

环保成主业，装饰和幕墙稳定

——开尔新材（300234）2013 年中报点评

2013 年 7 月 31 日

推荐/维持

开尔新材

财报点评

赵军胜 建筑建材行业分析师

执业证书编号：S1480512070003

010-6655 4088

zhaojs@dxzq.net.cn

事件：

公司公布2013年中期报告，2013年上半年公司实现营业收入1.12亿元，同比增长69.75%；营业利润2041万元，同比增长27.67%；利润总额为2176万元，同比增长15.09%；归属于母公司所有者的净利润18.58亿元，同比增长12.74%，实现每股收益为0.15元。

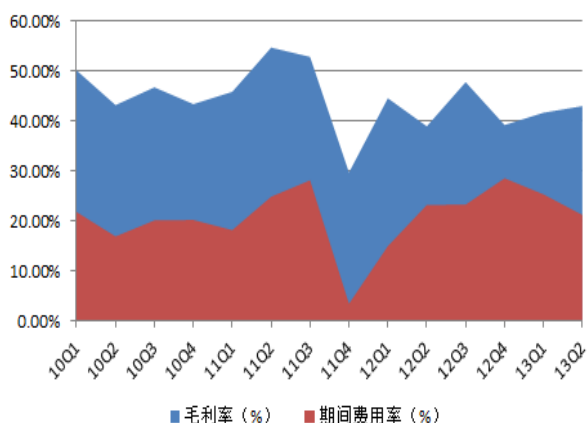
公司分季度财务指标评论：

指标	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2
营业收入（百万元）	43.79	33.97	36.93	29.01	36.77	39.20	37.29	74.65
增长率（%）	22.68%	-18.90%	-18.43%	-51.42%	-16.04%	15.38%	0.96%	157.33%
毛利率（%）	52.88%	29.74%	44.61%	38.98%	47.82%	39.24%	41.69%	43.04%
期间费用率（%）	28.17%	3.44%	14.99%	23.23%	23.30%	28.58%	25.35%	21.23%
营业利润率（%）	21.01%	23.81%	33.19%	12.87%	14.77%	8.35%	19.87%	17.42%
净利润（百万元）	10.59	8.66	12.30	4.18	5.42	3.80	7.74	10.74
增长率（%）	66.82%	3.48%	5.80%	-67.47%	-48.79%	-56.09%	-37.10%	157.18%
每股盈利（季度，元）	0.132	0.108	0.154	0.035	0.046	0.032	0.065	0.090
资产负债率（%）	15.84%	10.80%	6.81%	6.77%	8.02%	10.17%	13.75%	21.43%
净资产收益率（%）	2.92%	2.33%	3.20%	1.12%	1.43%	1.00%	1.99%	2.68%
总资产收益率（%）	2.45%	2.08%	2.98%	1.05%	1.32%	0.90%	1.71%	2.11%

- **工业保护搪瓷材料发展迅速，公司转型环保公司。**2013 年上半年公司工业保护搪瓷材料实现营业收入 6444 万元，同比增长 290.53%，超出立面装饰搪瓷材料营业收入 4652 万元，业务收入占比 58%，成为公司主要业务。同时，随着公司年产 1 万吨的搪瓷波纹板传热元件专用于生产线投产，预计 2013 年公司工业保护搪瓷材料业务将继续保持快速的发展势头。
- **工业保护搪瓷市场拓展提升收入和销售费用率，降低综合毛利率。**公司 2013 年上半年公司加大工业保护搪瓷业务的市场拓展，营业收入同比大幅增长。由于工业保护搪瓷产品毛利率相对较低为 38.72%，低于立面装饰材料 9.37 个百分点，而立面装饰毛利率同比提高，公司综合毛利率为 42.59%，同比微降 0.46 个百分点。公司加大市场拓展，投标服务费、销售人员工资、差旅、运输费用大幅增加导致销售费用率提升至 12.21%，同比增加 4.36 个百分点。
- **订单充沛，提供 2013 年业绩基础。**截至到 2013 年 6 月末，公司在手订单 4.24 亿元，而去年同期在手订单仅为 1.15 亿元，同比增长 269%。2013 年新签的订单中主要是工业保护搪瓷材料订单，地铁装饰订单主要为 2012 年签订，其中，工业保护搪瓷材料订单为 2.68 亿元；幕墙业务订单为 4299 万元，立面装饰订单为 1.56 亿元。

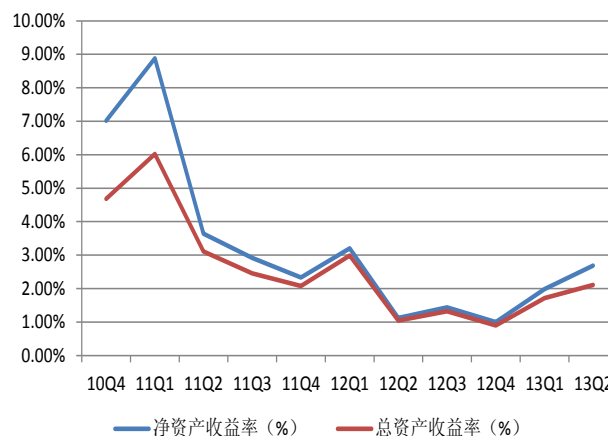
- **立面装饰和幕墙业务稳定发展。**公司的立面装饰业务继续保持相对稳定增长，收入上半年同比下降5%，但是营业利润同比增长2%。2013年地铁投资规模在2850亿元左右，为公司立面装饰业务提供广阔市场空间。同时，幕墙业务公司新接业务包括康恩贝的幕墙、珀斯儿童医院搪瓷钢板、人民日报社报刊综合业务楼搪瓷百叶项目等，保持良好的发展态势，也为公司未来发展开辟新的成长空间。
- **盈利预测和投资评级：**预计公司2013年到2015年公司的EPS为0.48元、0.72元和1.04元，以收盘价19.84元计算对应的动态PE为42倍、28倍和19倍，考虑到公司受益环保和新型城镇化政策、环保产品为主业、地铁装饰材料的龙头地位和成长性，维持公司“推荐”的投资评级。

图 1：单季度毛利率和期间费用率



资料来源：wind, 东兴证券

图 2：单季度净资产收益率



资料来源：wind, 东兴证券

- **风险提示：**1. 订单执行进度低于预期。2. 回款速度低于预期。

表 1：盈利预测及关键指标

百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	141.91	333.00	517.82	724.94
(+/-)%	-22.35%	134.66%	55.50%	40.00%
经营利润 (EBIT)	20.36	64.33	104.63	150.51
(+/-)%	-53.69%	216.04%	62.64%	43.85%
净利润	25.85	57.05	86.35	124.91
(+/-)%	-40.86%	120.68%	51.37%	44.65%
每股净收益 (元)	0.220	0.475	0.720	1.041

资料来源：东兴证券

利润表（百万元）	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
营业收入	141.91	333.00	134.66%	517.82	55.50%	724.94	40.00%
营业成本	81.16	192.41	137.06%	300.33	56.09%	424.09	41.21%
营业费用	10.88	33.30	206.19%	46.60	39.95%	58.00	24.44%
管理费用	25.51	39.96	56.66%	62.14	55.50%	86.99	40.00%
财务费用	(4.34)	2.87	N/A	8.69	202.94%	9.21	5.98%
投资收益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	24.69	61.47	148.91%	95.94	56.09%	141.30	47.28%
利润总额	30.01	67.12	123.67%	101.59	51.37%	146.95	44.65%
所得税	4.30	10.07	133.86%	15.24	51.37%	22.04	44.65%
净利润	25.70	57.05	121.97%	86.35	51.37%	124.91	44.65%
归属母公司所有者的净利润	25.85	57.05	120.68%	86.35	51.37%	124.91	44.65%
NOPLAT	17.44	54.68	213.63%	88.94	62.64%	127.94	43.85%
资产负债表（百万元）	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
货币资金	142.88	235.43	64.77%	258.91	9.97%	144.99	-44.00%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	99.63	145.97	46.52%	226.99	55.50%	317.78	40.00%
预付款项	7.83	9.46	20.90%	12.01	26.98%	15.62	30.01%
存货	52.08	81.71	56.88%	127.54	56.09%	180.09	41.21%
流动资产合计	319.95	506.03	58.16%	677.48	33.88%	731.33	7.95%
非流动资产	104.94	136.47	30.04%	175.63	28.70%	221.83	26.30%
资产总计	424.89	642.50	51.22%	853.11	32.78%	953.15	11.73%
短期借款	0.00	125.04	N/A	208.80	66.99%	136.72	-34.52%
应付帐款	15.86	36.90	132.67%	57.60	56.09%	81.33	41.21%
预收款项	8.00	11.33	41.63%	16.51	45.71%	23.76	43.92%
流动负债合计	31.55	181.41	474.93%	291.05	60.44%	249.96	-14.12%
非流动负债	11.65	16.23	39.38%	20.67	27.33%	25.64	24.05%
少数股东权益	0.09	0.09	0.00%	0.09	0.00%	0.09	0.00%
母公司股东权益	381.60	438.65	14.95%	525.00	19.69%	649.91	23.79%
净营运资本	288.39	324.62	12.56%	386.43	19.04%	481.37	24.57%
投入资本 IC	238.81	328.35	37.49%	474.99	44.66%	641.73	35.11%
现金流量表（百万元）	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
净利润	25.70	57.05	121.97%	86.35	51.37%	124.91	44.65%
折旧摊销	8.04	0.00	N/A	10.84	N/A	13.80	27.38%
净营运资金增加	(24.04)	36.23	N/A	61.81	70.61%	94.94	53.61%
经营活动产生现金流	(12.64)	(0.78)	N/A	(15.21)	N/A	12.14	N/A
投资活动产生现金流	(39.48)	(33.43)	N/A	(40.82)	N/A	(49.74)	N/A

融资活动产生现金流	(15.76)	126.76	N/A	79.51	-37.28%	(76.32)	N/A
现金净增（减）	(67.88)	92.55	N/A	23.48	-74.63%	(113.92)	N/A

分析师简介

赵军胜

中央财经大学产业经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建筑建材行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。