

仍需耐心等待

公司简报

◆报告期内公司业绩同降 57%，EPS0.1 元

报告期内，公司实现营业收入 3.6 亿元，同降 14%；归母净利润近 0.3 亿元，EPS0.1 元，同降 57%；单四季度，公司实现营业收入约 1.3 亿元，同增 79%，环增 46%；归母净利润 304 万元，同增 268%，环降 70%。并且公司预计一季度亏损 0-500 万元，上年同期盈利 1077 万元。一季度预亏原因：1) 大额订单尚未执行；2) 新厂投产致折旧上升。

分产品：内立面搪瓷钢板营收 1.9 亿元，同增 15%，毛利率 40%，同降近 7 个百分点；工业保护搪瓷营收 1.5 亿元，同降 34%，毛利率 21.6%，同降 12.5 个百分点；珐琅板幕墙营收约 400 万元，同降近 80%，毛利率 64%，同增约 8 个百分点。工业保护搪瓷市场拓展不及预期与产品盈利能力快速下滑是公司业绩下降的主要原因。

◆前景依旧，尚需耐心

MGGH 为火电超低排放的关键部件，市场空间较大。16 年由于下游电厂超低排放推进速度较慢致公司业务拓展不及预期，市场竞争日趋激烈使其产品利润率较快下滑。公司推动环保业务发展决心坚定，凭借搪瓷材料耐腐蚀特性已将业务拓展至火电烟囱烟道、污水处理池围壁系统等领域。随着下游企业对搪瓷材料的认知度提高，开尔产品竞争优势将逐步显现。

立面搪瓷材料业务为公司的中流砥柱。内立面搪瓷钢板受轨交、隧道建设影响，销售维持稳定增长，报告期内公司签署内立产品大额订单规模达 1.3 亿元。珐琅板幕墙在国外接受度较高，但国内仍处于市场开拓期。目前公司已建成年产 40 万平米的幕墙专用生产线，并成立子公司开尔装饰负责珐琅板产品市场拓展。开尔装饰核心团队来自于知名外企，从业年限超 10 年，其优秀的市场拓展能力将帮助开尔珐琅板幕墙打开市场。

◆维持增持评级

近期重点关注公司珐琅板产品市场拓展以及 MGGH 订单情况。公司为我国搪瓷新材料龙头，未来成长在于搪瓷材料市场应用领域不断拓宽。至 16 年年末，开尔尚未结算或执行的大额订单规模约为 2.26 亿元。预计 17-19 年净利润为 0.34 亿元、0.46 亿元及 0.68 亿元，对应 EPS 分别为 0.12 元、0.16 元及 0.24 元。增持评级。

◆风险提示：珐琅板幕墙市场推广不及预期，工业保护搪瓷业务继续下滑

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	421	362	460	645	822
营业收入增长率	-16.69%	-13.94%	27.00%	40.12%	27.44%
净利润 (百万元)	66	28	34	46	68
净利润增长率	-36.99%	-57.00%	18.19%	38.06%	47.22%
EPS (元)	0.23	0.10	0.12	0.16	0.24
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.33%	2.83%	3.24%	4.30%	5.97%
P/E	76	176	149	108	73

增持 (维持)

当前价/目标价：17.28/18.00 元

目标期限：6 个月

分析师

陈浩武 (执业证书编号：S0930510120013)
021-22169050
chenhaowu@ebsec.com

孙伟风 (执业证书编号：S0930516110003)
021-22169329
sunwf@ebsec.com

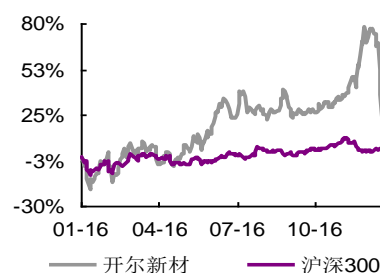
联系人

师克克
021-22169158
shikk@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：2.90
总市值(亿元)：50.03
一年最低/最高(元)：15.54/31.00
近 3 月换手率：180.90%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.08	-43.31	-11.97
绝对	0.75	-39.69	-3.22

相关研报

三季度业绩低迷，但逐季改善趋势显现
.....2016-10-23
半年度业绩低迷，成长逻辑未变
.....2016-08-02

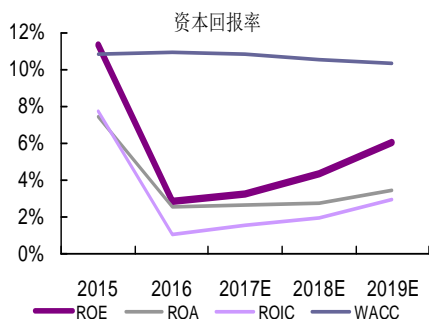
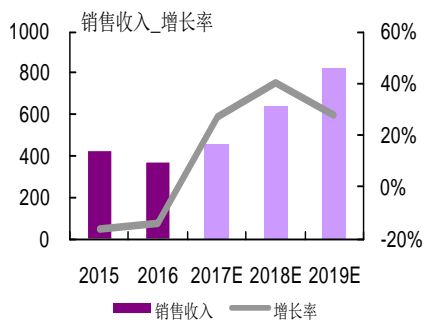
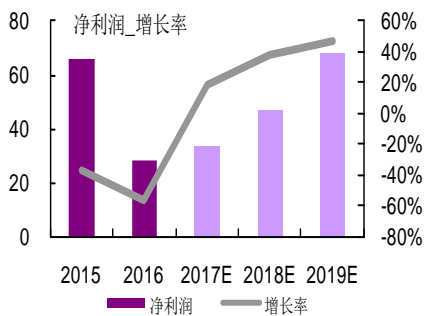
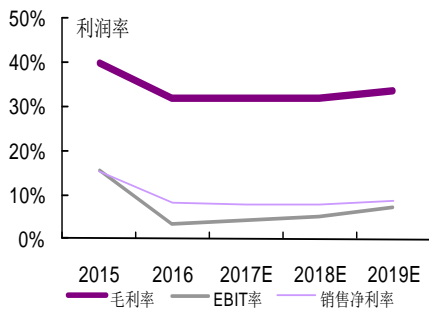
1、订单情况更新

至 2016 年 12 月 31 日，公司大额订单中尚有约近 2.3 亿元未结算或执行。

表 1：公司已签订的重大合同截止 2016 年年报执行情况

披露日	履约方	项目名称	合同金额 (万元)	已执行金额 (万元)
2015-5-22	开尔新材	深圳地铁三期工程 7 号线装修材料搪瓷钢板采购	3776	3358
2016-3-21	天润新能源	浙能绍兴滨海热电厂二期扩建工程管式 GGH 采购	3450	已供货，未结算
2016-4-1	开尔新材	莲塘-香园围口岸土地平整及基础建设工程——工程合同之分包合同（龙山隧道围壁系统设计、供货及安装）	2286	1143
2016-4-25	开尔新材	污水处理系统设备供货及安装调试	8382	未执行
2016-9-9	开尔新材	宁夏枣泉电厂一期 2×660MW 燃煤电站工程珐琅板采购	4111	已供货，未结算
2016-11-7	开尔新材	港珠澳大桥主体工程岛隧工程隧道结构搪瓷钢板材料及安装采购	4279	已供货，未结算
合计			27,111	4501

资料来源：公司公告



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	421	362	460	645	822
营业成本	253	247	313	438	545
折旧和摊销	13	13	3	5	7
营业税费	4	3	4	5	7
销售费用	25	27	34	48	61
管理费用	59	62	79	110	140
财务费用	1	-1	1	-1	-1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	5	5	5	5
营业利润	65	17	23	38	64
利润总额	79	34	40	55	81
少数股东损益	-1	1	2	2	4
归属母公司净利润	66.18	28.46	33.63	46.43	68.36

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	876	1186	1387	1844	2137
流动资产	615	821	944	1286	1482
货币资金	93	116	148	207	264
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	323	291	335	560	631
应收票据	14	31	39	55	70
其他应收款	24	16	20	29	36
存货	148	124	157	184	224
可供出售投资	4	4	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	2	2	2	2
固定资产	96	225	270	308	334
无形资产	56	55	55	55	54
总负债	290	175	340	752	978
无息负债	211	174	229	300	364
有息负债	79	1	112	452	614
股东权益	586	1011	1047	1092	1159
股本	264	290	290	290	290
公积金	74	450	454	458	465
未分配利润	246	264	295	333	390
少数股东权益	2	7	9	11	15

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	17	57	-1	-166	-2
净利润	66	28	34	46	68
折旧摊销	13	13	3	5	7
净营运资金增加	-1	198	70	274	135
其他	-60	-182	-107	-491	-213
投资活动产生现金流	-70	-342	-79	-115	-102
净资本支出	36	99	46	41	31
长期投资变化	0	2	0	0	0
其他资产变化	-107	-442	-125	-156	-133
融资活动现金流	75	295	111	340	161
股本变化	0	26	0	0	0
债务净变化	64	-78	111	340	162
无息负债变化	-4	-36	54	71	63
净现金流	22	10	31	59	57

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-16.69%	-13.94%	27.00%	40.12%	27.44%
净利润增长率	-36.99%	-57.00%	18.19%	38.06%	47.22%
EBITDA 增长率	-41.03%	-67.62%	-10.24%	68.96%	75.04%
EBIT 增长率	-45.65%	-81.14%	66.37%	66.75%	80.19%
估值指标					
PE	76	176	149	108	73
PB	9	5	5	5	4
EV/EBITDA	60	205	233	147	87
EV/EBIT	71	429	264	169	97
EV/NOPLAT	86	488	299	191	109
EV/Sales	11	14	11	8	7
EV/IC	7	5	4	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	40.04%	31.74%	31.91%	32.06%	33.64%
EBITDA 率	18.33%	6.90%	4.78%	5.76%	7.91%
EBIT 率	15.34%	3.36%	4.22%	5.02%	7.10%
税前净利润率	18.72%	9.38%	8.71%	8.57%	9.90%
税后净利润率 (归属母公司)	15.71%	7.85%	7.31%	7.20%	8.32%
ROA	7.43%	2.52%	2.56%	2.65%	3.37%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.33%	2.83%	3.24%	4.30%	5.97%
经营性 ROIC	7.72%	1.02%	1.49%	1.86%	2.91%
偿债能力					
流动比率	2.20	4.91	2.85	1.74	1.54
速动比率	1.67	4.17	2.38	1.49	1.31
归属母公司权益/有息债务	7.39	1673.47	9.30	2.39	1.86
有形资产/有息债务	10.01	1831.62	11.69	3.90	3.34
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.23	0.10	0.12	0.16	0.24
每股红利	0.02	0.00	0.01	0.02	0.02
每股经营现金流	0.06	0.20	0.00	-0.57	-0.01
每股自由现金流(FCFF)	0.16	-0.90	-0.29	-0.93	-0.34
每股净资产	2.02	3.47	3.58	3.73	3.95
每股销售收入	1.45	1.25	1.59	2.23	2.84

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

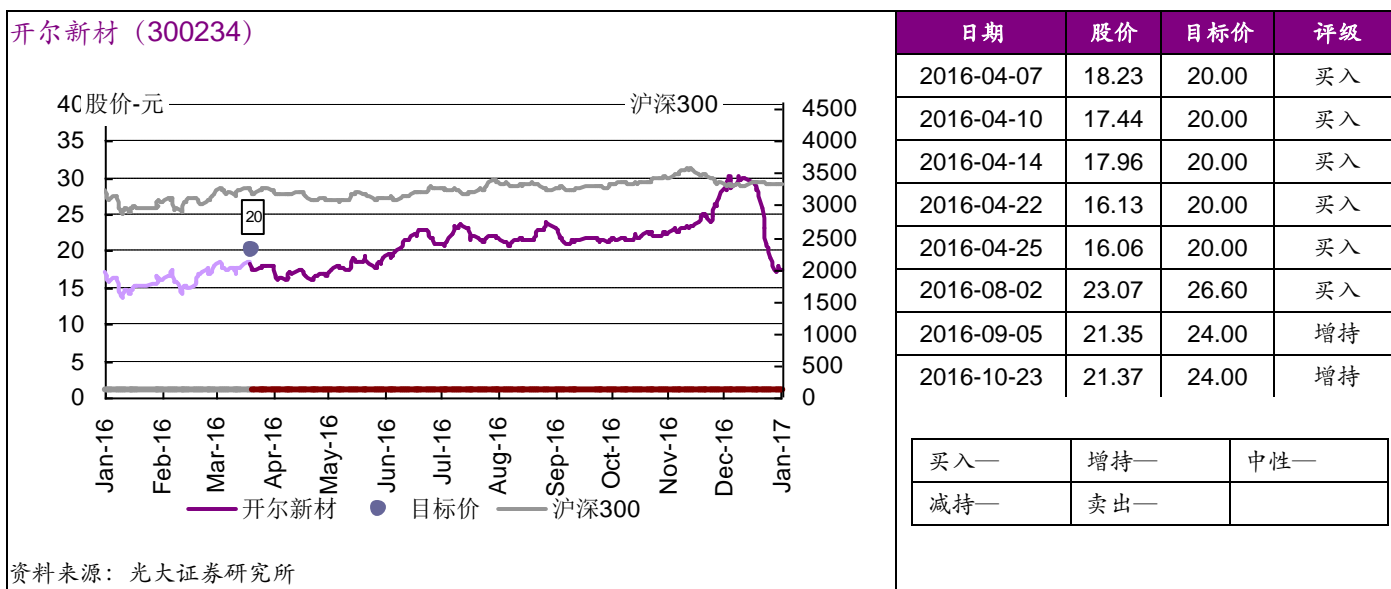
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，光大证券研究所非金属建材行业研究员。研究注重逻辑和前瞻性，运用合理方法，力求准确把握行业发展趋势和热点，重点公司深入分析、跟踪紧密，最后综合基本面和估值给出投资建议。个人优势：基本面研究，行业及重点公司数据全市场应为独到；优势领域：水泥行业。熟悉公司：华新水泥、江西水泥、同力水泥、天山股份、青松建化。

孙伟风，美国西北大学应用数学专业硕士，浙江大学自动化学士。14年进入证券行业，先后研究周期、新能源等行业。16年加盟光大证券建筑建材团队。覆盖建材主要子行业及部分建筑公司。对建材及新能源相关行业有较深研究和认识。熟悉公司：开尔新材、华新水泥、海螺水泥等。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com
戚德文		021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
金英光		021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
傅裕		021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	