

2014年10月24日

证券研究报告·公司研究·建筑材料

买入（维持）

当前价：16.08元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

开尔新材（300234）3季报点评

多业务景气提升，业绩增长加速

投资要点

- 2014年前3季度，公司实现营业收入3.77亿元，同比增长93.55%；净利润8534万元，同比增长163.26%；每股收益0.34元。3季度单季营业收入、净利润分别同比增长58.40%、120.67%。
- 业绩解读。**（1）传统业务内立面装饰搪瓷材料的龙头地位进一步巩固，市场占有率不断提升；工业保护搪瓷材料跻身“行业第一梯队”，实现爆发式增长；两项业务共同推进公司营业收入高速增长。（2）规模效应推动下，盈利能力持续提升。前3季度综合毛利率同比提高3.75个百分点至46.26%，达到2012年以来高点。销售费用率、管理费用率分别同比下降2.41、1.91个百分点，使得期间费用率同比下降3.58个百分点至17.34%。以上因素共同作用下，净利润率同比提升6个百分点至22.65%，为2012年下半年以来高点。
- 多业务发展良好，未来高速增长可持续。**（1）工业保护搪瓷业务持续发力：此前该业务的高速增长，得益于国家规定存量火电企业的脱硝改造。未来新建电厂脱硝脱硝市场仍具有较大规模，首轮燃煤电厂脱硝脱硝环保节能设施关键配件进入更换期，增量、存量市场仍具有较大空间。新产品低温省煤器研制成功，具备量产条件，报告期内承接华能济宁电厂#5机组低温省煤器改造工程项目，实现订单突破。通过产业升级，公司业务类型由搪瓷波纹板传热元件备件供应扩展至烟气加热器改造、空气预热器改造及整机制造，最终实现系统集成供应商向合同能源管理和现代服务产业模式的转变。（2）传统优势业务内立面装饰材料，受益于轨道交通建设的快速增长。2014-2015年将进入建设高峰期，从而提升内立面装饰材料的市场需求。（3）珐琅板幕墙定位于高端商业地产，在国外接受度较高，国内市场处于成长初期，市场空间巨大。随着市场推广、项目示范等进程，未来市场认知和接受程度将逐步提高。
- 盈利预测及评级：**预计公司2014-2016年EPS分别为0.45元、0.64元、0.88元，目前股价16.08元，对应动态PE分别为35.55倍、25.05倍、18.27倍；维持公司“买入”评级。
- 风险提示：**火电脱硝脱硝改造、轨道交通建设进程低于预期；珐琅板幕墙业务市场拓展低于预期。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	305.46	560.34	820.66	1133.78
增长率	115.25	83.44	46.46	38.15
归属母公司净利润（百万元）	50.02	119.41	169.47	232.33
增长率	93.50	138.72	41.92	37.09
每股收益EPS（元）	0.19	0.45	0.64	0.88
净资产收益率ROE	11.67	22.12	24.24	25.16
PE	84.86	35.55	25.05	18.27
PB	9.90	7.86	6.07	4.60

数据来源：西南证券

西南证券研究发展中心

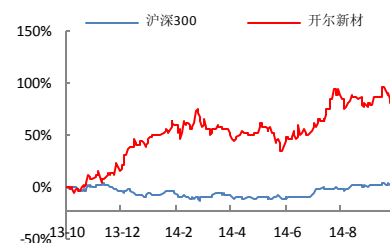
分析师：徐永超

执业证号：S1250512110002

电话：010-57631186

邮箱：xychao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：西南证券

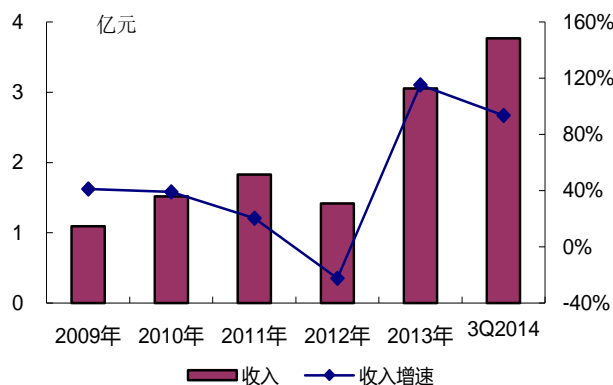
基础数据

总股本(亿股)	2.64
流通A股(亿股)	1.35
52周内股价区间(元)	7.99-16.88
总市值(亿元)	42.45
总资产(亿元)	6.94
每股净资产(元)	3.99

相关研究

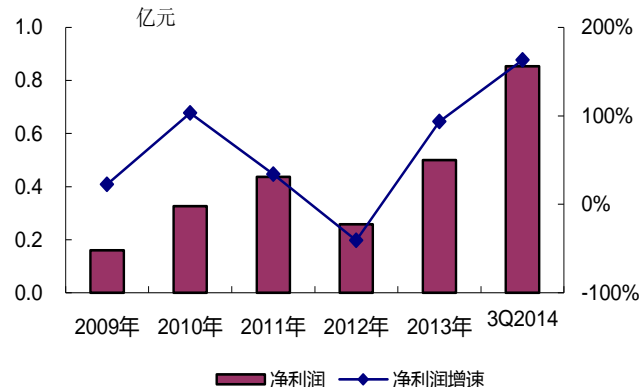
- 开尔新材（300234）：业绩高速增长（2014-07-25）
- 开尔新材（300234）：2季度业绩如期高增长（2013-08-01）

图 1: 2009 年以来营业收入及增速



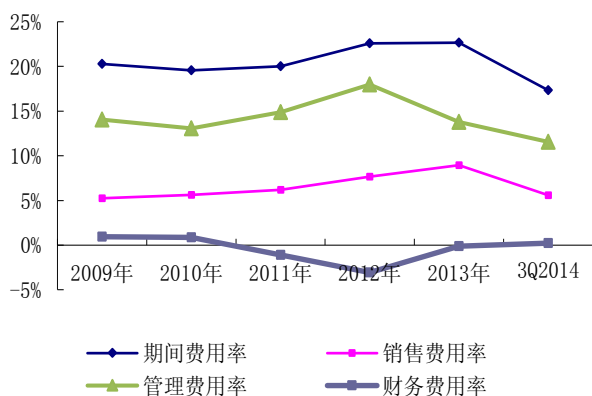
数据来源: 公司公告、西南证券

图 2: 2009 年以来净利润及增速



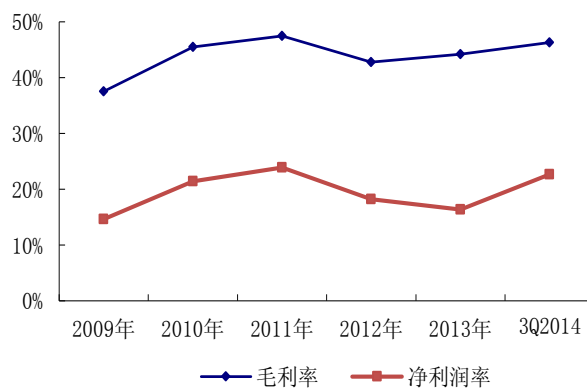
数据来源: 公司公告、西南证券

图 3: 期间费用率



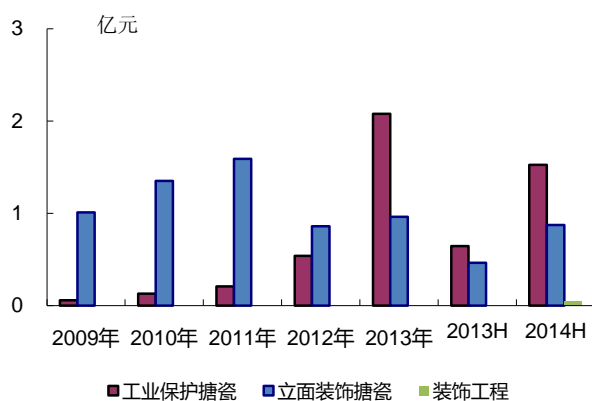
数据来源: 公司公告、西南证券

图 4: 毛利率、净利率持续改善



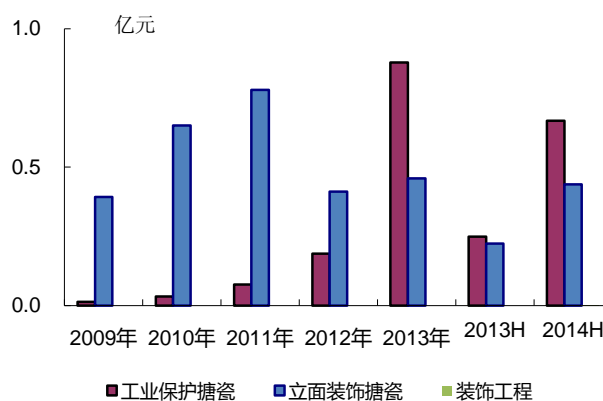
数据来源: 公司公告、西南证券

图 5: 分业务收入结构



数据来源: 公司公告、西南证券

图 6: 分业务毛利结构



数据来源: 公司公告、西南证券

附：财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
现金及等价物	83	134	178	279	营业收入	305	560	821	1,134
应收帐款	172	227	316	415	减:营业成本	170	304	458	645
存货	177	237	339	453	营业税金及附加	3	5	8	10
其它流动资产	39	62	86	113	营业费用	27	35	49	64
非流动资产	160	198	230	263	管理费用	42	66	91	120
长期股权投资	-	-	-	-	财务费用	-0	2	3	5
固定资产及其他	156	191	221	252	资产减值损失	6	10	14	19
递延所得税资产	4	7	9	11	加:投资收益	-	-	-	-
资产总计	630	857	1,149	1,521	公允价值变动损益	-	-	-	-
流动负债	187	275	380	496	其他经营损益				
短期借款	45	54	65	78	营业利润	57	138	197	271
应付帐款	37	48	69	92	加:其他非经营损益	2	2	2	2
预收账款	71	113	162	216	利润总额	59	140	199	273
其它流动负债	34	60	85	110	减:所得税	9	21	30	41
非流动负债	11	32	52	73	净利润	50	119	169	232
长期借款	-	13	23	33	减:少数股东损益	-0	-1	-0	-0
其它非流动负债	11	20	29	40	归属母公司股东净利润	50	119	169	232
负债合计	198	307	432	569	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	4	3	3	3	经营性现金净流量	-52	69	66	121
归属于母公司所有者权	429	540	699	924	投资性现金净流量	-63	-50	-50	-50
负债和股东权益	630	857	1,149	1,521	筹资性现金净流量	49	31	29	29
					现金流量净额	-66	51	45	100

数据来源: 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：（023）63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：（010）57631234
邮箱：research@swsc.com.cn