

湘财证券研究所

建材行业研究小组

许雯 分析师

执业编号: S0500511050001

Tel: 021-68634510-8221

E-mail: xw3315@xcsc.com

联系人:

黄顺卿

Tel: 021-68634510-8078

E-mail: hsg3332@xcsc.com

发行数据:

发行前总股本(万股) 6000

本次拟发行量(万股) 2000

发行方式 网下发行+网上申购

保荐机构 海通证券

财务指标 (2010.12.31)

营业收入(百万) 151.91

净利润(百万) 32.59

摊薄 EPS(元) 0.55

□ 新型功能性搪瓷材料行业龙头

公司是我国最早进入新型搪瓷材料领域的企业之一,国内第一个将静电干法技术用于建筑用搪瓷领域,处于行业龙头地位。新型搪瓷产品主要涉及建筑装饰搪瓷、城市服务搪瓷和工业保护搪瓷,公司技术优势和先入优势明显,作为新型搪瓷行业的引领者在竞争中处于绝对优势地位。

□ 搪瓷建筑材料行业先入地位和强大技术优势

已有 100 多个项目经验和累计 60%市场占有率,先入优势明显,并且有延续强者恒强的趋势。公司已经全面掌握静电干法制造技术,在干法制造和釉料配制上具有核心技术优势,其中干法技术节能 50%以上,并且磁层厚度显著降低,大幅提高产品韧性,产品在理化性能、生产能耗、劳动效率都大幅优于使用湿法工业的竞争对手。

□ 建筑装饰领域、工业保护领域空间巨大

2010 年地铁及隧道装饰收入占主营收入 89%左右,毛利润率达到 48%以上;工业保护材料占 9%左右,毛利润率 25%左右。地铁建设空间巨大,到 2015 年地铁营运里程达到 3932 公里,未来五年新增 2439 公里,新增需求 200 万平方米,相当于过去八年共计 55 万平米需求的 3.64 倍。年平均 40 万平方米需求将为公司贡献 2.3 亿收入,折合 2010 年全年各项业务总收入的 1.51 倍。电厂脱硫用搪瓷波纹传热板存量在 2 万吨以上,第一批次波纹板接近更换期,不包含脱硫及脱硝新增量情况下存量替换空间已巨大,开尔去年产能仅 1517 吨。

□ 进口替代+产品换代

公司产品已达国际品质,价格却是进口产品的 60%,进口替代性强。同时,已有政策支持脱硫脱销产品国产化,作为本土公司又具有想象空间。脱硫用搪瓷波纹板由于之前的历史原因,12000 万吨均是外国进口产品,寿命将尽致近 3 年是更换的集中期,“天时地利人和”。搪瓷新材料的耐久性、不燃无毒性、易洁性等特点,相比涂料、瓷砖、复合材料铝板、水泥纤维增强板、考登钢、钛合金在建筑装饰、工业保护方面具有独特优势,产品更新换代悄然进行中。

□ 建议申购

预计 11-13 年摊薄后 EPS 分别为 0.6、0.9、1.3,鉴于公司成长性和技术优势,给予 25-33 倍市盈率,合理价值在 15-19.8 元之间。建议合理价格内申购。

目录

一、我国新型功能性搪瓷材料行业龙头	4
1.1 强大的技术优势彰显核心竞争力	4
1.2 得天独厚的先入优势，100 多个项目经验和 60% 的市场占有率	4
二、成长性看三点：需求空间广阔、进口替代、产品换代	7
2.1 目前最主要的地铁、隧道装饰业务未来 5 年内空间广阔	7
2.2 环保领域中电厂脱硫用搪瓷波纹板进口替代	10
2.3 新型搪瓷材料性能优异，针对传统产品的更新换代悄然走近	11
三、收入、利润增长快，毛利率较高	13
四、快速发展下遭遇产能瓶颈	15
五、估值	16
六、风险提示	16

图目录

图 1 地铁应用效果图	5
图 2 隧道应用效果图	6
图 3 2003-2010 年 7 月搪瓷材料累计招标面积	9
图 4 “十二五”地铁装饰用搪瓷招标总量（万平米）	9
图 5 2009 年搪瓷波纹板市场占有率	10
图 6 搪瓷钢板艺术画实例	12
图 7 搪瓷幕墙案例	13
图 8 2010 年开尔新材主营构成	13
图 9 收入、利润增速	14
图 10 各业务毛利润率	14
图 11 2010 年成本构成	15

表目录

表 1 公司产品在地铁领域应用情况	5
表 2 我国 2010-2015 年地铁规划及投资估算	8
表 3 搪瓷钢板特性	11
表 4 搪瓷钢板与其他建材性能比较	11
表 5 产能及产量情况	16
表 6 拟募集项目如下	16
附表 1 分项产品盈利预测表	17
附表 2 财务报表预测	17

一、我国新型功能性搪瓷材料行业龙头

可能大家对搪瓷的第一印象更多的是和脸盆、茶缸联系起来，实际上我们身边很多地方都开始悄然使用搪瓷材料。建筑及城市服务用搪瓷属于新型功能性搪瓷材料，诸如公共电话亭、垃圾箱、地铁隧道立面及柱面装饰材料等等。公司是我国最早进入新型搪瓷材料领域的企业之一，国内第一个将静电干法技术用于建筑用搪瓷领域，处于行业龙头地位。新型搪瓷产品主要涉及建筑装饰搪瓷、城市服务搪瓷和工业保护搪瓷，公司技术优势和先入优势明显，作为新型搪瓷行业的引领者在竞争中处于绝对优势地位。

1.1 强大的技术优势彰显核心竞争力

公司在引进国际先进的静电干法工艺上经过自主研发和消化，创造性的应用于建筑装饰用搪瓷钢板、搪瓷波纹板传热元件生产。目前国内企业还多使用传统湿法工艺。搪瓷行业作为传统行业，技术发展缓慢，静电干法是其中最大的技术变革。公司采用新型技术后，相比湿法工业在能耗及瓷釉消耗方面可以节约 50%以上，并且磁层厚度显著降低，大幅提高产品韧性，产品在理化性能、生产能耗、劳动效率都明显优于使用湿法工业的竞争对手。技术优势带来的是成本低、效率高的优势地位。

公司目前掌握几项最核心制造技术：

（1）新型功能性搪瓷材料静电干法喷涂技术。前面说过，国内率先将静电干法喷涂技术应用于建筑搪瓷钢板领域，工序为“两喷一烧”，相对湿法条件下的“三喷三烧”不仅减少了产品烧成次数，还大大提高了产品均匀性。公司已经解决了大面积装饰用搪瓷钢板变形的难题，目前是国内率先全面掌握该技术并实现规模化生产的企业；

（2）搪瓷釉料制造和调配技术。新型功能性搪瓷材料要求搪瓷釉料烧成温度比一般搪瓷釉料低，理化性能要优于一般搪瓷釉料。公司已掌握了多项搪瓷釉料制造的关键技术，开发出系列搪瓷釉料，能满足多种产品技术要求，公司在颜料配方方面具有优势，可以满足非常多样的颜色装饰需求。

1.2 得天独厚的先入优势，100 多个项目经验和 60% 的市场占有率

公司是首家打破外资垄断进入国内地铁内饰搪瓷钢板领域的内资企业。在公开招标的国内地铁内饰用搪瓷钢板市场中，累计产品占有率达到 60%，大幅领先同行业公司。行业先入和公开上市或使得公司享受“马太效应”。

地铁装饰：公司装饰搪瓷钢板已广泛应用于上海地铁世博专线、北京地铁奥运支线，上海地铁一号、二号、六号、八号、十号线，深圳地铁一号、四号线，广州地铁三号、五号线等 7 个城市的 21 条已投入运营地铁线

路和 3 条在建地铁线路中。截至 2010 年 12 月 31 日，公司在地铁市场已累计中标约 35 万平方米。国内共有 10 个城市拥有已投入运营地铁线路 44 条，应用建筑装饰用搪瓷钢板的地铁线路比例为 59.09%，其中公司产品已应用地铁线路的比例达 80.77%。

图 1 地铁应用效果图



上海地铁世博专线马当路站



北京地铁奥运专线奥林匹克公园站



北京地铁 10 号线亮马桥站



深圳地铁 1 号线少年宫站

数据来源：公司招股书

表 1 公司产品在地铁领域应用情况

序号	城市	线路数量	总体应用数量	公司产品应用
1	上海	12	9	9
2	北京	14	6	5
3	广州	5	4	2
4	天津	3	1	-
5	深圳	3	3	3

6	南京	2	2	1
7	沈阳	2	1	1
8	重庆	1	-	-
9	武汉	1	-	-
10	成都	1	-	-
合计		44	26	21
应用比重			59.09%	80.77%

上海	地铁一、二、六、七、八、九、十、十一、十三号线
深圳	地铁一、二、三、四、五号线
北京	地铁四、十号线，奥运支线，大兴线，亦庄线
广州	地铁三、五号线及亚运线
沈阳	地铁一号线
南京	地铁二号线
重庆	轨道交通三号线

数据来源：公司招股书,湘财证券研究所

隧道装饰：公司内立面装饰搪瓷钢板已应用于上海长江隧道、外滩隧道、北京奥林匹克公园地下通道、杭州万松岭隧道、南京城市快速内环东线隧道、无锡惠山隧道、青岛胶州湾海底隧道等 15 条隧道，上海火车南站、浦东机场等大型交通枢纽。

图 2 隧道应用效果图



上海外滩隧道



北京奥林匹克公园地下联系通道



上海火车南站



上海浦东机场

数据来源：公司招股书

除了市场占有率优势外，公司先入优势还体现在牵头行业标准上。作为第一起草单位负责编制了迄今唯一一部行业标准《建筑装饰用搪瓷钢板》（JG/T234-2008），作为复审单位参与了《搪瓷工业安全技术规程》的复审工作，并主持制定了《GGH 搪瓷波纹板传热元件》标准建议稿，该标准正在报批中。公司作为行业先入者，目前累计参与项目超过 100 多个，丰富的项目经验是竞标中的巨大优势。公司已经开始拓展海外市场，目前已参与了西班牙、俄罗斯、卡塔尔、新加坡、澳大利亚的工程项目。

二、成长性看三点：需求空间广阔、进口替代、产品换代

2.1 目前最主要的地铁、隧道装饰业务未来 5 年内空间广阔

新型搪瓷材料属于高档建筑装饰材料，安全性、耐用性、易清洗的优异特点使得产品在地铁隧道中使用必将越来越大。关于产品特点和替代同类产品将在后面具体阐述。单纯从未来地铁和隧道的增量上（还不考虑产品渗透率提升的情况下）来看，实际上就给公司产品提供了广阔的空间。

我国已有 30 多个城市申报了城市轨道交通建设规划。从“十二五”期间来看，我国 30 个城市规划到 2015 年达到地铁营运里程 3932 公里，而 2010

年这一数字仅 1493 公里，未来五年建设里程高达 2439 公里。假设按照 5 亿/公里计算，带来五年的投资接近 12195 亿元，年均复合增长超过 40%。

表 2 我国 2010-2015 年地铁规划及投资估算

	城市	截止 2010 年 运营里程数 (km)	截止 2015 年 规划运营里程数 (km)	2010 到 2015 年 新增里程 (km)
1	北京	227.57	561.00	333.43
2	上海	467.47	722.00	254.54
3	深圳	87.66	316.23	228.57
4	广州	222.55	400.00	177.45
5	重庆	19.15	169.61	150.46
6	天津	101.45	193.95	92.50
7	武汉	10.23	149.00	138.77
8	成都	15.99	82.25	66.26
9	青岛	-	80.40	80.40
10	宁波	-	72.10	72.10
11	南京	84.00	139.21	55.21
12	昆明	-	62.40	62.40
13	长沙	-	61.18	61.18
14	东莞	-	59.40	59.40
15	大连	63.45	120.02	56.57
16	无锡	-	54.8	54.8
17	沈阳	34	86.00	52.00
18	南昌	-	50.6	50.60
19	西安	-	50.3	50.30
20	杭州	64.57	110.22	45.65
21	郑州	-	45.39	45.39
22	福州	-	28.80	28.80
23	苏州	25.74	52.13	26.39
24	哈尔滨	-	14.33	14.33
25	长春	69.90	69.9	69.90
26	合肥	-	56.19	56.19
27	南宁	-	47.50	47.50
28	佛山	-	25.20	25.20
29	乌鲁木齐	-	24.20	24.20
30	贵阳	-	28	28
	总计	1493.72	3932.31	2438.59

资料来源：公开资料，湘财证券研究所

注：贵阳规划为 2011-2020 年规划，至 2012 年地铁里程将实现 56 公里

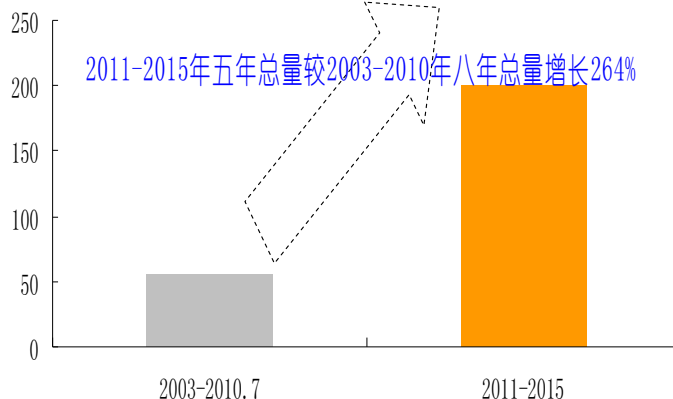
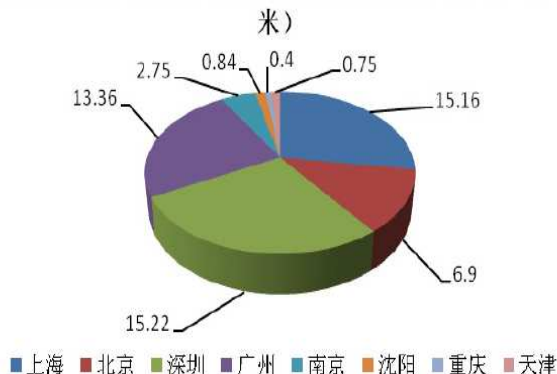
国务院批准地铁建设有 3 项指标——城市人口超 300 万、GDP 超 1000 亿元、地方财政一般预算收入超 100 亿元，目前全国有近 50 个城市达标，我国地铁交通建设未来有着巨大潜力。

按照上海投入的 12 条线为例，长度约 435 公里，站点 307 个，平均间隔 1.4 公里，未来五年内新增约 2438 公里，对应 1742 个站点，市场容量在 200 万平方米以上，平均每年搪瓷钢板需求在 40 万平方米左右。按照去年上海地铁工程每平米 940 元的价格估算（如果使用彩色板价格在 3000 元每平米以上，我们保守估计下仅用 940 元每平米估算），估计年均产值约 3.76 亿，再按开尔产品占有率 60% 计算，公司至少可获得 2.3 亿收入，是 2010 年地铁工程分项收入 1.02 亿的 2.26 倍。2003-2010 年 7 月底，全国地铁建筑用搪瓷招标面积约 55 万平方米，2011 至 2015 年招标量将达到 200 万平方米，是之前 8 年总和的 3.64 倍。“十二五”将是进入国内地铁发展的黄金阶段，公司将充分受益于地铁工程建设浪潮。

图 3 2003-2010 年 7 月搪瓷材料累计招标面积

图 4 “十二五”地铁装饰用搪瓷招标总量（万平方米）

国内各城市地铁建筑装饰用搪瓷钢板招标量（单位：万平方米）



数据来源：公司招股书

数据来源：公司招股书，湘财证券研究所

注：依据截至 2010 年 7 月 31 日国内地铁已公开招标信息整理

隧道建设没有一个准确的统计数据，但是按照公司中标的上海长江隧道装饰工程来看，长度 9 公里使用搪瓷钢板达到 9.14 万平米，隧道装饰用搪瓷用量实际上比地铁用量还要大。随着拆迁成本高企和土地资源愈加宝贵，未来隧道的发展空间必将非常巨大。目前正在规划中的重大项目有杭州湾海底隧道、渤海湾海底隧道和珠港澳大桥海底隧道等，公司具备竞标实力。

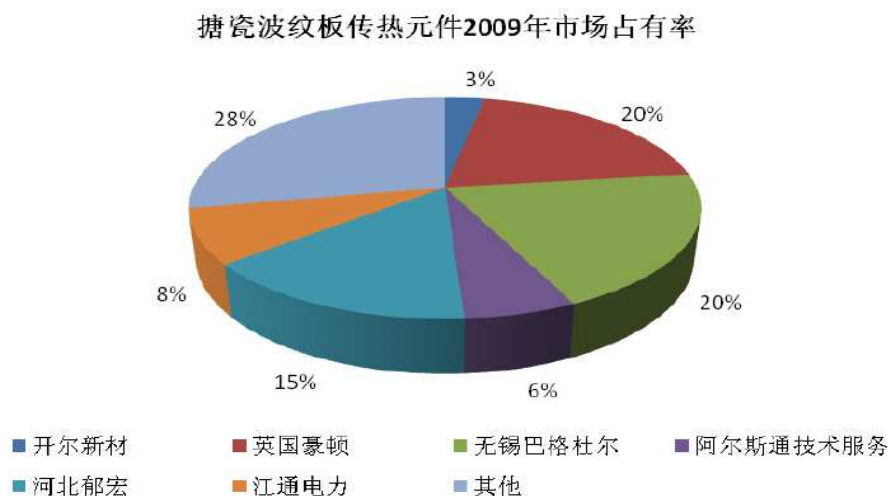
2.2 环保领域中电厂脱硫用搪瓷波纹板进口替代

公司的技术优势为进口替代提供可能。在 2003 年竞标中击败过美国标准 (广州) 洁具公司、德国奥美华公司和香港葆利昌等外资企业，从此打破外资对国内市场垄断。

在工业保护方面，尤其电厂脱硫用搪瓷波纹板还处于国外产品垄断下。搪瓷波纹板传热元件的功能是吸收燃煤电厂的烟气热量，然后将其交换给脱硫后的烟气，处于十分恶劣工作环境，烟气中的三氧化二硫、一氧化氮等遇水易生成强腐蚀性的硫酸和硝酸，对作为传热元件的材料腐蚀严重。搪瓷波纹板传热元件具有优良的耐酸耐腐蚀性能，在脱硫工程中的使用寿命预计可达 6 至 8 年，大幅度降低脱硫工程的建设与运营维护成本。由于我国 2003 年脱硫工程真正起步，2004 年进入高速发展阶段，公司该阶段正处于初创期，第一批的波纹板大部分都采用国外产品。阿尔斯通 (日本)、英国豪顿、德国巴克杜尔垄断了绝大部分市场份额，2004 年进口量约为 12,000 吨。而国内同行还在普遍采用湿法工艺，公司相比优势明显。由于产品整体性能已达到国际同类产品水平，并且价格仅是进口价格 60%，对国内同行工艺上的优势即有较大的成本优势，实现进口替代将是公司增长的新路径。另外，国家经贸委在《关于印发〈火电厂烟气脱硫关键技术与设备国产化要点〉的通知》中也明确支持脱硫设备的国产化。

近两年来公司已拉开进军电厂脱硫用搪瓷波纹板市场的序幕，已成功配套上海锅炉厂装备新建发电厂，成功推广应用于国内电厂的脱硫节能工程，另外还提供给国电浙江北仑、国电谏壁、华能长兴等多个火电厂。随着之前第一批波纹板寿命的终结，市场将迎来之前进口的 12000 吨存量的大规模替代，而且还没考虑新增量和未来脱硝领域的影响。2010 年公司产量仅 1500 余吨，工业保护搪瓷市场空间巨大。

图 5 2009 年搪瓷波纹板市场占有率



数据来源：公司招股书

2.3 新型搪瓷材料性能优异，针对传统产品的更新换代悄然走近

在建筑方面，相对于传统的涂料、瓷砖、复合材料铝板、水泥纤维增强板而言，新型搪瓷材料在耐久性、不燃无毒性、易洁性、色彩丰富程度上具有绝对优势。发达国家和香港很早就开始使用搪瓷材料进行装饰。

耐久性体现在“30 年零维护”，可以节约大量维护成本，同时由于表面涂层硬度高，抗划抗刻能力强。不燃且无毒体现在安全方面，火灾及其他灾害中不存在二次伤害，并且一般高温构不成破坏。清洁则完全可以使用机械清洗。因此，在对装饰材料要求极高的地下设施中搪瓷材料是“天生丽质”。

表 3 搪瓷钢板特性

主要特性	特性描述
耐久性	➢ 耐气候：对于大气层中的风化作用与其他材料比较，其抵御能力更强，根据美国国家标准局（National Bureau of Standards）三十年来的测试，搪瓷不随时间延长而有所变化 ➢ 耐磨性：莫氏硬度≥ 6，为所有金属表面涂层中最硬者，远高于涂料、塑料、硅酸钙板、铝合金、大理石等，瓷面细腻，抗刻划性能好 ➢ 耐酸碱性：耐酸性达AA级；耐碱性不失原有光泽 ➢ 耐热急变性：温差$\geq 100^{\circ}\text{C}$
不燃无毒性	➢ 经800°C以上高温烧制而成，所用材料均为不燃物质，产品具有很好的防火性，不燃性可达A1级 ➢ 与石材等其他材料相比，不产生辐射，在燃烧环境中无有毒、有害气体释放，兼具环保特点
易洁性	➢ 表面光滑细腻、硬度极高、不怕刻划、不易污染，可保持长久美观 ➢ 表面脏污易于清洁，光滑细腻不易吸附，“城市牛皮癣”等粘贴物易于清除
色彩丰富、美观、长效保真不褪色	➢ 瓷面细腻、光泽柔和，色彩靓丽、线条明快，特有的瓷玉质感使其装饰物大方雅致，具有其他材质无法比拟的独特风格，赋予建筑物与众不同的视觉效果，提升文化品位 ➢ 色彩丰富，以本公司为例，由于拥有釉料调配技术和大量配方储备，目前已有国际通用色卡系列PANTONE、RAL及自主研发色彩系列KES/KEG，可调配颜色已逾300种 ➢ 瓷釉属于无机材料，色彩稳定性高，长效保真不褪色

数据来源：公司招股书

表 4 搪瓷钢板与其他建材性能比较

项目	搪瓷钢板	涂料	瓷砖	复合材料铝板	水泥纤维增强板
表面效果	光滑细腻	粗糙	光滑	光滑	光滑
防火性	不燃，燃烧不产生有害气体	不燃	不燃	高温下变软熔化，产生烟雾	不燃，燃烧不产生有害气体

抗腐蚀性	性能优异	差	一般	一般	性能优异
抗冲击	性能优异	一般	差	较差，易变形	一般
维护保养	不易污染，易清洗	易污染，不易清洁	不易污染，易清洗	易污染，清洁时易变形	不易污染，易清洗
耐用性	30年以上	20年以上	5年以上	10年左右	20年以上
装卸难易	悬挂结构，装卸简便	需重新涂刷	需重新粘贴	装卸简便	装卸简便
色彩选择	丰富	颜色单一	浅色为主	较丰富	较丰富
防潮防水	较好	一般	一般	不好	较好

数据来源：公司招股书

此外，在文化品位、艺术欣赏角度下的搪瓷钢板艺术画，更是赋予装饰主体更多特质，搪瓷钢板艺术画案例有：

图 6 搪瓷钢板艺术画实例



上海地铁2号线淞虹路站——“海上春早”



上海地铁10号线图书馆站——“知识阶梯”



天津华纳酒店——“清风香凝”



上海长江隧道——“大上海”

数据来源：公司招股书

工业保护方面，搪瓷波纹板传热元件是工业保护搪瓷材料的代表性产品之一。搪瓷波纹板是金属与无机非金属材料的结合体，既有瓷的耐腐蚀性，

又有金属的传热性，因此在电厂脱硫环保、节能设施中被广泛应用，是燃煤发电厂脱硫设备烟气加热器、脱硝装置及空气预热器中的关键部件。考登钢和钛合金也是重要的工业保护材料，考登钢抗腐蚀能力较弱，同等条件下寿命在 1-3 年，大大低于搪瓷材料，钛合金虽然抗腐蚀能力极强，但是成本极高，非常不经济。

值得一提的是，搪瓷幕墙刚进入导入期，建筑幕墙行业空间极广阔。市场开拓程度可以直接影响公司的主营业务构成，即使一小块新突破对公司和搪瓷行业意义都将是深远的，对于这个新兴方向我们将持续关注。

图 7 搪瓷幕墙案例



荷兰海牙市政厅及中心图书馆



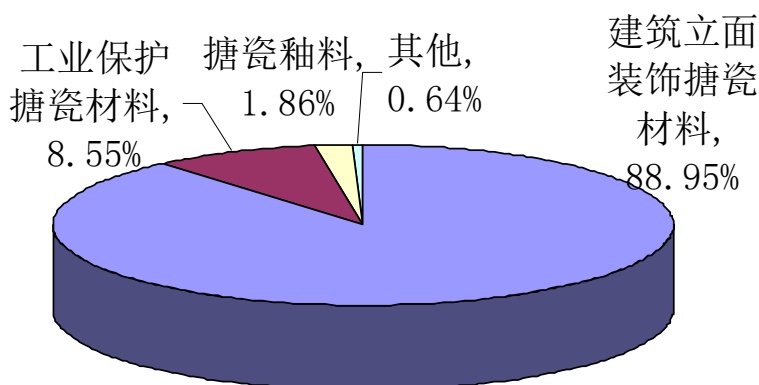
美国亚特兰大高级美术馆

数据来源：公司招股书

三、收入、利润增长快，毛利率较高

地铁和隧道装饰用立面搪瓷材料占到收入的 89%左右，环保领域的电厂脱硫波纹传热板占到 8.6%左右。

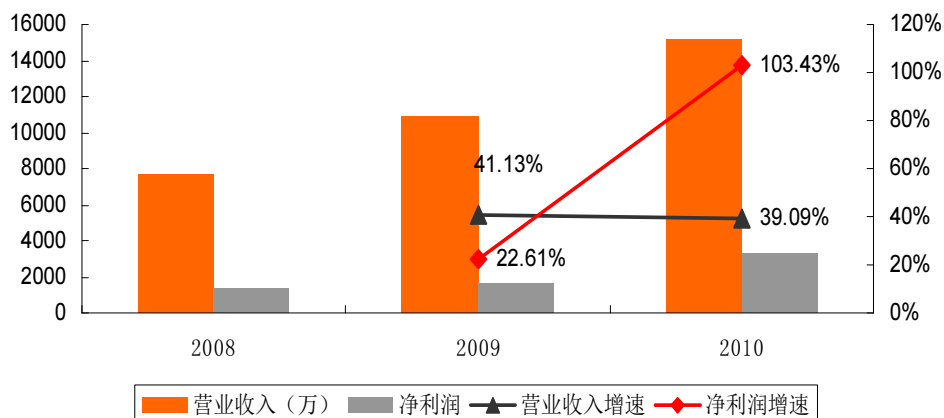
图 8 2010 年开尔新材主营构成



数据来源：公司招股书，湘财证券研究所

公司近两年主营收入增速在 39% 以上，净利润 2010 年增长超过 100%，收入和净利润都保持较高增速。

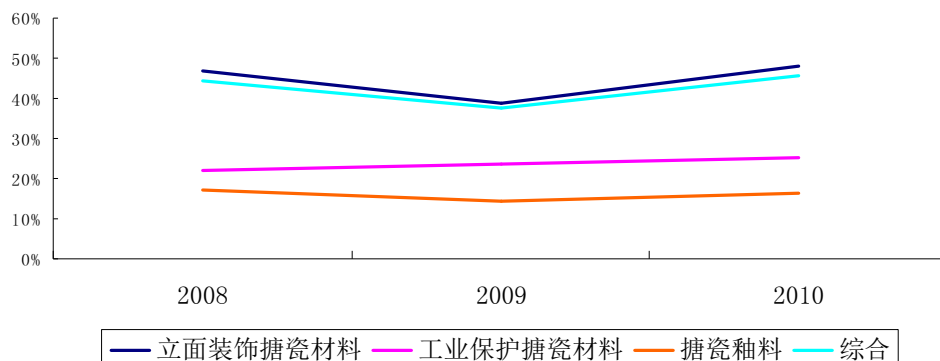
图 9 收入、利润增速



数据来源：公司招股书，湘财证券研究所

建筑装饰用搪瓷材料毛利润率近三年都在 38% 以上，工业保护用搪瓷材料毛利润率在 22% 以上，综合毛利润率三年均在 37% 以上，其中 2010 年 45.47%，2008 年也在 44% 以上，2008-2009 年受厂房搬迁影响略低于 40%，整体来看是处于较高水平。

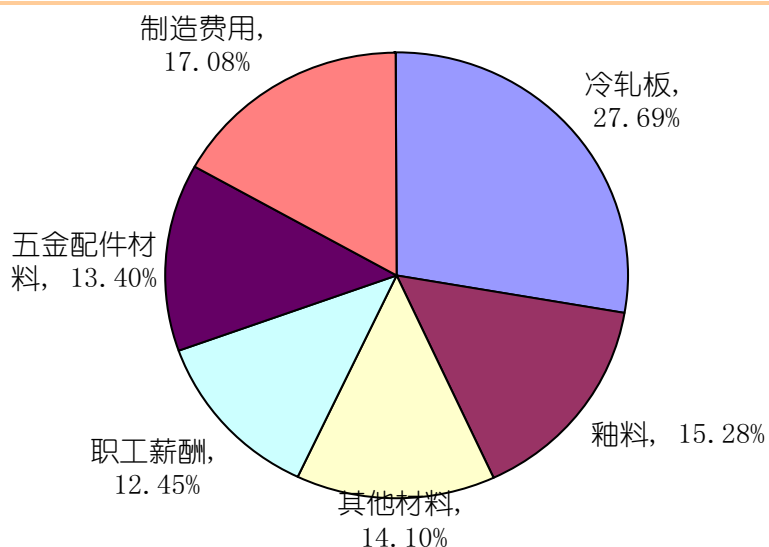
图 10 各业务毛利润率



数据来源：公司招股书，湘财证券研究所

成本方面，冷轧板、釉料、五金配件和其他材料作为原材料占据了70.47%，其中冷轧板占比27.69%。生产所用原材料均不存在被上游垄断的情况，在公司毛利较高和产品销量顺畅的情况下，原材料价格波动对公司利润影响是可以被消化和转嫁的。

图 11 2010 年成本构成



数据来源：公司招股书，湘财证券研究所

四、快速发展下遭遇产能瓶颈

经历几年的快速增长后，面对庞大的新增市场产能已经成为制约公司发展的瓶颈，连续两年产能利用率都达到了极限，超越了110%。2010年公司产能为20万吨，实际生产产量达到23.51万吨，产能利用率达117.55%，产能提高的潜力极小。

表 5 产能及产量情况

期间	2008	2009	2010
新型功能搪瓷材料产能（万平方米）	20	20	20
实际产量（万平方米）	8.75	25.04	23.51
产能利用率（%）	43.75%	125.2%	117.55%

数据来源：公司招股书，湘财证券研究所

公司公开发行不超过 2000 万股，拟募集资金用于支持其扩大产能继续发展。其中募投的新型功能性搪瓷材料产业化基地建设项目将增加 15 万平方米产能，2 年后达产时公司总产能将达到 35 万平方米。

表 6 拟募集项目如下

项目名称	投资规模（万元）	募集资金投入（万元）	实施周期
新型功能性搪瓷材料产业化基地建设项目	6000	6000	24 个月
企业技术研发中心建设项目	3000	3000	36 个月
网络营销升级项目	3000	3000	36 个月
其他与主营业务相关营运资金	-	-	
合计	12000	12000	

数据来源：公司招股书，湘财证券研究所

五、估值

预计公司 2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.6、0.9、1.3，考虑到公司的成长性和技术优势，给予 25-33 倍市盈率，合理价值在 15-19.8 元之间。

六、风险提示

强有力竞争者冲击公司行业地位；地铁、隧道项目建造计划大面积推迟；营销渠道开拓不力。

附表 1 分项产品盈利预测表

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
立面装饰	销量 (万平米)	8.03	23.47	19.72	26.00	34.00	42.00
	YoY %		192.28%	-15.98%	31.85%	30.77%	23.53%
	单价 (元/平米)	887.98	431.13	685.20	705.76	719.87	734.27
	YoY %		-51.45%	58.93%	3.00%	2.00%	2.00%
	收入 (万)	7130.50	10118.56	13512.20	18349.73	24475.72	30839.41
	成本 (万)	3805.79	6201.29	7006.50	9468.72	12629.82	15726.36
	单位成本 (元/平米)	473.95	264.22	355.30	364.18	371.47	374.44
	YoY %		-44.25%	34.47%	2.50%	2.00%	0.80%
	单位毛利 (元/平米)	414.04	166.91	329.90	341.58	348.41	359.83
	YoY %		-59.69%	97.66%	3.54%	2.00%	3.28%
工业保护	毛利率	46.63%	38.71%	48.15%	48.40%	48.40%	49.01%
	销量 (万平米)	0.71	1.57	3.79	7.00	13.00	24.00
	折合为吨	283	626.15	1517.78	2803.29	5206.11	9611.27
	YoY %		121.25%	142.40%	84.70%	85.71%	84.62%
	单价 (元/平米)	328.51	366.88	342.79	340	338	335
	YoY %		11.68%	-6.57%	-0.81%	-0.59%	-0.89%
	收入 (万)	233.24	576	1299.17	2380	4394	8040
	成本 (万)	181.88	439.19	972.27	1831.66	3435.68	6374.51
	单位成本 (元/平米)	256.17	279.74	256.54	261.67	264.28	265.60
	YoY %		9.20%	-8.29%	2.00%	1.00%	0.50%
搪瓷釉料	单位毛利 (元/平米)	72.34	87.14	86.25	78.33	73.72	69.40
	YoY %		20.46%	-1.02%	-9.18%	-5.89%	-5.86%
	毛利率	22.02%	23.75%	25.16%	23.04%	21.81%	20.72%
	收入 (万)	371.23	157.64	282.13	366.769	440.12	484.14
	成本 (万)	306.97	135.25	235.76	306.49	367.79	404.56
	毛利率	17.31%	14.20%	16.44%	16.44%	16.44%	16.44%
	收入 (万)	4.05	69.53	97.8	100	100	100
	成本 (万)		45.23	68.68	70	70	70
	总收入 (万)	7739.02	10921.73	15191.30	21196.50	29409.84	39463.54

数据来源：湘财证券研究所

附表 2 财务报表预测

损益表(百万)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	152	212	294	395
营业成本	83	114	162	223
毛利润	68	96	130	169
销售费用	28	33	41	46
管理费用	20	24	31	36
财务费用	1	0	0	0
营业利润	37	62	88	122
营业外收入净额	2	-6	-4	-1
利润总额	39	56	84	120
所得税	6	8	12	17
净利润	33	48	72	104
少数股东权益	-	-	-	-
归属母公司净利润	33	48	72	104
税率(%)	16	14	14	14
资产负债表(百万)	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	114	431	439	523
现金	10	297	269	291
存货	33	32	32	39
应收帐款	54	76	107	144
其他流动	-	-	-	-
长期投资	-	-	-	-
固定资产	51	51	81	111
其它资产	30	72	78	73
资产总额	179	528	567	657
流动负债	46	54	60	67
长期负债	-	-	-	-
其它负债	-	-	-	-
负债总额	59	71	81	92
少数股东权益	-	-	-	-
股本(万)	60	80	80	80
资本公积与盈	37	337	337	337
股东权益	119	457	486	565
负债与股东权益总	179	528	567	657
现金流量表(百万)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	33	48	72	104
折旧与摊销	7	7	11	15
营运资本变动	-41	-22	-30	-55
其它营业资产	2	66	49	11
经营活动现金流量	1	99	102	75
资本支出净额	-7	15	20	-
本期长期投资	-30	4	-1	-
其它资产变动	-	-30	-35	-15
投资活动现金流量	-23	-41	-56	-15
自由现金流量	90	123	138	183
现金增资	19	285	20	20
配股付息	1	3	2	1
其它	1	1	1	1
融资活动现金流量	19	283	19	20
本期产生现金流量	-3	341	65	80

财务报表分析	2010	2011E	2012E	2013E
每股资料分析(元)				
每股收益(EPS)	0.55	0.60	0.90	1.30
每股净值(BVPS)	0.02	0.06	0.06	0.07
每股营收	0.03	0.03	0.04	0.05
估值				
市盈率(PE)				
市净率(PB)				
PEG				
企业价值(EV)/营收				
EV/EBITDA				
EV/自由现金流				
盈利能力(%)				
毛利润率	44.5	45.3	44.1	42.7
营业利润率	24.3	29.2	29.9	30.9
EBITDA/营收	31.1	29.8	32.3	34.3
EBIT/营收	26.3	26.6	28.7	30.6
净利润率	21.5	22.8	24.6	26.3
资本回报率(%)				
净资产回报率	27.3	10.6	14.8	18.3
总资产回报率	18.2	9.2	12.7	16
投资资产回报率	20.4	9.5	13.3	16
年成长率(%)				
营业收入	39.1	39.5	38.7	34.2
EBITDA	91.2	33.7	50.2	42.4
EBIT	104.9	41.3	49.5	43.3
每股收益	96.4	9.9	49.4	43.5
每股净值	-51.8	186.9	6.5	16.2
偿债能力				
负债比率(%)	33.2	13.5	14.3	14.0
利息保障倍数	30.6	359.9	276.9	554.6
净负债/EBITDA	6.4			
流动比率(X)	2.5	8.0	7.3	7.8
速动比率(X)	1.8	7.4	6.8	7.2

数据来源：湘财证券研究所

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。