

2013 年 11 月 06 日

建筑材料

证券研究报告--公司调研简报

收盘价(元): 18.37

目标价(元):

开尔新材(300234)

脱销业务保持快速增长

投资评级: 未评级

材料组

分析师: 余宝山 (组长)

执业证书编号: S0290512050001

电话: 021-61681568

邮箱: yubs@zszy.com

研究助理: 沈通

邮箱: shent@zszy.com

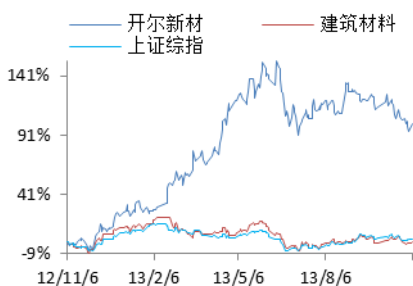
联系人: 殷越

电话: 021-61681566

公司基本数据

总股本(万股)	12000.00
流通 A 股/B 股(万股)	3000.00/0.00
资产负债率(%)	25.61
每股净资产(元)	3.43
市净率(倍)	5.36
净资产收益率(加权)	8.16
12 个月内最高/最低价	23.85/8.17

股价走势图



相关研究报告

◎事项:

近期我们对公司进行实地调研, 与公司高管就公司主营业务经营现状、产能使用情况以及未来发展规划等内容进行了交流。

◎主要观点:

◆**公司业务未来规划“三驾马车”。**公司主营三大业务包括: 内立面搪瓷装饰材料(地铁和隧道等)、电厂脱硫脱硝业务(脱硫烟气加热器和脱硝空气预热器), 外立面搪瓷幕墙业务。公司对于三大业务未来的定位和规划是: 地铁和隧道内立面装饰材料业务是公司经营之根本, 电厂脱硫脱硝业务是公司未来的“吃饭产品”, 外立面幕墙业务为公司进行转型提供重要契机, 是公司未来经营规模快速成长的核心推动力之一, 未来的 3-5 年, 公司希望三大业务如同“三驾马车”齐头并进。

◆**产品优势明显产能饱和。**目前公司处于“行业领先, 国内第一”的地位。搪瓷波纹板相比外资企业在技术和品牌等方面仍具有一些优势。立面装饰搪瓷材料中异形板的产能在 15-20 万方左右(标准板产能可放大 2-3 倍), 目前产能基本处于饱和状态。工业保护搪瓷材料主要生产基地在合肥, 目前年化产能已经超过 1 万吨, 而且公司可能会根据订单实际情况新增生产线。金华金义都市新区地块产能建设计划为 50 万方搪瓷板, 并预留有产能扩建空间, 为以后扩产建设提前做好准备。

◆**内立面业务毛利保持稳定。**公司的地铁和隧道内立面搪瓷装饰材料毛利率在 40-50% 之间。成本端比较稳定, 包括优质低碳钢板、各种用料和辅料等原材料占成本比例合计 70% 左右, 但各种原材料占比较为均衡, 对单一材料依赖度较低, 所以大宗商品价格波动对公司影响相对较小。由于业主对产品质量和供货能力要求较高, 公司核心竞争优势明显, 议价能力强, 预计此块业务毛利率不会产生明显变化。

◆**脱销业务保持快速增长。**脱硫脱销市场之前被德国巴克杜尔等三家国外品牌所占据。公司目前已成长为国内的领军品牌, 对前述国外主要竞争对手呈逐渐渗透之势。相比上述三家外资企业, 公司已经从单一配件供应商转变为脱硝空气预热器系统集成供应商。因此公司在配件自给方面有优势(波纹板产品质量国内领先), 劣势在于市场影响力不足, 开拓仍需时间。目前公司在手订单充足, 预计在政策推动下 2014 年将全部执行完毕, 而随着产能瓶颈的解除以及新建发电机组需求释放, 将助力公司脱硝业务收入持续保持快速增长态势。

◆**外立面产品尚处于市场培育期。**外立面幕墙市场前景广阔, 而且产品相比传统的石材等幕墙材料具有环保、安全、耐用(30 年零维修)等一些特性, 这也是未来市场需求所在。目前搪瓷幕墙在国外市场(欧洲、韩国和日本等)普及度较高, 但是在国内市场, 搪瓷幕墙还处于导入期, 亟待推广。此项业务公司定位高端楼宇市场, 通过承揽海外项目及地标性建筑以达到示范和市场导

向作用。目前公司已经在发展建设销售渠道，进行市场培育。

◆**盈利预测**。预计公司 2013-15 年 EPS 分别为 0.40 元、0.73 元和 1.01 元，目前股价对应 13-15 年的 PE 为 44x/24x/17x 倍，建议积极关注。

	2011A	2012A	2013Q3	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万)	182.75	141.91	82.76	283.81	624.39	936.58
同比增速(%)	20.30	-22.35	10.86	100.00	120.00	50.00
净利润(百万)	43.71	25.85	13.84	48.44	87.24	121.16
同比增速(%)	34.12	-40.86	28.22	87.38	80.09	38.89
毛利率(%)	47.46	42.80	42.42	43.00	44.00	45.00
每股盈利(元)	0.55	0.22	0.12	0.40	0.73	1.01
ROE(%)	17.80	6.86	3.37	11.98	18.71	21.64
PE(倍)	37.35	47.72		44.05	24.46	17.61

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	319.95	462.31	1205.25	1781.37
现金	142.88	210.49	603.95	847.86
应收账款	99.63	141.81	341.57	545.96
其它应收款	14.07	1.72	30.32	30.81
预付账款	7.83	23.39	39.27	59.20
存货	52.08	79.41	182.18	283.94
其他	3.46	5.48	7.96	13.61
非流动资产	104.94	166.11	328.19	475.16
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	71.26	119.90	241.80	350.79
无形资产	12.42	23.19	48.77	72.31
其他	21.26	23.01	37.63	52.06
资产总计	424.89	628.42	1533.44	2256.53
流动负债	31.55	188.66	1015.88	1629.99
短期借款	0.00	116.28	894.67	1452.73
应付账款	15.86	24.15	58.38	73.69
其他	15.69	48.23	62.84	103.58
非流动负债	11.65	12.67	12.31	12.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	11.65	12.67	12.31	12.21
负债合计	43.20	201.34	1028.19	1642.20
少数股东权益	0.09	0.04	-0.02	-0.11
归属母公司股东权益	381.60	427.04	505.27	614.44
负债和股东权益	424.89	628.42	1533.44	2256.53

现金流量表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-12.64	26.98	-165.82	-61.37
净利润	25.70	48.39	87.17	121.07
折旧摊销	8.04	11.29	22.70	38.59
财务费用	-4.34	1.03	25.07	55.13
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-43.84	-33.93	-300.65	-276.16
其它	1.80	0.20	-0.10	0.00
投资活动现金流	-39.48	-72.65	-184.68	-185.56
资本支出	33.88	60.34	162.34	147.07
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-5.60	-12.32	-22.33	-38.49
筹资活动现金流	-15.76	5.34	-39.99	-66.31
短期借款	0.00	8.33	-5.56	0.93
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-15.76	-3.00	-34.43	-67.23
现金净增加额	-67.88	-40.34	-390.48	-313.23

利润表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	141.91	283.81	624.39	936.58
营业成本	81.16	161.77	349.66	515.12
营业税金及附加	1.18	2.75	5.96	8.61
营业费用	10.88	18.45	40.59	60.88
管理费用	25.51	43.46	96.78	145.17
财务费用	-4.34	1.03	25.07	55.13
资产减值损失	2.82	3.65	9.38	14.91
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	24.69	52.71	96.96	136.76
营业外收入	5.66	5.95	5.64	5.75
营业外支出	0.35	2.03	0.97	1.12
利润总额	30.01	56.63	101.62	141.40
所得税	4.30	8.24	14.45	20.32
净利润	25.70	48.39	87.17	121.07
少数股东损益	-0.15	-0.05	-0.07	-0.09
归属母公司净利润	25.85	48.44	87.24	121.16
EBITDA	33.76	66.11	142.43	228.63
EPS (元)	0.22	0.40	0.73	1.01

主要财务比率

	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	-22.35%	100.00%	120.00%	50.00%
营业利润	-46.24%	113.44%	83.95%	41.06%
归属母公司净利润	-40.86%	87.38%	80.09%	38.89%
获利能力				
毛利率	42.80%	43.00%	44.00%	45.00%
净利率	18.11%	17.05%	13.96%	12.93%
ROE	6.86%	11.98%	18.71%	21.64%
ROIC	5.60%	8.42%	7.27%	7.83%
偿债能力				
资产负债率	10.17%	32.04%	67.05%	72.78%
净负债比率	0.00%	27.23%	177.07%	236.48%
流动比率	10.14	2.45	1.19	1.09
速动比率	8.49	2.03	1.01	0.92
营运能力				
总资产周转率	0.34	0.54	0.58	0.49
应收账款周转率	0.70	0.50	0.55	0.58
应付账款周转率	6.84	8.09	8.47	7.80
每股指标(元)				
每股收益	0.22	0.40	0.73	1.01
每股经营现金	-0.11	0.22	-1.38	-0.51
每股净资产	3.18	3.56	4.21	5.12
估值比率				
P/E	47.72	44.05	24.46	17.61
P/B	3.23	5.00	4.22	3.47
EV/EBITDA	32.66	31.04	17.11	12.03

资料来源：港澳资讯、中山证券研究所

分析师介绍

余宝山：北京科技大学热能及动力工程学士，香港大学工商管理硕士，经济师职称。曾在宝钢股份担任轧钢技术工程师，金融行业多年的投资银行和投研背景。2012 年加盟中山证券研究所，现任材料组组长，钢铁及新材料行业首席分析师。2011 年搜狐首届金罗盘最佳分析师。

研究助理介绍

沈通：上海大学工学博士，2013 年加入中山证券。

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告列明的日期后3个月内，以行业股票指数相对同期市场基准指数（中证800指数）收益率的预期表现为标准，区分为以下四级：

强于大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在5%以上；

同步大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告列明的发布日期后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：强于行业指数15%以上；

持有：强于行业指数5%~15%；

中性：相对于行业指数表现在-5%~5%之间；

卖出：弱于行业指数5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

要求披露

本报告由中山证券有限责任公司（简称“中山证券”或者“本公司”）研究所编制。中山证券有限责任公司是经监管部门批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

机构业务部咨询经理

上海

殷越

021-61681566

北京

深圳

风险提示及免责声明:

★ 市场有风险，投资须谨慎。本报告提及的证券、金融工具的价格、价值及收入均有可能下跌，以往的表现不应作为日后表现的暗示或担保。您有可能无法全额取回已投资的金额。

★ 本报告无意针对或者打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

★ 本报告是机密的，仅供本公司的个人或者机构客户（简称客户）参考使用，不是或者不应视为出售、购买或者认购证券或其他金融工具的要约或者要约邀请。本公司不因收件人收到本报告而视其为本公司的客户，如收件人并非本公司客户，请及时退回并删除。若本公司之外的机构发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，本公司及本公司雇员不为前述机构之客户因使用本报告或者报告载明的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。

★ 任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等都只是研究观点的简要沟通，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

★ 本报告基于已公开的资料或信息撰写，但是本公司不保证该资料及信息的准确性、完整性，我公司将随时补充、更新和修订有关资料和信息，但是不保证及时公开发布。本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告列明的发布日期当日的判断，本公司可以在不发出通知的情况下做出更改。本报告所包含的分析基于各种假设和标准，不同的假设和标准、采用不同的观点或分析方法可能导致分析结果出现重大的不同。本公司的销售人员、交易人员或者其他专业人员、其他业务部门也可能给出不同或者相反的意见。

★ 本报告可能附带其他网站的地址或者超级链接，对于可能涉及的地址或超级链接，除本公司官方网站外，本公司不对其内容负责，客户需自行承担浏览这些网站的费用及风险。

★ 本公司或关联机构可能会持有本报告所提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能已经、正在或者争取向这些公司提供投资银行业务等各类服务。在法律许可的情况下，本公司的董事或者雇员可能担任本报告所提及公司的董事。撰写本报告的分析师的薪酬不是基于本公司个别投行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。因此，客户应当充分注意，本公司可能存在对报告客观性产生影响的利益冲突。

★ 在任何情况下，本报告中的信息或者所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，任何人不应将本报告作为做出投资决策的惟一因素。投资者应当自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不就本报告的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。除法律强制性规定必须承担的责任外，本公司及雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

★ 本报告版权归本公司所有，保留一切权利。除非另有规定外，本报告的所有材料的版权均属本公司所有。未经本公司事前书面授权，任何组织或个人不得以任何方式发送、转载、复制、修改本报告及其所包含的材料、内容。所有于本报告中使用的商标、服务标识及标识均为本公司所有。