

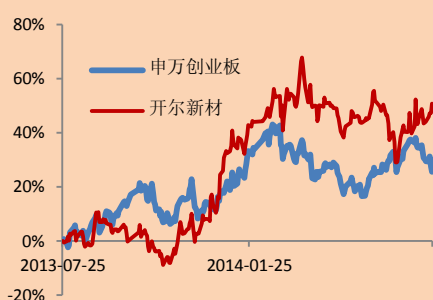


## 开尔新材 (300234)

投资评级: 买入

报告日期: 2014-07-25

股价走势:



宫模恒

0551-65161836

S0010512060001

林玉琬

0551-65161837

linyulongyl@163.com

S0010513040001

## 对公司高增长预期困惑与逻辑的梳理

——开尔新材 (300234) 2014 年中报点评

事件:

2014 年中报公司实现营业收入 2.457 亿元, 同比增 119.53%, 实现归属上市公司股东的净利润总额 5479.58 万元, 同比增 194.99%, EPS 为 0.46 元, 同比增 216.67%。公司拟以资本公积金向全体股东每 10 股转增 12 股。

### □ 工业保护搪瓷材料续发力, 高增长持续性之惑中短期无忧

公司近年来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。公司二季度工业保护搪瓷材料延续了一季度的强势, 上半年工业保护搪瓷材料实现营业收入 15,255.03 万元, 较去年同期上升了 136.74%, 毛利率较去年同期增 5.07%。公司工业搪瓷材料的持续发力一直是近年来公司业绩的弹性和看点, 当前市场最大的忧虑莫过于对工业保护搪瓷材料高增长的困惑。按照国家规定 2014 年 7 月起所有存量火电企业执行新排放标准, 即 100% 火电厂需安装脱硝装置, 随着时间窗口的临近高增速是否会随机放缓? 我们认为 这种担心中短期内大可不必, 首先, 首轮燃煤电厂脱硫、脱硝环保节能设施关键配件 3-5 年产品使用寿命结束, 开始进入更换期, 因此存量新增需求结束后, 或仍将保持一定的市场空间, 公司工业搪瓷材料发力于近三年, 首轮市场存量占比并不高, 随着公司持续大力拓展脱硝市场, 未来脱硝业务存量及新增仍有看点; 其次为订单储备, 截至 2014 年 6 月 30 日, 公司尚未执行完毕的合同金额 1000 万元以上的合同额总计 6.93 亿元, 已执行合同额: 1.99 亿元, 尚未执行合同额 4.95 亿元。从我们对订单的跟踪与统计来看, 脱硝业务订单仍较充足, 中短期内高增长望维持, 中长期来看该业务营收望高位回稳。

### □ 内里面装饰材料回暖趋势显著, 下半年望提速

上半年内立面装饰搪瓷材料实现营业收入 7,433.94 万元, 同比增加 43.34%, 毛利率为 44.89%, 较去年同期增 1.87%。2011 年以来受铁路基建投资放缓的影响, 公司内里面装饰业务受影响较大, 2013 年随着新一轮城镇化推动下城市轨道交通建设的提速, 公司该业务回暖全年营收增 11.88%, 随着新一轮轨道交通建设开始逐渐迈向装修装饰期, 公司作为行业龙头中报业绩提速已经自下而上给予了印证。我们认为公司内里面材料回暖趋势已非常显著, 下半年望提速。(截至 2013 年 9 月, 我国获得国家批准建设轨道交通的城市已达到 37 个, 高居世界第一。未来 3 年, 至少还有 10 个以上城市将获得批准。我国城市轨道交通的建设热潮至少持续 10 年以上。国家发改委基础司巡视员李国勇曾表示, 到 2015 年我国将有超过 30 个城市建设 85 条轨道交通线路, 运营里程将达 3000 多公里, 到 2020 年达到 6000 公里, 所需投资额在 3 万亿至 4 万亿之间。)



### 珐琅板建筑幕墙业务业绩开始释放，取得突破

公司珐琅板业务是公司近年来着力培养的继内里面装饰材料和工业保护搪瓷材料之后的又一极，共同拼图未来公司业务发展的“三驾马车”。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。2014 中报数据显示，珐琅板建筑幕墙材料实现营业收入 1,322.02 万元，同比增加 66.76%，业绩释放显著，虽然目前该业务在公司营收占比较低，但业绩弹性可能较高，是公司未来的重要看点。

### □ 主营业务“三驾马车”齐发力，共线问题解决，盈利向上

目前公司已初步形成三大生产基地，其中公司老厂区将主要为地铁、隧道内立面装饰搪瓷材料业务提供产能保障；公司新厂区（位于金华市金义都市新区高新产业园区西区）主要为新型建筑材料珐琅板幕墙业务提供产能保障，同时对立面装饰搪瓷材料业务提供产能补充；合肥开尔则主要进行工业保护搪瓷材料业务的生产，并根据未来市场开拓情况适时进行产能扩张和补充。三大业务基地划分主要解决了此前生产过程中的共线问题，望提升协同进一步降低成本，提升产品的毛利率水平，盈利向上。从 2014 中报披露数据来看，目前公司主营业务“三驾马车”呈齐发力的态势，我们有理由坚信中短期内公司仍能越跑越快的判断。

### □ 商业模式创新，有理由坚信公司对市场存量份额占领先人一步

中报显示公司与大唐长春第二热电有限责任公司、长春热电发展有限公司分别签订了空气预热器改造项目的合同（公司首单集设计、制造、安装、调试为一体的“整机空气预热器 EPC 项目”），该项目的承接标志着公司已拥有独立生产制造空气预热器整机能力；公司从事工业保护搪瓷业务以来，顺利实现了由配件供应商、系统集成供应商、整机制造商的产业升级，这也是过去三年多公司能够迅速扩大市场份额先人一步的关键所在；未来公司将凭借其技术能力持续不断在火电脱硝领域着力延伸拓展，在巩固配件更换市场和空预器改造市场优势的同时，进一步拓展新建空预器市场；公司将努力实现系统集成供应商向合同能源管理模式的转变，不断提升公司在行业中的地位及优势。参照节能环保行业成熟的合同能源管理模式，多数节能环保行业龙头凭借此模式迅速扩大市场份额夯实龙头地位，我们坚信公司未来通过商业模式的创新与应有，在增量市场特别是替代周期到来面临的存量市场竞争中能再次先人一步，进一步扩大优势。

### □ 营销网络升级完成，主力“三驾马车”发力

公司“营销网络升级项目”已于 2014 年 6 月如期完成，“总部——区域营销中心——办事处”的垂直管理模式已稳固，以四大区域（北京、上海、杭州、深圳）为营销中心辐射全国范围，还铺设了重庆、长沙、南昌等办事处，至此按照招股书要求营销网点基本铺设完毕，已达到计划经济效益；



通过该项目的建设，为公司业务结构布局的渐趋完善打下良好基础，三大业务均获得了长足发展。

#### □ 盈利预测与估值

我们上调公司 2014、2015 年的营收同比增速为 100%、45%，净利润同比增速为 108%、46%，每股收益分别为 0.87 元、1.26 元，对应的 PE 分别为 34 倍、23 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	611	886	1063
收入同比 (%)	115%	100%	45%	20%
归属母公司净利润	50	104	151	186
净利润同比 (%)	94%	108%	46%	23%
毛利率 (%)	44.2%	42.0%	43.0%	44.0%
ROE (%)	11.5%	20.7%	24.3%	24.5%
每股收益	0.42	0.87	1.26	1.55
P/E	70.50	33.92	23.28	18.91
P/B	8.23	7.09	5.70	4.67
EV/EBITDA	45	25	17	14

资料来源：wind、华安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	470	1,172	1,637	1,891	<b>营业收入</b>	305	611	886	1,063
现金	83	504	573	626	营业成本	170	354	505	595
应收账款	178	374	589	659	营业税金及附加	3	6	8	10
其他应收款	23	38	70	77	销售费用	27	43	66	83
预付账款	16	20	31	47	管理费用	42	91	136	165
存货	177	249	401	503	财务费用	(0)	(1)	(3)	(4)
其他流动资产	(6)	(14)	(28)	(21)	资产减值损失	6	0	0	0
<b>非流动资产</b>	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	1	1	1
固定资产	93	87	81	75	<b>营业利润</b>	57	118	174	215
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	1	1	1
<b>资产总计</b>	630	1,321	1,777	2,023	<b>利润总额</b>	59	122	177	218
<b>流动负债</b>	187	295	399	540	所得税	9	18	27	33
短期借款	45	106	102	98	<b>净利润</b>	50	104	151	186
应付账款	37	58	97	114	少数股东损益	(0)	(0)	(1)	(1)
其他流动负债	105	130	199	327	<b>归属母公司净利润</b>	50	104	151	186
<b>非流动负债</b>	11	9	10	10	EBITDA	68	127	180	220
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.42	0.87	1.26	1.55
其他非流动负	11	9	10	10					
<b>负债合计</b>	198	304	409	550					
少数股东权益	4	3	3	2					
股本	120	120	120	120					
资本公积	186	186	186	186					
留存收益	123	192	313	449					
归属母公司股东权	429	497	619	755					
<b>负债和股东权益</b>	630	805	1,030	1,306					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	(23)	(123)	(132)	132	<b>成长能力</b>				
净利润	50	104	151	186	营业收入	115.25%	100.00%	45.00%	20.00%
折旧摊销	11	10	9	9	营业利润	131.72%	105.67%	47.53%	23.73%
财务费用	2	(1)	(3)	(4)	归属于母公司净利润	93.50%	107.85%	45.70%	23.10%
投资损失	0	(1)	(1)	(1)	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	(89)	(234)	(288)	(58)	毛利率(%)	44.20%	42.00%	43.00%	44.00%
其他经营现金	4	(0)	(1)	(1)	净利率(%)	16.38%	17.02%	17.10%	17.54%
<b>投资活动现金流</b>	(77)	1	1	1	ROE(%)	11.51%	20.69%	24.27%	24.54%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	20.70%	26.19%	145.86%	122.67%
长期投资	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金	(77)	1	1	1	资产负债率(%)	31.42%	37.78%	39.70%	42.08%
<b>筹资活动现金流</b>	40	26	(31)	(50)	净负债比率(%)	-9.20%	-70.06%	-60.42%	-42.24%
短期借款	45	61	(4)	(4)	流动比率	2.51	3.97	4.11	3.50
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.57	3.13	3.10	2.57
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.58	0.63	0.57	0.56
其他筹资现金	(5)	(35)	(27)	(46)	应收账款周转率	2.40	2.49	2.07	1.93
<b>现金净增加额</b>	(60)	(95)	(162)	83	应付账款周转率	11.54	12.79	11.38	10.06

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.87	1.26	1.55	P/E	70.5	33.9	23.3	18.9
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.19)	(1.02)	(1.10)	1.10	P/B	8.2	7.1	5.7	4.7
每股净资产(最新摊薄)	3.57	4.14	5.15	6.29	EV/EBITDA	44.69	24.70	16.96	13.63

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。