

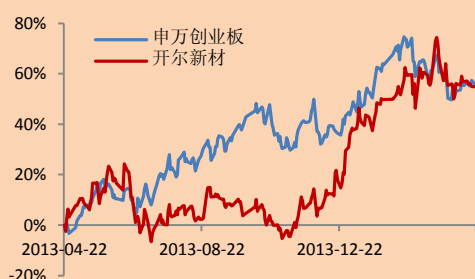


开尔新材 (300234)

投资评级: 买入

报告日期: 2014-04-22

股价走势:



宫模恒

0551-65161836

S0010512060001

林玉琰

0551-65161837

linyulonglyl@163.com

S0010513040001

工业保护搪瓷材料持续发力, 高增长可持续

——开尔新材 (300234) 2014 年一季报点评

事件:

2014 年一季度公司实现营业收入 1.032 亿元, 同比增 176.78%, 实现利润总额 2682.38 万元, 同比增 204.77%, 实现归属上市公司股东的净利润 2304.25 万元, 同比增 196.18%, EPS 为 0.19 元, 同比增 216.67%。

□ 工业保护搪瓷材料持续发力, 合肥项目放量乃主因

一季度公司营收大幅增长主要得益于工业保护搪瓷材料销售额的大幅上升及立面装饰材料业务回暖。报告期内公司工业保护搪瓷材料业务延续了去年四季度以来的高增长, 2013 年全年公司营收同比增 115.3%, 其中前三季度增速为 47%, 四季度单季同比增达 182.6%, 四季度业绩大增很大程度上取决于合肥年产 10000 吨搪瓷波纹板传热原件专用生产线项目产能投放贡献。2014 年一季度合肥项目延续了四季度的强势, 合肥项目一季度实现净利润 1143.49 万元, 而公司一季度实现归属上市公司股东净利润为 2304.25 万元, 占比近 50%。

□ 预收款项与存货激增预示公司订单执行加速度

一季度公司预收款项为 9481.51 万元, 去年同期为 2378.63 万元, 年初为 7103.78 万元, 存货为 17153.8 万元, 去年同期为 7250.87 万元, 期初额为 17684.2 万元, 由于公司是典型的“以销带产”生产模式, 存货与预收款项的变动决定了订单执行力度及未来 3-6 个月结算期的业绩变动趋势。一季度公司预收款项同比环比均有明显的增长, 而存货维持高位, 这预示着公司订单执行仍维持加速度。

□ 脱硝业务高增长明确, 脱硫业务拓展我们有新看法

开尔新材 2013 年以来的高增长主要依托于脱硝市场爆发式增长的推动, 同时公司积极开拓相应产品的市场与纬度, 并确立节能环保业务的“类集成模式”, 实现了市场份额与毛利的双重成长。未来脱硝市场的景气走势是决定公司业绩能否维持高增长的核心变量。我们认为脱硝市场的高增长主要缘于政策定性 14 年 7 月为电厂安装脱硝装置的大限, 二季度未达要求的电厂冲刺进度的可能性很大, 公司脱硝项目订单储备饱满, 考虑到订单结算周期, 全年实现较高增速可期。15 年开始, 电厂脱硝将由新增需求转向产品替换周期 (陶瓷波纹板寿命 3-5 年), 电厂脱硝爆发于 2009 年, 对公司而言产品替换周期仍有较高的市场份额提升空间, 此外新版大气污染物排放标准出台有望加速水泥企业脱硝业务的开展。国内脱硫市场目前已经比较稳定, 2006 年爆发的脱硫市场行情于 2008 年达到顶峰, 2014 年开始有望释放产品替换周期需求, 从公司订单公告来看脱硫业务占比还比较低, 市场份额拓展空间很大。



□ 内立面装饰搪瓷材料回暖，外立面珐琅板建筑幕墙业务望突破

内立面装饰搪瓷材料业务 2013 年受政府资金紧张钳制，营收增速放缓，资金结算周期拉长。2013 年公司抓住国家新型城镇化与绿色节能建筑的倡导、城市轨道交通建设加速、市场招投标节奏逐步加快等因素带来的行业回暖机遇，凭借核心竞争优势，在招投标中屡屡胜出，订单量同比显著上升。2014 年一季度公司内立面装饰搪瓷材料业务回暖信号已经比较显著，随着新一轮轨交建设的批复，传统业务将依旧是公司未来业绩增长的有利保障。2013 年公司珐琅板建筑幕墙市场拓展取得重大突破，承接和建设了杭州康恩贝生物科技产业发展基地工程（珐琅板建筑幕墙国内市场的第一单）、人民日报社报刊综合业务楼幕墙工程，目前国内客户对珐琅板建筑幕墙的优异性能及节能效果均已高度认可，公司产品实现了从市政工程领域向高端商业地产工程领域的延伸，主营业务产品结构布局渐趋完善。

□ 盈利预测与估值

我们预测公司 2014、2015 年的营收同比增速为 80%、40%，净利润同比增速为 89%、33%，每股收益分别为 0.79 元、1.05 元，对应的 PE 分别为 37 倍、28 倍，给予“买入”的评级。

盈利预测：

单位：百万元

财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	305	550	770	847
收入同比 (%)	115%	80%	40%	10%
归属母公司净利润	50	95	125	135
净利润同比 (%)	94%	89%	33%	7%
毛利率 (%)	44.2%	42.2%	42.0%	41.8%
ROE (%)	11.5%	18.6%	21.1%	19.2%
每股收益	0.42	0.79	1.05	1.12
P/E	69.76	36.92	27.82	25.93
P/B	8.14	6.95	5.92	5.00
EV/EBITDA	45	35	27	24

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	470	602	932	1,156	营业收入	305	550	770	847
现金	83	1	0	128	营业成本	170	318	446	493
应收账款	178	337	512	525	营业税金及附加	3	5	7	8
其他应收款	23	35	61	61	销售费用	27	52	71	76
预付账款	16	20	30	43	管理费用	42	82	119	131
存货	177	223	355	416	财务费用	(0)	2	6	8
其他流动资产	(6)	(13)	(25)	(17)	资产减值损失	6	0	0	0
非流动资产	160	149	140	132	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	93	87	81	75	营业利润	57	91	121	130
无形资产	57	54	50	47	营业外收入	3	5	5	5
其他非流动资产	10	8	9	10	营业外支出	1	2	1	1
资产总计	630	751	1,072	1,288	利润总额	59	94	125	134
流动负债	187	223	451	562	所得税	9	0	0	0
短期借款	45	45	179	179	净利润	50	94	125	134
应付账款	37	52	86	94	少数股东损益	(0)	(0)	(1)	(1)
其他流动负债	105	126	186	289	归属母公司净利润	50	95	125	135
非流动负债	11	9	10	10	EBITDA	68	102	136	148
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.42	0.79	1.05	1.12
其他非流动负	11	9	10	10					
负债合计	198	233	462	572	主要财务比率				
少数股东权益	4	3	3	2	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
股本	120	120	120	120	成长能力				
资本公积	186	186	186	186	营业收入	115.25%	80.00%	40.00%	10.00%
留存收益	123	196	284	392	营业利润	131.72%	58.57%	33.30%	7.78%
归属母公司股东权	429	502	589	698	归属于母公司净利润	93.50%	88.94%	32.70%	7.33%
负债和股东权益	630	738	1,054	1,272	获利能力				
					毛利率(%)	44.20%	42.20%	42.00%	41.80%
					净利率(%)	16.38%	17.19%	16.29%	15.90%
					ROE(%)	11.51%	18.64%	21.08%	19.15%
					ROIC(%)	20.70%	24.34%	23.81%	18.44%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	31.42%	31.55%	43.82%	44.98%
					净负债比率(%)	-9.20%	30.04%	31.73%	22.01%
					流动比率	2.51	2.70	2.06	2.06
					速动比率	1.57	1.69	1.28	1.32
					营运能力				
					总资产周转率	0.58	0.80	0.84	0.72
					应收账款周转率	2.40	2.41	2.04	1.85
					应付账款周转率	11.54	12.29	11.12	9.38
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.42	0.79	1.05	1.12
					每股经营现金流(最新摊薄)	(0.19)	(0.60)	(0.81)	1.38
					每股净资产(最新摊薄)	3.57	4.18	4.91	5.81
					估值比率				
					P/E	69.8	36.9	27.8	25.9
					P/B	8.1	7.0	5.9	5.0
					EV/EBITDA	44.69	34.64	26.99	23.99

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。