



建材/原材料

开尔新材 (300234)

产能释放在即，收入利润稳定增长

——开尔新材 2011 年中报点评

	韩其成	王丽妍
	021-38676162	021-38674623
	hanqicheng@gtjas.com	wangliyan008084@gtjas.com
编号	S0880511010022	S0880511080002

本报告导读：

公司 2011 年上半年实现营业收入 1.05 亿元，同增 41.25%，实现净利润 2446.5 万元，同增 36.89%。

投资要点：

开尔新材公布 2011 年上半年业绩，实现营业收入 1.05 亿元，同增 41.25%，实现净利润 2446.5 万元，同增 36.89%，收入和盈利稳步增长。其中主打产品立面装饰搪瓷材料收入 9544.8 万元，同增 42.85%，毛利率上升 4.03%；工业保护搪瓷材料收入 754.8 万元，同增 37.94%，毛利率上升 7.3%。公司收入的增长主要来自承接工程项目增加。华南地区销售额显著增长，系深圳地铁工程陆续结算所致，公司总体销售结构仍以华东华南地区为主。

公司是首家进入国内地铁装饰搪瓷钢板领域的国内企业，打破了国外厂商对国内市场的垄断格局，在地铁装饰搪瓷钢板市场中，公司产品市场占有率达 60%。市场份额绝对领先。搪瓷波纹板传热元件市场竞争充分，公司市场份额居行业前十。以上海现已投入运营的 12 条线路为例，总长 435 公里，站点 307 个，平均站点间隔 1.4 公里。按照此地铁站点密度，和已规划的 2010-2020 年新增运营里程计算，不考虑未来新增地铁建设规划，未来 10 年将新增站点 2,600 个以上，预计市场容量在 300 万平方米以上。

建筑装饰用搪瓷材料目前还处于垄断竞争的格局，包括公司在内 3 家企业占据全国绝大部分份额，公司市占率高达 60%。公司募投 40 万平方米的立面装饰搪瓷材料产能将在两年内逐步投放，公司将分三年建设 4 个辐射全国的区域营销中心，优化营销管理模式。公司的优势在于先行扩张产能，抢占市场先机，未来的风险主要来自于占有率的下降。我们预测公司 11-13 年 EPS：0.57、0.82、1.05 元，首次给予谨慎增持评级，目标价 24 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	109	152	228	355	470
(+/-)%	41%	39%	50%	55%	33%
经营利润 (EBIT)	19	39	58	86	112
(+/-)%	7%	102%	47%	50%	30%
净利润	16	33	46	66	84
(+/-)%	23%	103%	40%	45%	27%
每股净收益 (元)	0.71	0.54	0.57	0.82	1.05
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	17.7%	25.8%	25.2%	24.4%	23.8%
净资产收益率 (%)	17.2%	27.3%	27.0%	30.1%	29.3%
投入资本回报率 (%)	17.6%	24.6%	19.1%	19.6%	19.1%
EV/EBITDA	21.0	29.8	28.0	18.8	14.7
市盈率	32.2	42.2	40.2	27.8	21.8
股息率 (%)	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**谨慎增持**

上次评级：首次

目标价格：**24.00**

上次预测：

当前价格：**22.90**

2011.08.15

交易数据

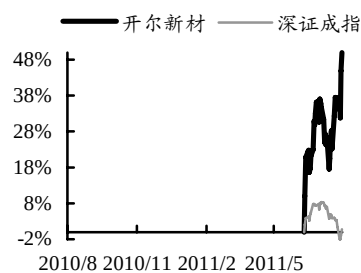
52 周内股价区间 (元)	14.62-23.32
总市值 (百万元)	1,832
总股本/流通 A 股 (百万股)	80/16
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	20%
日均成交量 (百万股)	0
日均成交值 (百万元)	0

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	353
每股净资产	4.41
市净率	5.2
净负债率	4%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	-	0.19
Q2	-0.01	0.12
Q3	0.01	0.13
Q4	0.54	0.13
全年	0.54	0.57

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	10%	0%	0%
相对指数	16%	5%	-9%

相关报告

《领先新型搪瓷材料提供商》

2011.06.09

模型更新时间: 2011.08.15

股票研究

原材料

建材

开尔新材 (300234)

评级: 谨慎增持

上次评级: 首次

目标价格: 24.00

上次预测:

当前价格: 22.90

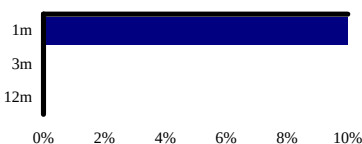
公司网址

www.zjke.com

公司简介

公司是国内新型功能性搪瓷材料产业化应用的市场引领者和行业领航者。公司主要产品为建筑装饰用搪瓷钢板和搪瓷波纹板传热元件, 主要应用于地铁、城市隧道、机场、高铁等大型交通枢纽, 体育馆、展览馆、医院等公共设施, 会议中心、酒店、商务楼宇等高端物业, 以及电厂脱硫工程、节能设施。公司拥有 14 项专利技术和涉及专用釉料研发、搪瓷钢板处理工艺的多项非专利技术, 另有 2 项发明专利和 2 项实用新型专利获受理, 主营产品“新型装饰搪瓷钢板”和“GGH 搪瓷波纹板传热元件”被认定为国内领先项目产品。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

14.62-23.32

市值 (百万)

1,832

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

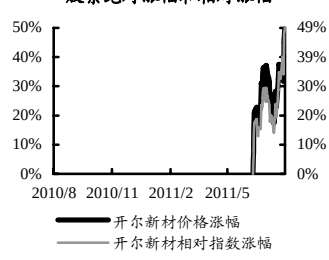
EV/EBITDA

P/S

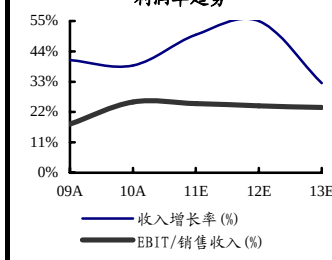
股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	109	152	228	355	470
营业成本	68	83	126	199	265
税金及附加	1	2	2	4	5
销售费用	6	9	12	20	26
管理费用	15	20	30	46	63
EBIT	19	39	58	86	112
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	1	1	4	9	13
营业利润	16	37	52	76	98
所得税	2	6	8	12	15
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	16	33	46	66	84
货币资金、交易性金融资产	10	10	12	14	17
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	54	51	120	191	229
无形及其他资产	7	13	19	24	30
资产合计	176	179	377	528	680
流动负债	83	46	192	292	374
非流动负债	0	14	14	14	14
股东权益	93	119	169	219	287
投入资本(IC)	96	135	255	373	495
NOPLAT	17	33	49	73	95
折旧与摊销	5	7	11	19	27
流动资金增量	8	-50	-63	-43	-80
资本支出	-25	7	-84	-94	-69
自由现金流	6	-2	-87	-45	-27
经营现金流	9	6	-3	51	44
投资现金流	-25	-23	-84	-94	-69
融资现金流	19	19	89	45	28
现金流净增加额	3	1	2	2	3
收入增长率	41.1%	39.1%	50.3%	55.3%	32.7%
EBIT 增长率	6.7%	102.2%	46.9%	50.3%	29.5%
净利润增长率	22.6%	103.4%	40.0%	44.6%	27.2%
利润率					
毛利率	37.5%	45.5%	44.6%	44.0%	43.6%
EBIT 率	17.7%	25.8%	25.2%	24.4%	23.8%
净利率率	14.7%	21.5%	20.0%	18.6%	17.8%
净资产收益率(ROE)	17.2%	27.3%	27.0%	30.1%	29.3%
总资产收益率(ROA)	9.1%	18.2%	12.1%	12.5%	12.3%
投入资本回报率(ROIC)	17.6%	24.6%	19.1%	19.6%	19.1%
存货周转天数	168	159	170	180	185
应收账款周转天数	115	116	120	120	120
总资产周转天数	489	426	444	78	59
净利润现金含量	0.54	0.17	-0.06	0.77	0.52
资本支出/收入	23%	-5%	37%	26%	15%
资产负债率	47.1%	33.2%	54.7%	58.0%	57.1%
净负债率	3.2%	12.7%	50.7%	70.2%	72.4%
PE	32.2	42.2	40.2	27.8	21.8
PB	5.5	11.5	10.8	8.4	6.4
EV/EBITDA	21.0	29.8	28.0	18.8	14.7
P/S	4.7	9.0	8.0	5.2	3.9
股息率	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%

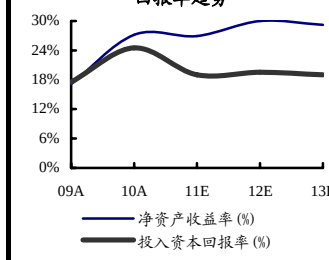
股票绝对涨幅和相对涨幅



利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

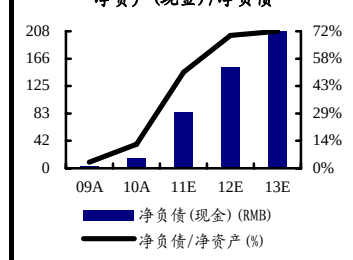
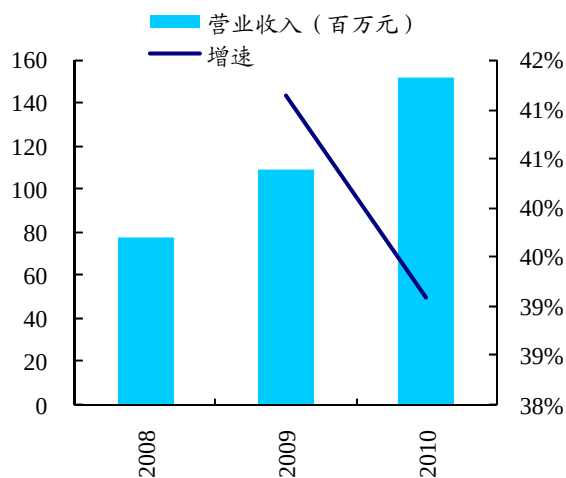
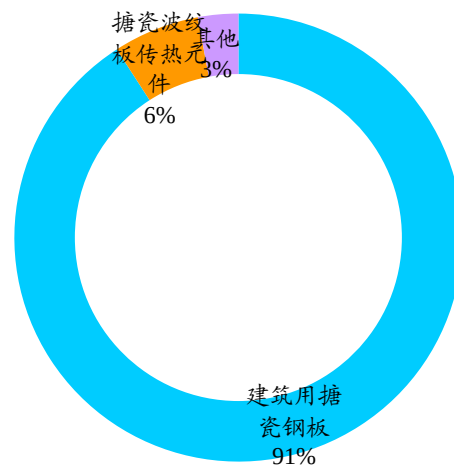


图 1: 开尔新材 2010 年收入构成



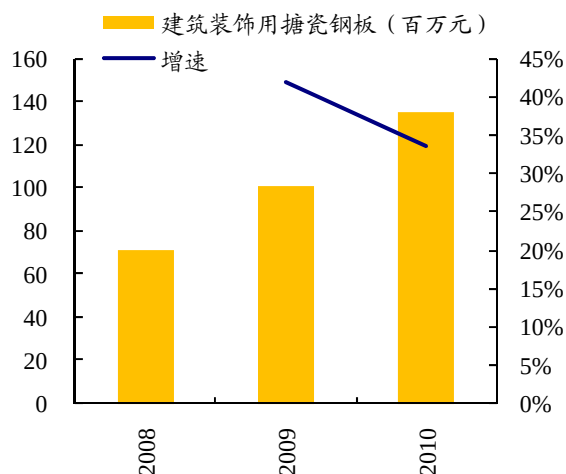
数据来源: 公司招股意向书、国泰君安证券研究

图 2: 开尔新材 2010 年产品构成



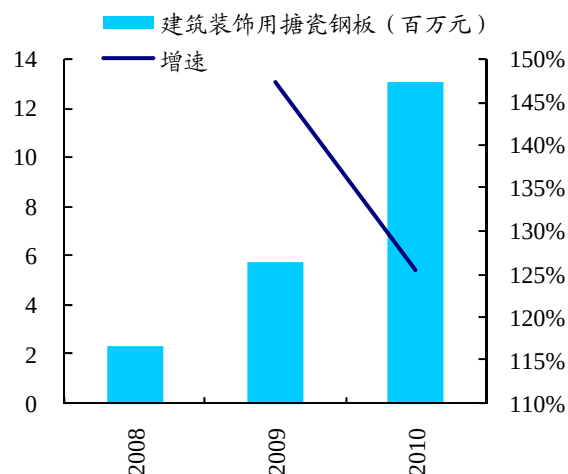
数据来源: 公司招股意向书、国泰君安证券研究

图 3: 2008-2010 年公司建筑装饰用搪瓷钢板收入



数据来源: 公司招股意向书、国泰君安证券研究

图 4: 2008-2010 年公司搪瓷波纹板传热元件收入



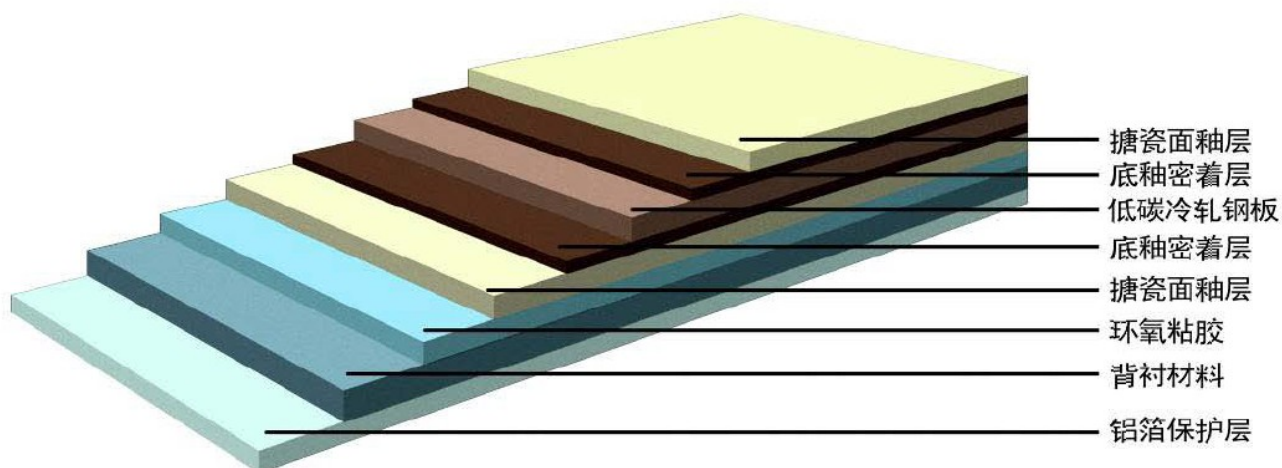
数据来源: 公司招股意向书、国泰君安证券研究

表 1: 2008-2010 年公司产能、产能利用率变化

	2008	2009	2010
新型功能性搪瓷材料 (万平方米)	20	20	20
产量 (万平方米)	8.75	25.04	23.51
其中: 建筑装饰用搪瓷钢板	8.04	23.47	19.72
搪瓷波纹板传热元件	0.71	1.57	3.79
产能利用率 (%)	43.75	125.70	117.55

数据来源: 公司招股意向书、国泰君安证券研究

图 5：内立面装饰搪瓷钢板产品构造



数据来源：公司招股意向书、国泰君安证券研究

图 6：传统搪瓷材料代表产品



数据来源：公司招股意向书、国泰君安证券研究

图 7：搪瓷材料新应用



数据来源：公司招股意向书、国泰君安证券研究

表 2：新型功能性搪瓷材料特性

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较，其抵御能力更强，根据美国国家标准（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 $\geq 100^{\circ}\text{C}$
不然无毒性	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

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

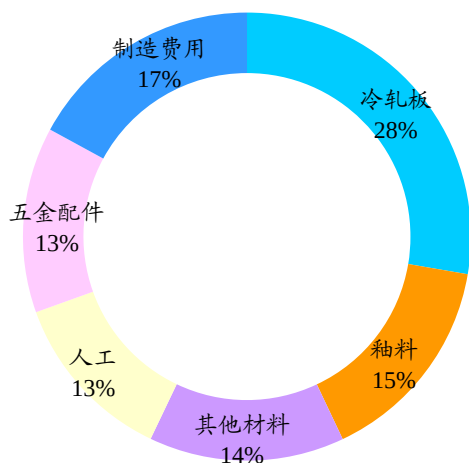
色彩丰富、美观、长效保真不褪色

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

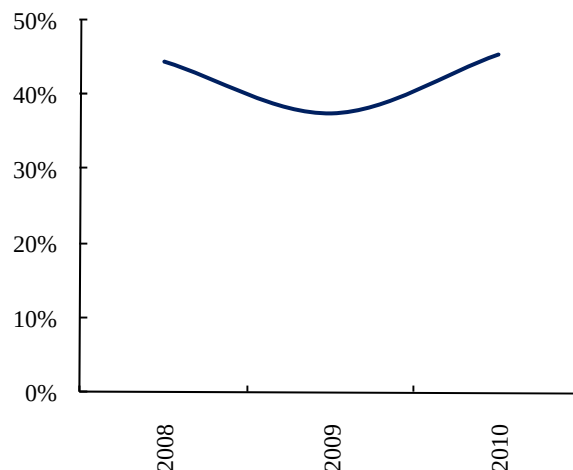
数据来源: 公司招股意向书、国泰君安证券研究

图 8: 2010 年公司成本构成



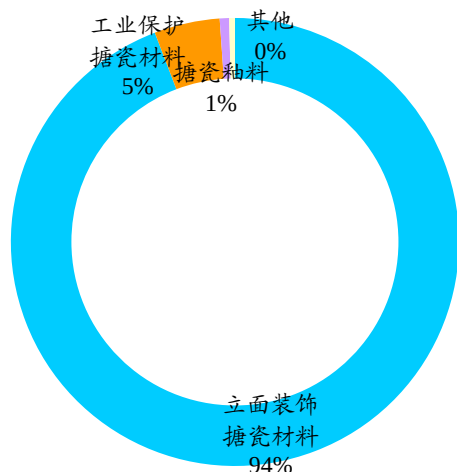
数据来源: 公司招股意向书、国泰君安证券研究

图 9: 2008-2010 年公司综合毛利率



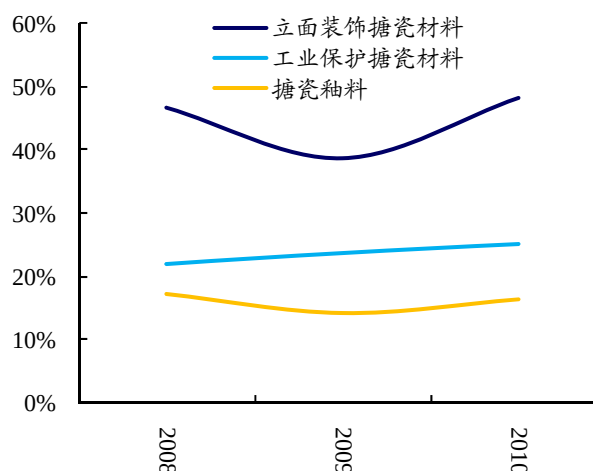
数据来源: 公司招股意向书、国泰君安证券研究

图 10: 2010 年公司毛利构成



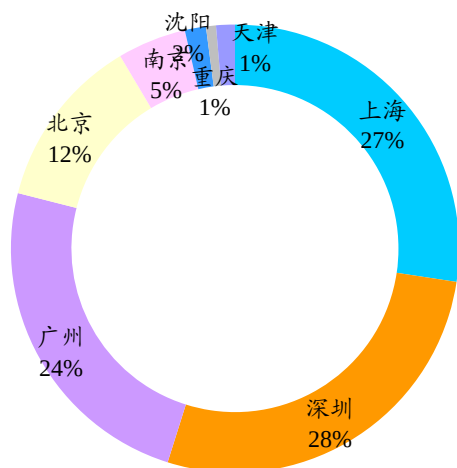
数据来源: 公司招股意向书、国泰君安证券研究

图 11: 2008-2010 年公司分产品毛利率



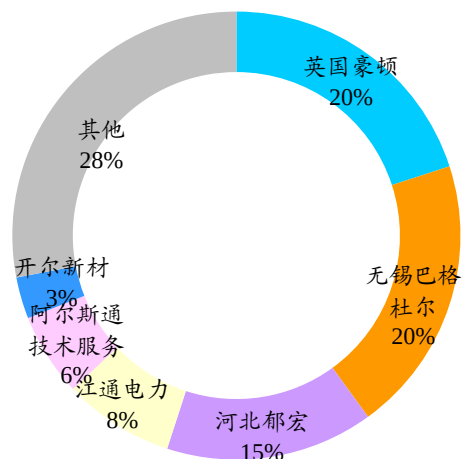
数据来源: 公司招股意向书、国泰君安证券研究

图 12: 国内各城市地铁装饰搪瓷钢板招标量



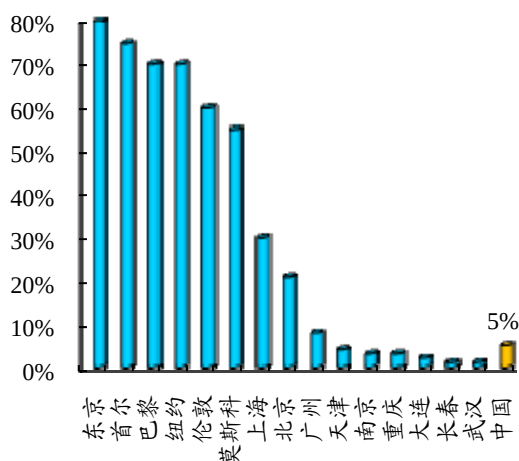
数据来源: 公司招股意向书、国泰君安证券研究

图 13: 国内搪瓷波纹板传热元件 2009 年市场份额



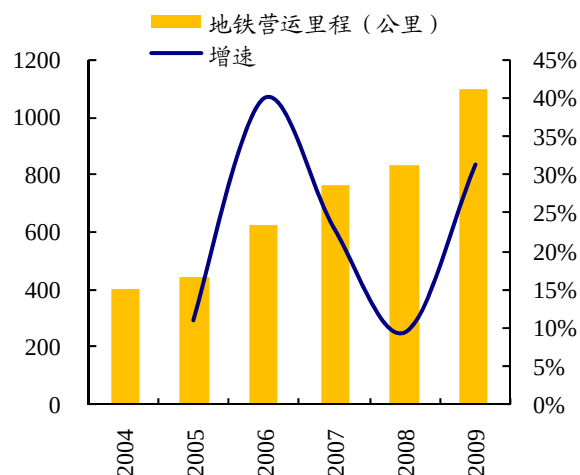
数据来源: 公司招股意向书、国泰君安证券研究

图 14: 各城市地铁交通占客运交通总量比重



数据来源: 公司招股意向书、国泰君安证券研究

图 15: 2004-2009 年全国地铁运营里程



数据来源: 公司招股意向书、国泰君安证券研究

作者简介:**韩其成:**

执业资格证书编号: S0880511010022

电话: 021-38676162

邮箱: hanqicheng@gtjas.com

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士, 山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2010、2009、2008 年新财富最佳分析师非金属建材第一名、第三名、第三名, 2010、2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2010、2009、2008 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第二名、第三名、第三名。2010 年水晶球奖最佳分析师建筑与工程行业第二名。

熊昕 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880111030019

电话: 021-38676715

邮箱: xiongxin009291@gtjas.com

建材、建筑行业助理研究员, 丹麦罗斯基勒大学生物信息学硕士, 2010 年加入国泰君安证券。

张琨 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110090085

电话: 021-38674754

邮箱: zhangkun008742@gtjas.com

建材、建筑行业助理研究员, 上海财经大学数量经济专业硕士, 2010 年加入国泰君安证券。

王丽妍:

执业资格证书编号: S0880511080002

电话: 021-38674623

邮箱: wangliyan008084@gtjas.com

建材、建筑行业助理研究员, 清华大学金融硕士, 2009 年加入国泰君安证券。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		