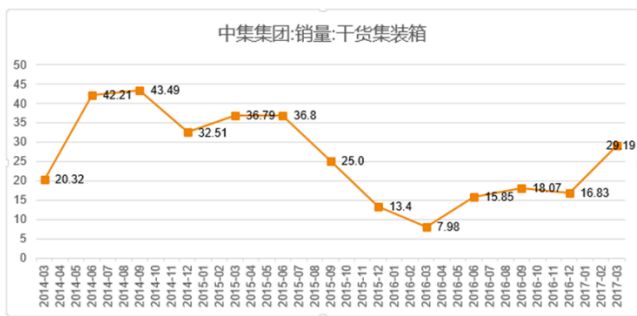
图 17：集装箱运力投资意愿指数



资料来源：wind，天风证券研究所

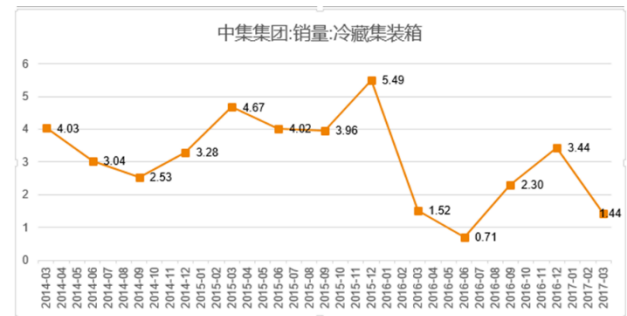
从集装箱龙头的集装箱产销量看，今年集装箱需求并不悲观。中集集团是集装箱龙头，可提供全系列集装箱产品，包括普通集装箱、冷藏集装箱。普通集装箱，又称干货集装箱，常运送文化用品、日用百货、医药、纺织品等，占比达到80%。冷藏集装箱可用于运送、贮存易腐食品。今年一季度，中集集团干货箱销量29.19万只，同比大幅增长266%。同时，冷藏集装箱销量经历2014、2015年下降后，于2016年二季度见底，约为0.71万只，此后反弹至3.44万只，近期处于波动状态。考虑到干货集装箱占比近80%，因此，相比2015、2016年，集装箱景气明显回升，需求并不悲观。

图 18：中集集团干货集装箱销量（万标准箱）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：中集集团冷藏集装箱销量（万标准箱）

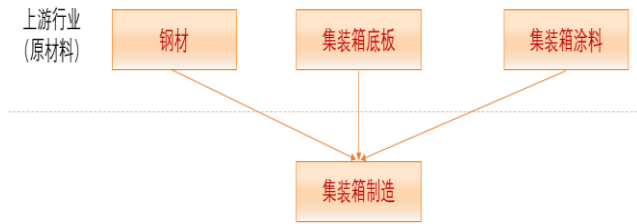


资料来源：wind，天风证券研究所

2.2. 行业龙头，低成本优势叠加产业整合，市场份额预计进一步提高

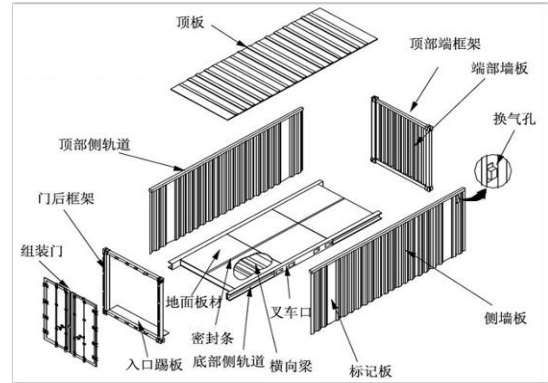
集装箱产业上游主要包含钢材、板材、涂料、配件等。底板行业共有厂商30余家，年产10万立方米以上仅六家。目前集装箱底板主要包括木底板、竹木复合板和COSB复合底板，其中COSB复合地板为公司独有产品，且竹木复合与COSB板为集装箱底板主要趋势。

图 20：集装箱底板上游主要包括钢材、板材、涂料



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 21：单只集装箱结构拆分



资料来源：远东集装箱网，天风证券研究所

其中，木底板主要供应商为中集新材、扬州快乐、佛山东顺和新华昌木业(已被康欣收购)；竹木复合底板主要供应商有中集新材、福建和其昌，据中集新材公开转让说明书显示，中集新材的竹、木底板市占率最大，约为 35%，福建和其昌约占 10%。

表 4：同行业公司对比

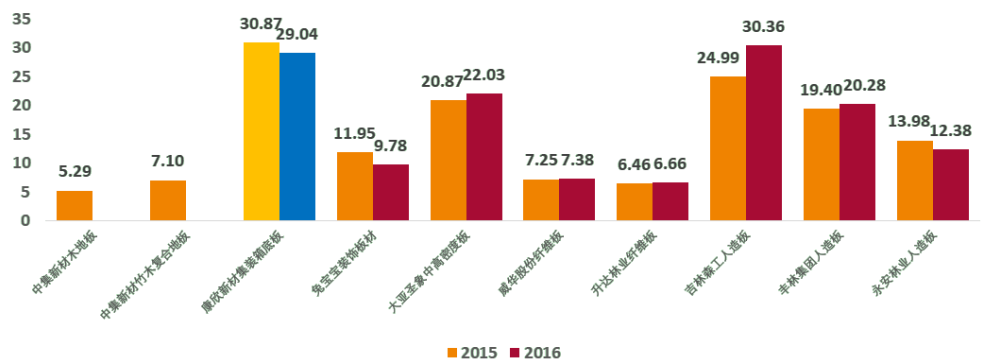
集装箱底板类型	代表企业	公司简介	产能状况	主要产品
木底板	中集新材	2009 年成立,木底板收入占比 23%	已拥有 6 个基地,年总产能可满足 130 万 TEU 集装箱生产的需求	传统木地板、桉木地板、松桦地板、竹木复合地板、全竹地板、展平竹地板
	扬州快乐	快乐木业创办于 1984 年,在扬州港、江都港设有木材存贮销售中心,年进木材 80 万立方米	生产线 30 余条;年产能各类胶合板 12 万立方米,集装箱底板 25 万立方米;年对外销售木材 50 万立方米	主要产品是各类胶合板、集装箱底板、实木地板、实木复合地板等
	佛山东顺	成立于 2001 年,是一家中外合资大型综合性木材加工企业	-	集装箱胶合木底板、竹木复合板、OSB 集装箱底板
	新华昌木业	专注集装箱底板生产销售,市场占有率约 7%	年产能超过 12 万立方米	内增强型竹木复合集装箱底板、集装箱底板用胶合板
	狮胜木业	主要经营集装箱木底板	-	集装箱木底板
	康欣新材(不含新华昌)	-	原有集装箱产能 12 万立方米,新建 20 万立方新型产线	-
	竹木复合板	中集新材	竹木复合底板收入占比 76%,竹、木底板行业占有率约 35%	-
福建和其昌		专业生产竹木复合集装箱底板、车厢底板、桥梁板、建筑模板、修箱板,拥有 13 万亩竹山,18 个原料基地	年产能 10 万立方米	产品以竹制集装箱地板为主,附带生产一些较低端的竹胶模板、竹胶桥梁板、木胶合板、竹各类板材等产品
康欣新材		新型集装箱生产线	设计产能 20 万立方米,2017 年预计达产 5 万立方米,2019 年完全达产	竹席覆膜面竹木复合集装箱底板
COSB 板	康欣新材	与德国迪芬巴赫历时 9 个月共同研发,2015 年 7 月正式投产	27.5 万立方米	全球唯一 COSB 产线

资料来源：公司公告，天风证券研究所

在生产集装箱成本中，钢材、板材、涂料、配件占比分别为 50%、15%、14%、14%。钢材价格波动或促使箱东从其他构成出发降低整体成本，例如成本占比第二的板材。**公司成本优势明显**。2017 一季度、2016 全年公司综合毛利率分别为 42.38%、38.39%，集装箱底板毛利率分别为 30.87%、29.04%，显著高于大部分行业可比公司产品。

- 自主研发四元环保胶代替传统酚醛树脂胶黏剂，成本低且提高环保性能，胶水 2500+~3000+元/吨，低于酚醛胶（5000+~7000+元/吨）；
- 技术优势，COSB 板可达到集装箱底板最高标准，同时产线全自动大幅降低人力成本；
- 自有林地供应种苗、木材，降低原材料成本，每立方节省 500-600 元；COSB 芯板采用速生杨为原料，同时，保障质量前提下使用次材生产环保板；。

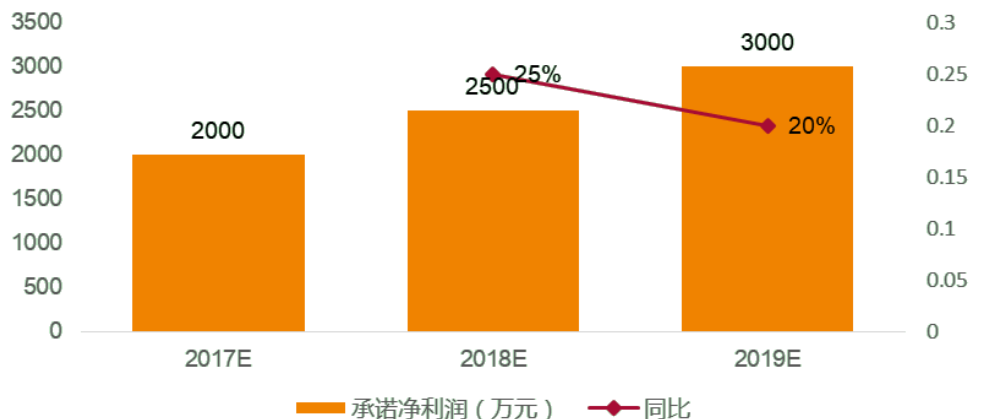
图 22：公司集装箱底板毛利率高于行业可比公司产品



资料来源：wind，天风证券研究所

收购新华昌木业 100%股权，进一步提升市占率，同时，产业整合推进 COSB 技术行业渗透。今年 2 月公司 3 亿现金收购同行新华昌木业，其集装箱底板年产能 12 万方，已形成稳定的销售渠道，产品得到 SEACO、TIL、TEX 等知名租箱公司或船公司认可，主要销往上海、宁波、天津、广东等集装箱生产基地。收购完成后，公司集装箱底板市占率有望从 15% 提升至 20-30%。同时，公司环保胶、COSB 技术可通过新华昌的产品应用加速行业渗透。

图 23：2017-2019 年，新华昌木业净利润承诺不低于 2000、2500、3000 万元



资料来源：wind，天风证券研究所

公司下游客户主要包括中海、中集、新华昌、狮胜等箱厂及中海、狮胜、韩进、长荣等箱东。

3. 提前布局+地域优势，林地资源构筑长期竞争力

林地资源支撑原料供应，同时降低成本，是公司盈利能力优于可比公司的重要原因。公司自 2005 年开始种植培育绿化苗林地，截止 2016 年底，已拥有上游林地资源约 65 万亩。此外，公司地处长江中下游江汉平原是国内速生杨三大种植带之一，方便公司就近取材、控制运输成本。提前布局+地理优势保障公司不外采时仍可满足 80%生产需求，公司预计 1-2 年后可满足剩余 20%生产需求。

公司木质复合材料主要原料包括原木（杨木、硬杂木等）、化工原料（尿素、三聚氰胺等合成胶合剂）。其中，三聚氰胺等价格波动较易传导至下游，但原木价格波动对成本影响较大，主要原因包括：一是我国林地资源天然稀缺。据统计，我国森林覆盖率均值约 12%，远低于全球 31%的平均水平，人均森林面积仅为世界人均水平的 1/4，人均森林蓄积仅为世界人均水平的 1/7。二是林地生产力较低。森林每公顷蓄积量仅为世界平均水平 131 立方米的 69%，幼龄林面积比例高达 65%。现有用材林中可采面积仅占 13%，可采蓄积仅占 23%。

表 5：我国林地资源稀缺、林地生产力较低

中国均值	世界均值
森林覆盖率均值约 12%	全球平均水平为 31%
人均森林面积	仅为世界人均水平的 1/4
人均森林蓄积	仅为世界人均水平的 1/7
森林每公顷蓄积量	仅为世界平均水平 131 立方米的 69%

资料来源：中国林业网，天风证券研究所

三是林地保护力度日益加大。我国 2015 年在《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》中提出，“完善天然林保护制度，全面停止天然林商业性采伐，增加森林面积和蓄积量。”越南 2015 年《森林保护开发法》中强调砍伐者有再造林的义务；马来西亚沙巴州在 2014 年制定长期森林管理计划，减少具有不利影响的采伐方式；亚洲浆纸业有限公司 2013 年宣布停止其在印尼供应链中所有涉及天然林的作业；我国在 2000 年 10 月正式启动天然林资源保护工程，明确到 2050 年天然林资源要得到根本恢复，基本实现木材生产以利用人工林为主。

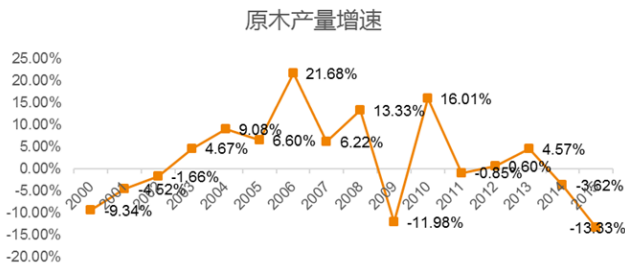
表 6：我国分三步全面停止天然林商业性采伐

步骤	内容
第一步	扩大东北内蒙古 重点国有林区停止天然林商业性采伐试点
第二步	在试点取得经验的基础上，停止国有林场和 其他国有林区天然林商业性采伐
第三步	全面停止天然林商业性采伐

资料来源：公司公告，天风证券研究所

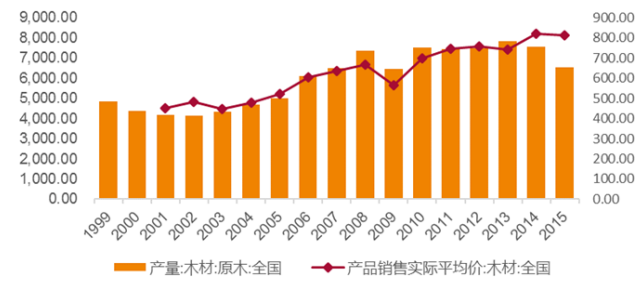
根据国家林业局编制的《全国热带雨林保护规划（2016—2020 年）》，2015、2014 年全国原木产量同比增长-13.33%、-3.62%，天然林地保护效果越发显著。原木应用覆盖建筑、装饰装修、教育用品、体育用品等，随着二胎政策实施，我国未来人口有进一步增长空间，来自地产装饰装修、教育、生活各方面原木需求依然很大，因此，在供给收缩、需求增长的预期下，原木价格存在持续走高的可能。

图 24：国内原木产量增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 25：我国原木产量及均价（产量：万立方米，均价：元/立方米）



资料来源：wind，天风证券研究所

公司正在储备速生丰产人工用材林资源。世界三大速生树木为桉树、杨树和松树，其中，杨树成材期快可达 3-5 年，桉树在 4-8 年可砍伐。公司一直致力研发以速生杨木等次材和其他次小薪材替代优质天然硬木，培育速生杨树、松木等人工用材林。子公司湖北康欣科技开发有限公司主营林木及苗木生产，现有林业基地 35 万亩，主要分布在湖北省的 11 个县、市（区）。并且子公司从事林木的培育和种植的所得享受免征企业所得税的优惠政策。

图 26：世界三大速生树木



资料来源：，百度图库，天风证券研究所

表 7：世界三大速生树木特点介绍

树种	特性
杨树	世界上分布最广、适应性最强的树种。主要分布在北半球温带、寒温带森林树种，北纬 22°—70°，从低海拔到 4800 米。有 100 多个品种， 成材期快的在 3~5 年 。
松树	世界上松树种类将近 115 种。它的生长过程因树种而异。比如油松、马尾松早期生长较快，但达到数量成熟期则较晚， 5~20 年为生长极盛期 。
桉树	原产澳大利亚，19 世纪引种至世界各地，多达 900 多个品种。3~4 年即可开花结实， 4~8 年可以砍伐 。

资料来源：维基百科，天风证券研究所

政策与环保压力下，自有林地行业中并不少见，例如兔宝宝在江西德兴、遂川等地拥有约 21.5 万亩松木、杉木林地，永安林业在福建拥有 176.3 万亩杉木、马尾松、桉树等林地。

表 8：行业中自有林地的公司一览（部分）

公司	产品	林地位置	树种	林地面积
兔宝宝	人造板/地板	江西德兴/江西遂川	松木、杉木	21.5 万亩
永安林业	家具	福建永安	杉木马尾松桉树	176.3 万亩
大亚圣象	地板/中高密度板			约 150 万亩
吉林森工	人造板	益阳、长沙、常德、岳阳	速生丰产林	63 万亩，活立木蓄积 580 万立方米
升达林业	木地板/中高密度纤维板	四川广元、达州、青川、 宣汉		36 万亩，蓄积量大概 150 万立方米
丰林集团	人造板/纤维板/胶合板/刨花板	广西南宁、百色、环江	速生丰产林	约 20 万亩
康欣新材	集装箱底板/环保板/cosb 板	湖南/湖北/陕西	杨树	65 万亩
威华股份	纤维板	广东	桉树、马尾松	65 万亩可控林

资料来源：公司公告、公司官网，天风证券研究所

自有林地，一方面“留得青山”对冲未来林地紧缺风险，另一方面销售苗木平滑板材市场价格波动。2016 年绿化苗产销同比均有下降，速生杨种苗产销同比略增，主因公司 2015 年改造速生杨种苗基地且市场需求较大，速生杨种苗营收也相应大幅增加 33%。2015 年公司自用与外购种苗比例约 1:1，考虑到未来政策关于限制商业用林的不确定性，公司现阶段可能逐步扩大外购比例。

表 9：2016 公司种苗、木材产销情况

树种	生产量	销量	营收（元）	营业成本（元）	毛利率（%）
绿化苗	536310 株	571947 株	119,948,485	63,010,252.32	47.47
速生杨种苗	17907875 株	18029030 株	39,907,576	22,536,575.03	43.53
木材	31657 吨	31657 吨	23,664,025	6,513,293	72.48
树种	生产量同比（%）	销量同比（%）	营收同比（%）	营业成本同比（%）	毛利率同比
绿化苗	-27.98	-32.72	-7.91	14.17	减少 10.2 个百分点
速生杨种苗	0.5	14.45	32.81	26.78	减少 2.7 个百分点
木材	-	-	793.59	-	减少 27.5 个百分点

资料来源：wind，天风证券研究所

4. 装配式趋势中探索木结构建筑机会

全装修、装配式具有环保降噪、减排节能、缩短工期等诸多优点，例如能耗（千克标准煤/平方米）为 15，传统建筑为 19.11，水耗（立方米/平方米）为 0.53，传统为 1.43。

政策推广全装修、装配式。2017 年开始上海外环内新建商品住宅 100%全装修，广西要求 2019-2025 年新建全装修成品房面积比率要达到 20%以上，北京从 2015 年 10 月 31 日开始，新纳入北京市保障房年度建设计划的项目，已全面推行全装修成品交房。

表 10：装配式建筑相关政策文件（部分）

发布单位	时间	文件	具体内容
国务院办公厅	2016 年 9 月底	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	要以京津冀、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%。
上海市住房和城	2016 年 10 月	《上海市装配式建筑 2016—	十三五期间，全市符合条件的新建建筑原则上采用

乡建设管理委员会		2020 年发展规划》	装配式建筑。外环线以内采用装配式建筑的新建商品住宅、公租房和廉租房项目 100%采用全装修。
住建部	2017 年 3 月	《“十三五”装配式建筑行动方案》	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
宁夏回族自治区政府	2017 年 6 月	《大力发展装配式建筑的实施意见》	到 2020 年,全区基本形成适应装配式建筑发展的政策和技术保障体系,装配式建筑占同期新建建筑的比例达到 10%。2025 年达到 25%。

资料来源：国务院办公厅、宁夏回族自治区政府、上海住建部网站，天风证券研究所

装配式建筑是绿色建材的“用武之地”。《“十三五”装配式建筑行动方案》明确指出，**到 2020 年，绿色建材在装配式建筑中的应用比例达到 50%以上。**由 2015 年全国新开工装配式建筑面积占新开工面积不足 3%，到 2020 年目标 15%以上，装配式建筑提速同时，为绿色建材打开应用空间。我们看好中长期的需求释放，消费建材积极发力工装渠道，搭载装配式建筑、全装修楼盘，以“量”的逻辑取胜，获取长期稳定收益，有望提升估值水平。

2016 年 2 月，国务院发布《中共中央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》，提出在具备条件的地方，倡导发展现代木结构建筑。**木结构建筑具备环保属性，可有效降低能耗、减少二氧化碳排放。**现代木结构建筑具备以下特色：绿色环保、保温节能、舒适耐久及抗震和隔声性能，同时，施工现场无需大型机械，防火方式较为简单。

2016 年 10 月，全资子公司湖北康欣出资 6200 万元与其他 4 位自然人共同投资设立天欣公司，主要从事木结构房屋制造，基于 COSB 底板性能及环保优势适时延伸业务，展现业务连贯性。现已开展向新西兰出口，国外市场培育过程积累经验。同时，国内装配式建筑推行力度逐步加大，并以国外推行经验为基础，探索开发木屋应用场景，木结构建筑推进进程值得期待。

5. 投资建议

公司集装箱底板优势产业市场份额不断提升，同时顺势消费升级力推环保板业务，装配式建筑趋势及国外木屋推广经验保障未来发展潜力，我们看好公司低成本优势保障持续竞争力。首次覆盖，给予买入评级，预计 2017-2018EPS 分别为：0.48、0.63 元，对应 PE 分别为 19X、15X。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	780.96	107.72	146.44	315.93	219.66	营业收入	1,030.85	1,307.51	1,830.52	2,288.15	2,745.78
应收账款	199.80	241.17	369.00	166.99	476.20	营业成本	609.40	790.27	1,103.80	1,377.47	1,647.47
预付账款	93.54	24.14	159.83	64.92	197.98	营业税金及附加	8.63	12.53	14.39	19.69	23.85
存货	932.23	1,259.94	1,806.18	1,953.54	2,622.76	营业费用	40.29	51.23	71.39	89.24	115.32
其他	28.35	63.37	33.74	46.37	49.36	管理费用	88.07	75.49	104.34	137.29	170.24
流动资产合计	2,034.87	1,696.33	2,515.20	2,547.74	3,565.97	财务费用	45.39	30.90	28.23	15.29	0.16
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	6.13	2.84	3.06	4.01	3.30
固定资产	884.72	1,012.74	1,042.59	1,069.30	1,081.14	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.02	(0.01)	0.00
在建工程	217.98	134.96	116.98	118.19	100.91	投资净收益	0.00	0.28	0.10	0.10	0.10
无形资产	333.84	610.29	598.36	586.43	574.51	其他	0.00	(0.55)	(0.23)	(0.17)	(0.20)
其他	191.06	171.98	145.52	137.09	112.63	营业利润	232.93	344.53	505.42	645.25	785.54
非流动资产合计	1,627.60	1,929.97	1,903.44	1,911.01	1,869.19	营业外收入	52.65	72.31	70.00	64.99	69.10
资产总计	3,662.47	3,626.29	4,418.65	4,458.75	5,435.16	营业外支出	0.29	5.55	1.95	2.59	3.36
短期借款	267.80	433.00	538.75	0.00	29.76	利润总额	285.30	411.30	573.47	707.65	851.27
应付账款	135.20	99.75	231.39	181.85	311.26	所得税	15.89	27.48	31.54	42.46	51.08
其他	269.53	77.05	90.05	90.54	104.31	净利润	269.41	383.82	541.93	665.19	800.20
流动负债合计	672.53	609.80	860.20	272.38	445.33	少数股东损益	0.00	(0.06)	45.50	18.58	29.81
长期借款	386.23	31.01	50.31	0.00	7.16	归属于母公司净利润	269.41	383.87	496.43	646.60	770.39
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.26	0.37	0.48	0.63	0.74
其他	63.17	57.14	40.13	53.48	50.25						
非流动负债合计	449.40	88.14	90.44	53.48	57.41						
负债合计	1,121.93	697.94	950.64	325.86	502.74	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	0.00	3.94	47.17	65.45	94.59	成长能力					
股本	1,034.26	1,034.26	1,034.26	1,034.26	1,034.26	营业收入	5874.90%	26.84%	40.00%	25.00%	20.00%
资本公积	514.93	514.93	514.93	514.93	514.93	营业利润	-1059.61%	47.91%	46.70%	27.67%	21.74%
留存收益	1,506.27	1,890.14	2,386.57	3,033.17	3,803.56	归属于母公司净利润	-2517.24%	42.49%	29.32%	30.25%	19.14%
其他	(514.93)	(514.93)	(514.93)	(514.93)	(514.93)	获利能力					
股东权益合计	2,540.53	2,928.35	3,468.01	4,132.88	4,932.42	毛利率	40.88%	39.56%	39.70%	39.80%	40.00%
负债和股东权益总计	3,662.47	3,626.29	4,418.65	4,458.75	5,435.16	净利率	26.13%	29.36%	27.12%	28.26%	28.06%
						ROE	10.60%	13.13%	14.51%	15.90%	15.92%
						ROIC	93.02%	14.61%	16.16%	16.45%	20.02%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	30.63%	19.25%	21.51%	7.31%	9.25%
净利润	269.41	383.82	496.43	646.60	770.39	净负债率	15.47%	-16.65%	3.38%	4.96%	0.00%
折旧摊销	48.33	92.41	60.06	64.00	67.36	流动比率	3.03	2.78	2.92	9.35	8.01
财务费用	52.50	30.39	28.23	15.29	0.16	速动比率	1.64	0.72	0.82	2.18	2.12
投资损失	0.00	(0.28)	(0.10)	(0.10)	(0.10)	营运能力					
营运资金变动	(323.46)	(335.91)	(628.00)	110.20	(949.79)	应收账款周转率	10.06	5.93	6.00	8.54	8.54
其它	4.11	(3.00)	45.52	18.57	29.81	存货周转率	1.28	1.19	1.19	1.22	1.20
经营活动现金流	50.90	167.44	2.14	854.58	(82.16)	总资产周转率	0.46	0.36	0.46	0.52	0.56
资本支出	1,411.22	400.77	77.01	66.65	53.23	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.26	0.37	0.48	0.63	0.74
其他	(1,632.58)	(837.61)	(136.94)	(146.53)	(103.14)	每股经营现金流	0.05	0.16	0.00	0.83	-0.08
投资活动现金流	(221.36)	(436.84)	(59.94)	(79.88)	(49.91)	每股净资产	2.46	2.83	3.31	3.93	4.68
债权融资	828.66	472.85	599.07	10.00	46.54	估值比率					
股权融资	650.77	(30.90)	(27.42)	(15.02)	0.20	市盈率	35.70	25.06	19.38	14.88	12.49
其他	(590.24)	(822.98)	(475.13)	(600.19)	(10.93)	市净率	3.79	3.29	2.81	2.36	1.99
筹资活动现金流	889.20	(381.03)	96.52	(605.21)	35.80	EV/EBITDA	33.11	22.08	16.80	12.75	11.05
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	37.91	26.39	18.69	13.99	12.00
现金净增加额	718.74	(650.43)	38.72	169.49	(96.27)						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com