

开尔新材 (300234.SZ) 其它非金属行业

评级：买入 维持评级

公司点评

黄诗涛

分析师 SAC 执业编号：S1130512080004
 (8621)60230236
 huangst@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号：S1130512040001
 (8621)60230235
 hegww@gjzq.com.cn

业绩略超预期，继续买入

事件

开尔新材于 2014 年 1 月 24 日发布业绩预告：预计全年收入 3.0~3.2 亿，归属于母公司的净利润为 4800~5300 万，对应 EPS 为 0.40~0.44 元/股。

评论

业绩略超预期： 受益于强制脱硝的市场爆发式增长利好和公司在脱硝市场开拓的不断加强，工业保护搪瓷材料销售额预计增长超过 150%，同时内立面装饰搪瓷材料业务也有所回暖，加上外立面幕墙项目的突破，公司今年收入和利润大幅增长，并创历史新高。

净利率的下降源于业务结构偏向脱销产品和非经常性损益下降： 半年报显示工业保护搪瓷收入占到总收入的 58%，预计全年仍将保持在 50% 左右，较 2012 年提升了 10 多个百分点。加上非经常性损益同比下降 201~241 万元，全年净利率较 2012 年有所下滑。

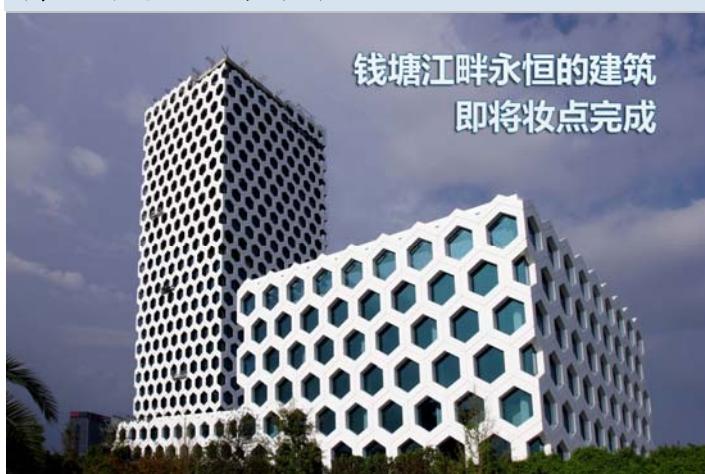
2014 年脱销市场继续快速增长，公司市占率将进一步提升： 在脱销电价提高和政府的推动下，预计 2014 年工业保护搪瓷市场将增长 50% 以上。而公司利用资金优势，市占率将进一步提升，工业保护搪瓷收入预计将取得超过 100% 以上的增长。

国内搪瓷钢板用于外立面装饰领域逐渐打开市场： 从接近完工的康恩贝项目来看，装饰效果非常好，业主也很满意。我们认为，搪瓷钢板在国内高端幕墙领域的竞争力无容置疑。此前收购晟开幕墙，将明显加强公司向幕墙领域的拓展能力。目前公司已获得 3 个幕墙工程的订单，并有多个项目处于前期跟踪阶段。

投资建议

除了脱销业务持续的爆发式增长和地铁隧道业务的回暖，我们还看好搪瓷钢板及公司向高端幕墙领域拓展的前景，建议投资者用成长的眼光看待这种新型材料。预计未来 3 年的 EPS 分别为 0.43、0.84、1.20 元/股，业绩持续翻倍增长，预计 1 季度业绩将超常规大幅增长。继续“买入”。

图表1. 康恩贝项目实景图



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	152	183	142	315	548	837							
增长率	20.3%	-22.4%	122.3%	73.9%	52.7%		货币资金	10	211	143	101	50	80
主营业务成本	-83	-96	-81	-179	-318	-495	应收款项	62	83	116	131	225	340
%销售收入	54.5%	52.5%	57.2%	56.8%	58.0%	59.1%	存货	33	41	52	98	157	217
毛利	69	87	61	136	230	342	其他流动资产	9	10	9	18	29	44
%销售收入	45.5%	47.5%	42.8%	43.2%	42.0%	40.9%	流动资产	114	345	320	349	461	680
营业税金及附加	-2	-2	-1	-3	-5	-8	%总资产	63.6%	82.7%	75.3%	70.2%	62.3%	72.1%
%销售收入	1.0%	1.1%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	长期投资	0	0	0	0	0	0
营业费用	-9	-11	-11	-28	-38	-50	固定资产	51	58	91	134	225	211
%销售收入	5.6%	6.2%	7.7%	9.0%	7.0%	6.0%	%总资产	28.6%	13.9%	21.4%	27.0%	30.4%	22.3%
管理费用	-20	-27	-26	-41	-66	-109	无形资产	13	13	12	12	52	51
%销售收入	13.1%	14.9%	18.0%	13.0%	12.0%	13.0%	非流动资产	65	72	105	148	279	264
息税前利润 (EBIT)	39	46	23	64	121	175	%总资产	36.4%	17.3%	24.7%	29.8%	37.7%	27.9%
%销售收入	25.8%	25.3%	16.3%	20.2%	22.0%	20.9%	资产总计	179	417	425	497	740	944
财务费用	-1	2	4	1	-2	-6	短期借款	25	0	0	0	108	130
%销售收入	0.9%	-1.1%	-3.1%	-0.2%	0.4%	0.8%	应付款项	17	24	24	46	80	123
资产减值损失	-1	-2	-3	-6	-8	-11	其他流动负债	4	8	8	13	24	36
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	46	32	32	58	211	289
投资收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他长期负债	14	13	12	12	12	12
营业利润	37	46	25	59	111	158	负债	59	45	43	70	223	302
营业利润率	24.3%	25.1%	17.4%	18.6%	20.2%	18.9%	普通股股东权益	119	372	382	427	516	643
营业外收支	2	5	5	2	8	12	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
税前利润	39	51	30	61	119	170	负债股东权益合计	179	417	425	497	740	944
利润率	25.4%	27.7%	21.1%	19.2%	21.7%	20.3%							
所得税	-6	-7	-4	-9	-18	-25							
所得税率	15.6%	13.8%	14.3%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	33	44	26	51	101	144							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净;	33	44	26	51	101	144							
净利率	21.5%	23.9%	18.2%	16.3%	18.5%	17.3%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	33	44	26	51	101	144	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.543	0.546	0.215	0.429	0.843	1.204
非现金支出	8	10	11	13	18	25	每股净资产	1.989	4.647	3.180	3.559	4.302	5.356
非经营收益	6	0	0	-1	-4	-4	每股经营现金净流	0.093	0.410	-0.105	0.059	-0.145	0.125
营运资金变动	-41	-21	-49	-56	-132	-150	每股股利	0.000	0.200	0.000	0.050	0.100	0.150
经营活动现金净流	6	33	-13	7	-17	15	回报率						
资本开支	7	-15	-39	-49	-132	12	净资产收益率	27.30%	11.76%	6.77%	12.05%	19.60%	22.48%
投资	-30	0	0	0	0	0	总资产收益率	18.23%	10.49%	6.08%	10.34%	13.68%	15.30%
其他	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	22.90%	10.72%	5.20%	12.71%	16.44%	19.24%
投资活动现金净流	-23	-15	-39	-49	-132	12	增长率						
股权募资	24	209	0	0	0	0	主营业务收入增长率	39.09%	20.30%	-22.35%	122.29%	73.86%	52.69%
债权募资	-5	-25	0	0	108	23	EBIT增长率	102.19%	18.05%	-49.85%	175.53%	89.03%	44.98%
其他	0	-1	-16	0	-10	-20	净利润增长率	103.42%	34.14%	-40.86%	99.02%	96.68%	42.77%
筹资活动现金净流	19	183	-16	0	98	3	总资产增长率	1.72%	133.09%	1.95%	17.07%	48.70%	27.68%
现金净流量	1	201	-68	-42	-51	30	资产管理能力						
							应收账款周转天数	115.5	134.4	231.4	150.0	150.0	150.0
							存货周转天数	159.2	141.6	210.1	200.0	180.0	160.0
							应付账款周转天数	52.7	34.8	53.3	35.0	35.0	35.0
							固定资产周转天数	122.6	109.3	183.3	86.1	76.4	65.7
							偿债能力						
							净负债/股东权益	12.70%	-56.69%	-37.43%	-23.71%	11.17%	7.86%
							EBIT利息保障倍数	30.0	-23.4	-5.3	-126.3	61.2	27.0
							资产负债率	33.24%	10.80%	10.17%	14.13%	30.20%	31.94%

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-10-10	增持	12.05	12.00 ~ 12.00
2 2013-02-27	增持	14.10	15.00 ~ 18.00
3 2013-04-01	增持	15.29	N/A
4 2013-07-31	增持	19.55	N/A
5 2013-10-27	增持	18.76	N/A

来源：国金证券研究所

**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD