

新业务不断拓展 高成长将延续

买入 维持

目标价格：40 元

投资要点：

上半年营业收入 2.46 亿元，同比增长 120%；净利润 0.55 亿元，同比增长 195%；EPS0.46 元。利润分配预案每 10 股转增 12 股。

报告摘要：

- **新业务不断拓展，高成长有望延续。**上市前公司主导产品为地铁、隧道等地下空间内立面搪瓷装饰材料，行业周期性明显；上市后公司以新型功能性搪瓷材料为载体，积极向脱硫脱硝环保产业、珐琅板建筑幕墙等领域拓展，由于各细分子行业周期性存在差异，且公司在新业务领域具备优秀的拓展能力，业绩呈现高成长。
- **工业保护搪瓷板块高增长，进入空预器市场进一步打开成长空间。**上半年板块收入 1.53 亿元，同比增长 137%，毛利率同比提升 5 个百分点。未来脱硫脱硝业务以存量更新为主，成长性有限；但公司进入空气预热器市场，成长空间将被打开。预计市场容量百亿级别，公司有望从中分一杯羹，6 月份已经公告中标合同，金额 5300 万元。
- **内立面装饰搪瓷板块触底回升，进入新一轮增长周期。**上半年板块收入 7434 万元，同比增长 43%。前两年该板块收入有所回落，但随着地铁建设加速，板块收入重新进入增长通道，未来将是重要的增长点。
- **珐琅板建筑幕墙板块处于导入期，未来将是成长第三极。**上半年板块收入 1322 万元，同比增长 67%。行业尚处于导入期，康恩贝和人民日报项目承接建设起到良好示范效应，市场有望进一步打开。
- **限售股解禁影响相对有限。**6 月 23 日起首发限售股解禁，大非持股 7538 万股，员工持股 797 万股，预计两者减持压力不大；创投股东持股 666 万股，已经通过大宗交易减持了 400 万股，未来影响有限。
- **盈利预测及投资建议。**预计 14-16 年公司净利润分别为 1.2、1.8 和 2.5 亿元，EPS 分别为 1、1.5 和 2.1 元，给予买入评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	141.91	305.46	550.00	837.00	1178.04
增长率(%)	-22.35	115.25	80.06	52.18	40.75
归母净利润(百万)	25.85	50.02	119.72	179.42	252.31
增长率(%)	-40.86	93.50	139.34	49.87	40.63
每股收益	0.22	0.42	1.00	1.50	2.10
市盈率	85.64	44.26	29.46	19.66	13.98

建材研究组

分析师：

王钦(S1180514050004)

电话：021-65051130

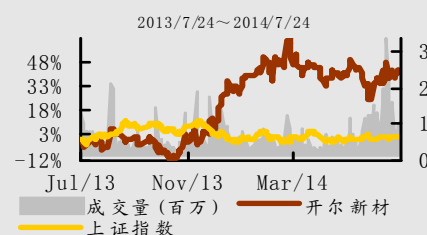
Email: wangqin3@hysec.com

顾益辉(S1180514060001)

电话：021-65051157

Email: guyihui@hysec.com

市场表现



相关研究

目录

一、业绩创新高，且经营现金流明显改善.....	4
1、公司收入和净利润均创历史最好水平	4
2、净利润连续 6 个季度环比增长	4
3、销售和管理费用率明显下降	5
二、各业务板块齐头并进，成长态势有望延续.....	6

插图

图 1: 公司上半年收入及增速.....	4
图 2: 公司上半年净利润及增速.....	4
图 3: 尚未执行的金额 1000 万以上合同.....	4
图 4: 前 5 大客户占比情况.....	4
图 5: 公司季度营业收入情况.....	5
图 6: 公司季度净利润情况.....	5
图 7: 公司毛利率和净利率情况.....	5
图 8: 公司季度经营活动现金净流量.....	5
图 9: 公司上半年收入及增速.....	5
图 10: 工业搪瓷半年度收入及毛利率.....	6
图 11: 立面搪瓷半年度收入及毛利率.....	6

一、业绩创新高，且经营现金流明显改善

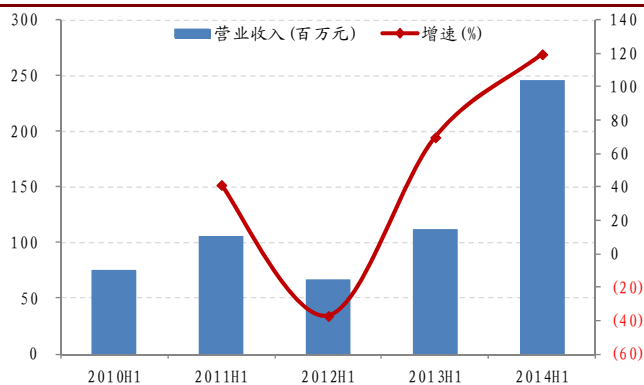
1、公司收入和净利润均创历史最好水平

上半年公司营业收入 2.46 亿元,同比增长 120%;归属上市公司股东净利润 0.55 亿元,同比增长 195%,EPS0.46 元,利润分配预案为每 10 股转增 12 股。

截至半年度,尚未执行的金额在 1000 万元以上的合同额为 4.95 亿元,已经连续 5 个季度保持较高水平,确保公司未来业绩高增长。

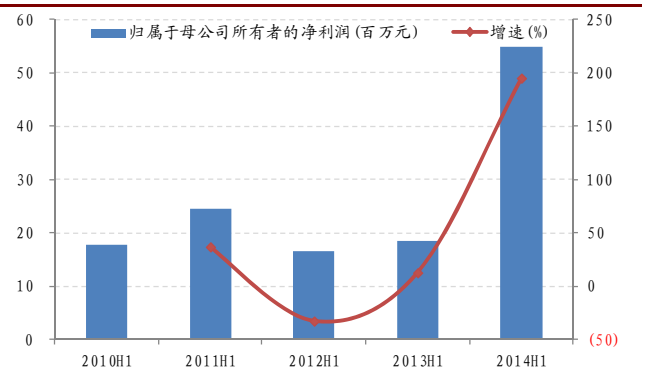
上半年前 5 大客户收入占比 34%,与去年同期相比已经大幅下降,说明公司在其他客户方向拓展顺利,有利于降低过度依赖前几大客户的风险。

图 1: 公司上半年收入及增速



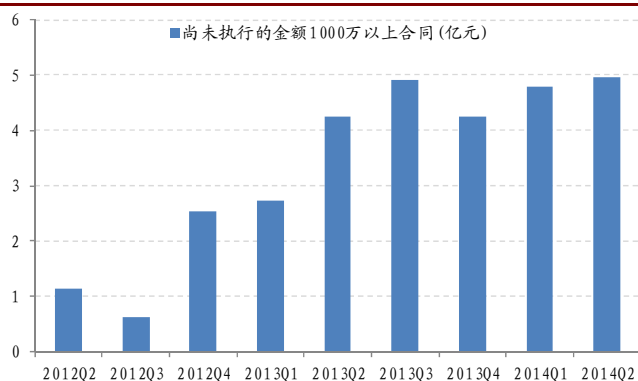
资料来源: 公司公告、宏源证券

图 2: 公司上半年净利润及增速



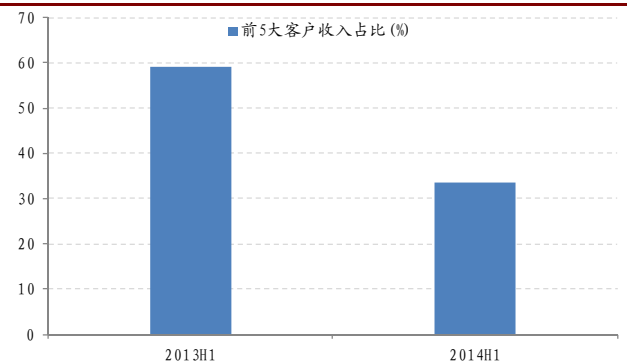
资料来源: 公司公告、宏源证券

图 3: 尚未执行的金额 1000 万以上合同



资料来源: 公司公告、宏源证券

图 4: 前 5 大客户占比情况



资料来源: 公司公告、宏源证券

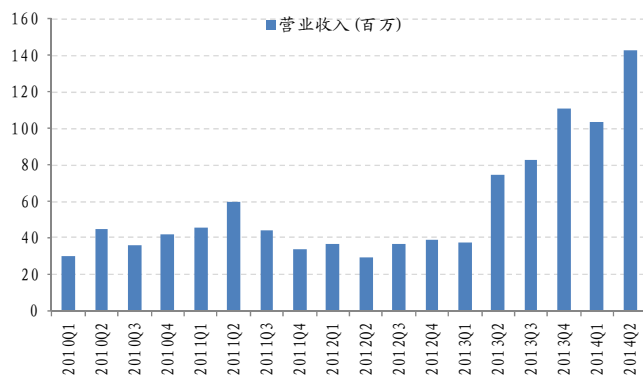
2、净利润连续 6 个季度环比增长

从 12 年四季度净利润触底以来,公司已经连续 6 个季度净利润环比增长,二季度收入和净利润均创出历史最好水平。

毛利率和净利率水平稳中有升,公司在快速扩张过程中,并没有牺牲效益的盲目扩张,彰显公司优秀的核心竞争力。

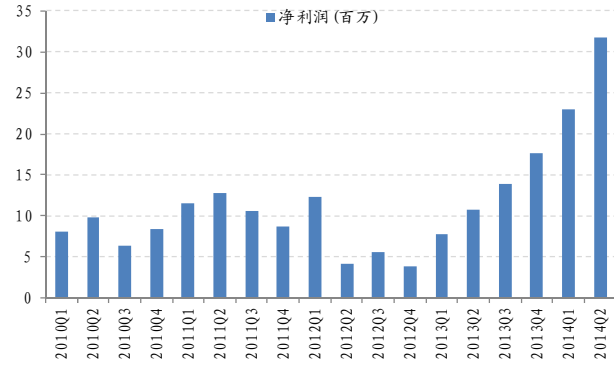
二季度经营活动现金净流量由负转正,公司注重现金回笼管理,收益质量相对较高。

图 5：公司季度营业收入情况



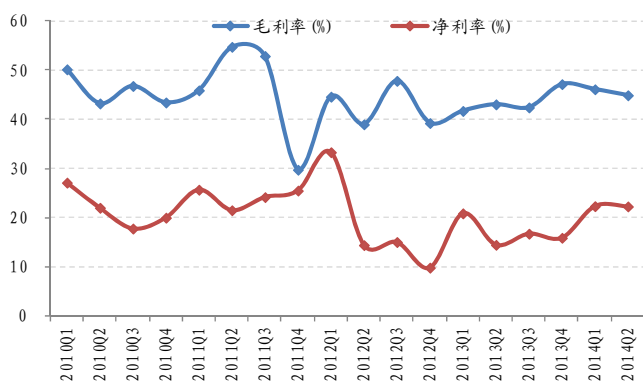
资料来源：公司公告、宏源证券

图 6：公司季度净利润情况



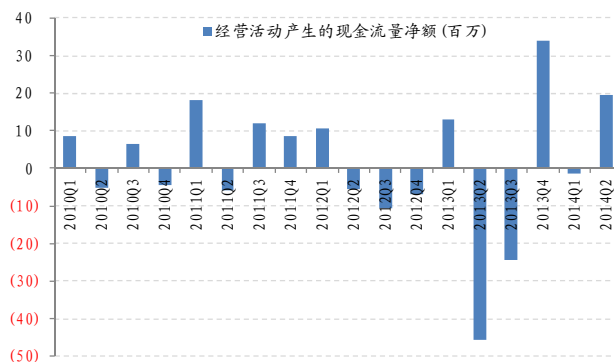
资料来源：公司公告、宏源证券

图 7：公司毛利率和净利率情况



资料来源：公司公告、宏源证券

图 8：公司季度经营活动现金净流量

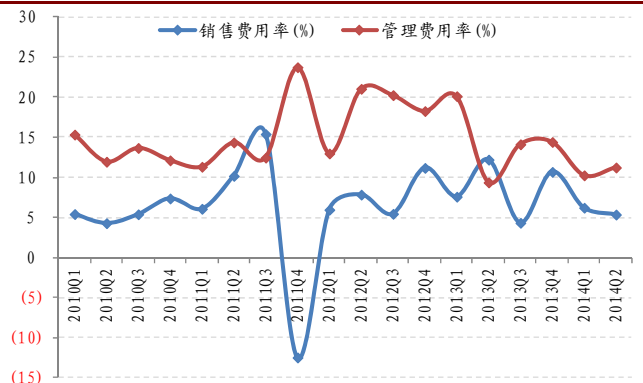


资料来源：公司公告、宏源证券

3、销售和管理费用率明显下降

上半年业绩高增长部分原因来自三项费用率下降，其中主要是销售费用率和管理费用率的下降，随着产品市场认可度提高，预计公司销售费用率和管理费用率将维持在相对较低水平。

图 9：公司上半年收入及增速



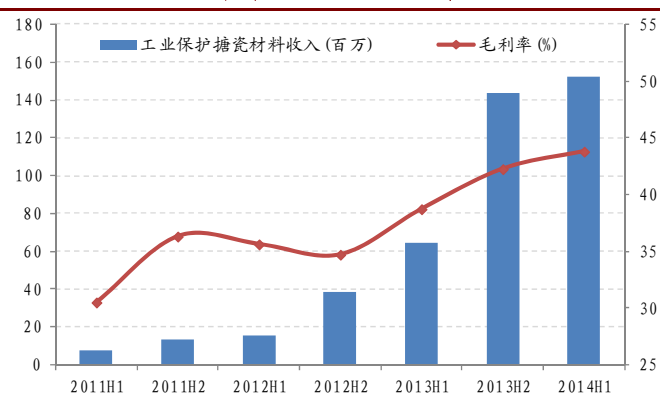
资料来源：公司公告、宏源证券

二、各业务板块齐头并进，成长态势有望延续

上半年工业搪瓷收入继续保持在 1.4 亿元以上，毛利率 40% 以上，未来增长点将切换至空气预热器，基于公司在脱硝传热元件的成功拓展和空气预热器的中标记录，公司该业务的成长依然值得期待。

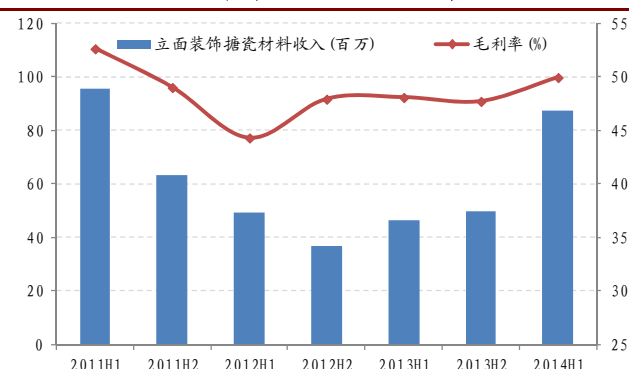
立面搪瓷经过前两年低谷后，上半年开始触底回升，收入回升至 8000 万元的水平，毛利率依然稳定在 50% 左右，未来增长点主要来自地铁和地下空间装饰市场的恢复，以及搪瓷幕墙市场的启动。

图 10：工业搪瓷半年度收入及毛利率



资料来源：公司公告、宏源证券

图 11：立面搪瓷半年度收入及毛利率



资料来源：公司公告、宏源证券

利润表

项目（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	305	550	837	1,178
减：营业成本	170	296	450	633
营业税金及附加	3	5	8	11
销售费用	27	39	59	82
管理费用	42	61	92	130
财务费用	(0)	4	10	16
资产减值损失	6	6	8	10
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	57	140	210	296
加：营业外收支净额	2	1	1	1
三、利润总额	59	141	211	297
减：所得税费用	9	21	32	45
四、净利润	50	120	179	252
归属于母公司的利润	50	120	179	252
五、基本每股收益（元）	0.42	1.00	1.50	2.10

主要财务指标

项目	2013	2014E	2015E	2016E
EV/EBITDA	51.5	22.4	14.8	10.6
成长能力：				
营业收入同比	115.2%	80.1%	52.2%	40.7%
营业利润同比	131.8%	144.4%	50.2%	40.8%
净利润同比	93.5%	139.3%	49.9%	40.6%
营运能力：				
应收账款周转率	2.2	2.2	2.0	1.9
应付账款周转率	6.4	6.4	6.2	5.9
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8
盈利能力与收益质量：				
毛利率	44.2%	46.2%	46.2%	46.3%
净利率	16.4%	21.8%	21.4%	21.4%
ROE (%)	11.7%	22.0%	25.4%	26.9%
ROIC (%)	11.9%	19.4%	19.2%	20.3%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	2.5	1.8	1.7	1.8
资产负债率	31.4%	42.1%	47.2%	47.2%
净负债比率 (%)	22.7%	50.3%	58.8%	56.4%
每股指标（元）				
每股收益	0.42	1.00	1.50	2.10
每股经营现金流量	-0.19	-0.67	-0.75	-0.10
每股净资产	3.57	4.53	5.89	7.81

资产负债表

项目（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	83	100	100	100
应收票据	10,597	8,748	10,226	11,237
应收账款	155	313	481	663
预付账款	16	27	42	58
其他应收款	23	40	65	89
存货	177	238	385	550
其他流动资产	(10,580)	(8,730)	(10,195)	(11,191)
流动资产合计	470	736	1,103	1,505
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	93	103	109	113
在建工程	4,549	2,274	1,137	569
无形资产	57	87	121	154
其他非流动资产	(4,539)	(2,254)	(1,127)	(557)
非流动资产合计	160	210	241	278
资产总计	630	946	1,344	1,783
短期借款	45	200	373	475
应付票据	41	317	188	231
应付账款	37	56	89	125
预收账款	901	968	1,061	1,151
其他应付款	4,913	4,049	4,264	4,300
应交税费	2,021	1,474	1,601	1,629
其他流动负债	(7,772)	(6,666)	(6,942)	(7,070)
流动负债合计	187	398	634	842
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	11	0	0	0
非流动负债合计	11	0	0	0
负债合计	198	398	634	842
股本	120	120	120	120
资本公积	186	186	186	186
留存收益	123	238	400	632
少数股东权益	4	4	4	4
所有者权益合计	432	547	710	941
负债和股东权益合计	630	946	1,344	1,783

现金流量表

项目（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流量	(23)	(80)	(90)	(12)
投资活动现金流量	(77)	(49)	(55)	(53)
筹资活动现金流量	40	147	145	65
现金及等价物净增加	(60)	17	0	0

作者简介:

王钦: 宏源证券研究所建材行业研究员, 中国人民大学金融学硕士, 4 年建筑建材行业经验, 4 年证券行业研究经验, 曾任职于中投证券、民生证券, 2014 年加盟宏源证券研究所。

顾益辉: 宏源证券研究所建材行业研究员, 美国波士顿布兰代斯大学金融学硕士, 中央财经大学学士, 4 年证券行业研究经验, 曾经供职于华泰联合证券, 2014 年加盟宏源证券研究所

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙立群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
	广深片区	赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
		夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。