

新材料龙头 小荷才露尖尖角

买入首次

目标价格：25.2 元

投资要点：

- 新型功能性搪瓷材料行业龙头企业，盈利稳定增长
- 订单不断增加，市场份额逐渐扩大，保证公司的收入及利润增长
- 搪瓷幕墙未来会出现爆发式增长

报告摘要：

- **新型功能性搪瓷材料行业龙头企业，盈利稳定增长。**公司是我国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，主营产品内立面装饰搪瓷钢板在地铁搪瓷钢板内饰景观工程中的累积市场占有率达 60%。2010 年、2009 年、2008 年的营业收入增长率分别达 39.09%、41.13%和 18.73%，呈现快速增长态势。
- **立足新材料，抢占新市场。订单不断增加，市场份额逐渐扩大，保证公司收入及利润增长。**公司 2011 年 4 月在手订单为 2 亿元，到 9 月为止，签订后尚未执行的 1000 万以上的订单为 6000 万，9 月 6 日公司公告中标金额 7700 万。合同的履行将对公司 2012 年及未来年度的经营业绩产生较为积极的影响。目前公司功能性搪瓷材料在隧道市场占有率 100%，在地铁等领域占有率 60%，行业龙头地位稳定。搪瓷波纹板传热元件进入更换高峰期，市场空间大，高增速长可期。
- **搪瓷幕墙未来会出现爆发式增长。**公司现在搪瓷幕墙产品订单主要来自海外市场，预计 2011 年下半年开始可以在国内接单。目前这种材料还处于导入期，国内幕墙主要采用铝材、玻璃等材料，但市场有很强的示范效应，一旦搪瓷幕墙的优于其他材料的特性在应用中得到认可，就会出现爆发式增长。我们看好这项业务的爆发。
- **盈利预测与估值。**根据我们的业绩估值模型，预测公司 2011-2013 年公司的 EPS 分别为 0.64 元、0.84 元、1.18 元，按 11 月 11 日的公司收盘价为 20.59 元计算，对应的市盈率分别为 32.17 倍、24.51 倍、17.45 倍，按 2012 年 25—30 倍市盈率估值，未来 6 个月的目标价格为 21—25.2 元，首次给予“买入”评级。

经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	109.22	151.91	211.43	296.61	420.22
增长率(%)	41.13	39.09	39.18	40.29	41.67
净利润	16	33	51	67	94
增长率	22.57	103.43	57.16	30.49	40.72
EPS	0.71	0.55	0.64	0.84	1.18
PE	--	37.44	32.17	24.51	17.45

中小市值上市公司研究组

非金属矿物制品行业

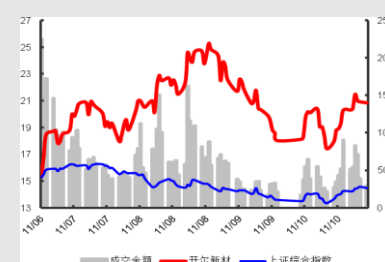
高级分析师：

王凤华 (S1180511010001)

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

市场表现



公司重要数据

总股本(万)	8000
流通 A 股(万)	2000
BPS (2011 年三季报)	4.54
EPS (2011 年三季报)	0.53
净资产收益率	16.98%
11 月 11 日股价	20.59

数据来源：wind

实习生岳苗对本文亦有贡献

目录

一、公司基本情况	4
(一) 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	4
(二) 公司的股东和子公司	4
二、公司主营产品分析	5
(一) 新型功能性搪瓷行业龙头	5
(二) 四大产品应用领域	5
1、内立面装饰搪瓷钢板	5
2、搪瓷波纹板传热元件	6
3、建筑幕墙	7
4、城市服务搪瓷材料	7
(二) 主营业务的盈利稳定增长	7
三、新型功能性搪瓷行业的发展前景	9
(一) 新型功能性搪瓷材料的特性	9
(二) 新型功能性搪瓷材料发展的影响因素	10
(三) 新型功能性搪瓷材料具体产品市场分析	10
1、内立面装饰搪瓷钢板市场	10
2、搪瓷钢板幕墙市场	11
3、工业保护搪瓷材料市场	11
4、城市服务搪瓷材料市场	11
四、公司的未来业绩增长点	12
(一) 城市化加快确定未来市场需求空间巨大	12
(二) 搪瓷波纹板传热元件逐渐实现进口替代	12
(三) 烟气脱硫环保政策有利搪瓷波纹板传热元件发展	12
(四) 强大的研发实力	13
(五) 募投项目投产解决产能瓶颈问题	13
五、盈利预测与估值	13
(一) 营业收入预测	14
营业收入分产品分析	14
(二) 盈利预测	14
盈利预测表	15
六、风险提示	17

插图

图 1: 公司主营产品所处的发展周期.....	5
图 2: 建筑装饰用搪瓷钢板在地铁中的应用.....	6
图 3: 建筑装饰用搪瓷钢板在其他地下空间中的应用.....	6
图 4: 搪瓷幕墙的应用.....	7
图 5: 城市服务搪瓷材料的应用.....	7
图 6: 销售毛利率和销售净利率走势.....	8
图 7: 主营收入及增长趋势.....	8
图 8: 2011 年上半年主营收入构成.....	8
图 9: 公司主营收入占比变化.....	8
图 10: 公司主营产品的毛利变化趋势.....	9

表格

表 1: 公司股本结构.....	4
表 2: 新型功能性搪瓷材料特点.....	9
表 3: 募投项目介绍.....	13
表 4: 营业收入预测（万）.....	14
表 5: 利润预测表.....	15
表 6: 预测的资产负债表.....	15
表 7: 主要财务指标.....	16

一、公司基本情况

(一) 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

公司自设立以来一直致力于新型功能性搪瓷材料的前瞻性研发和市场化推广,是我国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,主营产品内立面装饰搪瓷钢板在地铁搪瓷钢板内饰景观工程中的累积市场占有率达 60%,同时也是行业内唯一一家上市公司。

公司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/T 234-2008),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。

公司已取得 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 项实用新型专利已获受理。公司是国家高新技术企业、浙江省创新型试点企业,主营产品“新型装饰搪瓷钢板”和“GGH 搪瓷波纹板传热元件”均获得国家火炬计划项目和浙江省高新技术产品认定,“高乳浊光亮钛白釉料”获得浙江省高新技术产品认定。

(二) 公司的股东和子公司

公司第一大股东为邢翰学,控股比例为 37.50%,公司实际控制人为邢翰学、吴剑鸣、邢翰科。

表 1: 公司股本结构

股东	股数(万股)	持股比例(%)
邢翰学	3000	37.50
吴剑鸣	1035	12.94
邢翰科	990	12.38
诚鼎创投	240	3.00
圭石创投	204	2.55
黄铁祥	156	1.95
顾金芳等自然人	375	4.69
社会公众股	2000	25.00
合计	8000	100.00

资料来源:公司招股说明书、宏源证券

公司只有唯一一家全资子公司合肥翰林搪瓷有限公司,注册资本 3000 万,经营范围是搪瓷钢板、传热组件、金属制品、公共环卫设施生产、加工销售;装饰工程,化工原料(除危险品)、有色金属销售,技术咨询、服务。

二、公司主营产品分析

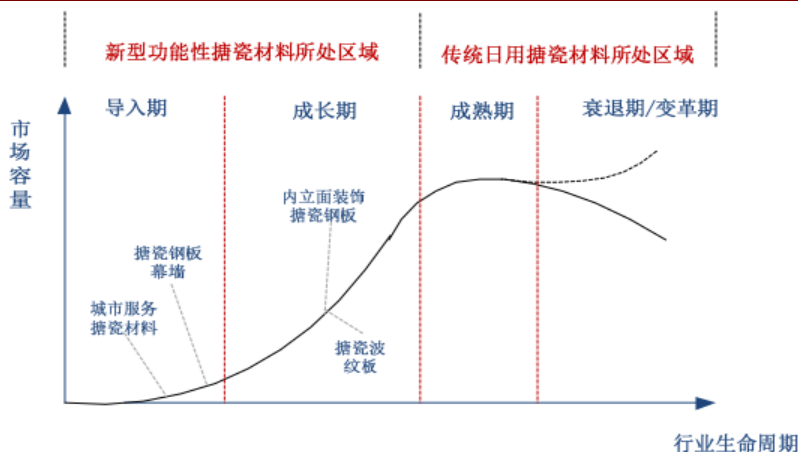
（一）新型功能性搪瓷行业龙头

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。主要收入和利润来自立面装饰搪瓷材料，业务增长前景良好。

新型功能性搪瓷材料是以优质低碳钢板等为基材，与无机非金属材料经喷涂、高温烧成，两者产生紧密化学键形成的复合材料，是迅速崛起的新兴产业，应用包括建筑立面装饰、工业保护、城市公共服务设施等多个领域。

主要产品内立面装饰搪瓷钢板和搪瓷波纹板传热元件处于成长期，搪瓷钢板幕墙和城市服务搪瓷材料正处于导入期向成长期过渡阶段，市场潜力巨大。

图 1：公司主营产品所处的发展周期



资料来源：宏源证券 公司招股说明书

（二）四大产品应用领域

1、内立面装饰搪瓷钢板

建筑装饰用搪瓷钢板以其特有的瓷玉质感、色彩靓丽、不燃烧、防潮、耐酸碱、30 年零维修、模块化结构装卸简便等优点，已成为地下空间内饰景观设计首选材料，是目前新型功能性搪瓷材料中发展最为成熟的部分。

建筑装饰用搪瓷钢板的市场处于垄断竞争状态，包括公司在内的 3 家企业占据市场上大部分的份额，其中公司是国内首家进入地铁内饰搪瓷钢板领域的内资企业，在地铁工程中的占比为 60%。

公司产品在国内地铁内饰景观市场广泛应用。具体包括：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。建筑

装饰用搪瓷钢板在地铁线路中的应用广度呈现明显上升趋势。9月6日公司收到上海申通地铁公司中标通知书，中标的项目为“上海轨道交通九号线三期工程、上海轨道交通十三号线工程（搪瓷钢板）装饰材料供应工程5标”和“上海轨道交通十二号线工程（搪瓷钢板）装饰材料供应工程7标”。合同的履行将对公司2012年及未来年度的经营业绩产生较为积极的影响。

图2：建筑装饰用搪瓷钢板在地铁中的应用



资料来源：宏源证券 公司招股说明书

公司的装饰搪瓷钢板也广泛用于隧道和地下人行通道等地下空间的内饰景观。具体包括：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。正在规划中的重大项目还有杭州湾海底隧道、渤海湾海底隧道和珠港澳大桥海底隧道等，合计建设里程数额巨大。

图3：建筑装饰用搪瓷钢板在其他地下空间中的应用



资料来源：宏源证券 公司招股说明书

2、搪瓷波纹板传热元件

搪瓷波纹板传热元件（GGH）是工业保护搪瓷材料的代表性产品之一，它是金属与

无机非金属材料的结合体，既有搪瓷的耐腐蚀性能，又有金属的传热性能，在电厂脱硫环保、节能设施中广泛使用，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配件。

公司搪瓷波纹板传热元件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，供应国电浙江北仑、国电谏壁、华能长兴等多个电厂。

3、建筑幕墙

2010 年公司将新型功能性搪瓷材料技术延伸至建筑幕墙领域，开始搪瓷钢板幕墙的市场化推广，并已在卡塔尔、俄罗斯等海外市场率先实现突破。但是搪瓷钢板幕墙市场尚处于导入期，公司目前该产品主要销往国外，2011 年下半年有望开始在国内开始接单，搪瓷钢板幕墙可以在建筑中对非采光部分的花岗石等传统材料实现替代，市场空间较大，但发展情况尚需观察。

图 4：搪瓷幕墙的应用



荷兰海牙市政厅及中心图书馆



美国亚特兰大高级美术馆

资料来源：宏源证券 招股说明书

4、城市服务搪瓷材料

城市服务搪瓷材料主要应用于搪瓷公交亭、巴士站、售货亭、发光搪瓷标牌等。

图 5：城市服务搪瓷材料的应用



搪瓷公交巴士站



搪瓷公交巴士站

资料来源：宏源证券 招股说明书

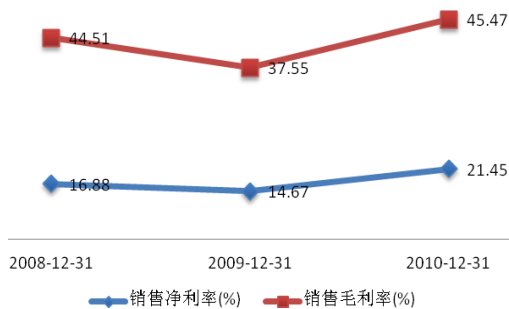
（二）主营业务的盈利稳定增长

公司主营业务发展迅速,营业收入由 2008 年 7739.01 万元增至 2010 年的 15191.30 万元,年复合增长率达 40.11%;净利润由 2008 年 1306.55 万元增至 2010 年的 3258.82 万元,年复合增长率达 57.93%。

2011 年前 3 季度实现收入 1.49 亿,同比增长 35.2%,归属上市公司净利润 3505 万,同比增长 44.7%,前 3 季度实现 EPS0.53 元,其中 3 季度实现 EPS0.16 元,单季度净利润增长 66.8%,毛利率高达 52.9%,整个 2011 年前 3 季度毛利率达到 51.5%。

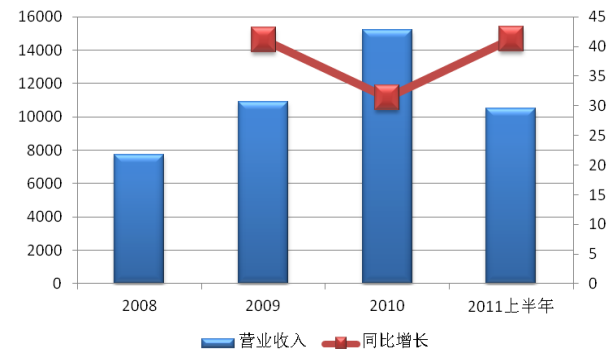
公司的收入确认方式与房地产企业类似,2011 年前三季度完成的结算的工程有:深圳地铁(一号线、三号线、五号线);重庆地铁三号线一期工程、青岛胶州湾隧道工程、青岛胶州湾湾口海底隧道青岛端接线工程等。今年公司承接的项目数量大增,截止 2011 年 4 月,新接的订单已有 2 亿元,9 月又收到上海申通地铁公司的中标通知书,确认 7702 万元的订单(还没有签订)。但 9 月底,已经签订还没有执行的 1000 万以上的销售合同就有 6000 万。由于地铁的建设周期为 1 年,这些订单将直接影响对 2012 年的收入,能够提前确定 2012 年的收入增长。

图 6: 销售毛利率和销售净利率走势



资料来源: 宏源证券 Wind

图 7: 主营收入及增长趋势



资料来源: 宏源证券 Wind

公司的主营产品主要分为工业保护搪瓷材料、立面装饰搪瓷材料、搪瓷材料。其中立面装饰搪瓷材料的占比一直保持在 90%以上,是公司最主要的产品,即内立面装饰搪瓷钢板。公司各个产品在主营收入中占比的变化幅度不大,工业保护搪瓷材料(搪瓷波纹板传热元件)由 2008 年的 3.01%增长到 2011 年上半年的 7.19%,呈逐渐增长的趋势;立面装饰搪瓷材料(搪瓷钢板)由 2008 年的 92.14%逐渐下降的 2011 年上半年的 90.91%。但是随着工业保护搪瓷材料市场的逐渐开拓,公司未来会形成三大产品搪瓷幕墙、搪瓷波纹板传热元件、搪瓷钢板各占三分之一的产品结构。

图 8: 2011 年上半年主营收入构成

2011 年上半年公司主营构成

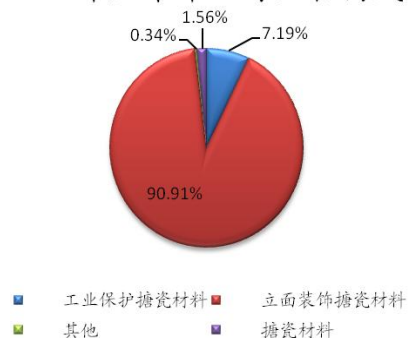
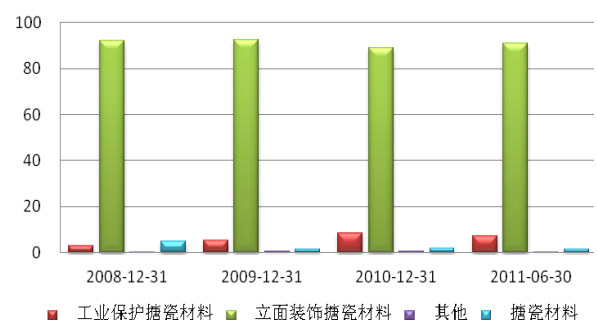


图 9: 公司主营收入占比变化

主营收入占比变化

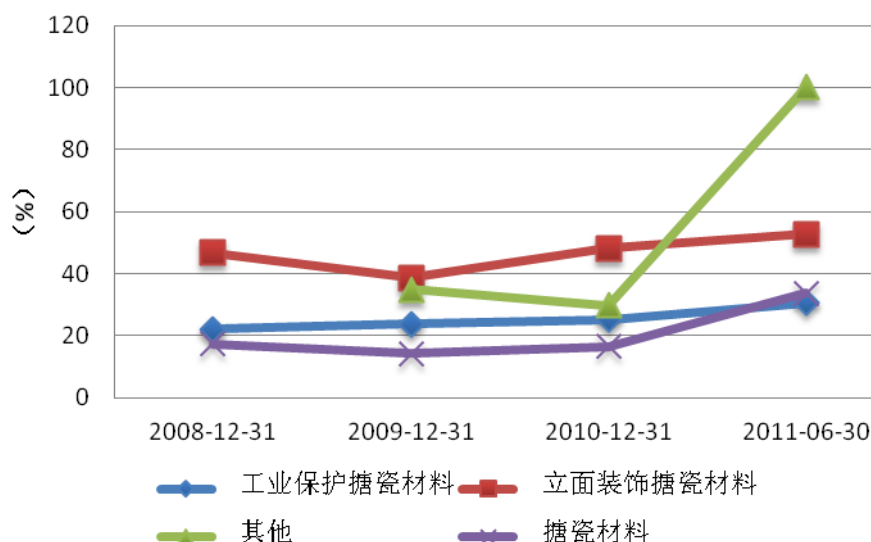


资料来源：宏源证券 Wind

资料来源：宏源证券 Wind

工业用装饰搪瓷材料（搪瓷波纹板传热元件）由 2008 年的 22.01% 逐年增长到 2011 年上半年的 30.5%，目前和搪瓷钢板共用一条生产线生产，销售情况不如搪瓷钢板，但是整体增长趋势非常确定；立面装饰搪瓷材料（搪瓷钢板）虽然 2009 年的毛利略微下滑，但是一直保持为公司最盈利的产品，毛利在 40% 以上，今年上半年更是达到 52.65%；搪瓷材料的毛利也是由 2008 年的 17.3% 增长到今年上半年的 33.68%。

图 10：公司主营产品的毛利变化趋势



资料来源：宏源证券 wind

三、新型功能性搪瓷行业的发展前景

（一）新型功能性搪瓷材料的特性

新型功能性搪瓷材料以优质低碳钢板为基材，与无机非金属材料经喷涂、高温烧成，两者产生紧密化学键形成的复合材料。具体特点如下：

表 2：新型功能性搪瓷材料特点

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 ➢ 耐酸性：耐酸性达 AA 级；耐碱性不失原有光泽 ➢ 耐热急变性：温差≥100℃
不燃无毒性	➢ 经 800℃ 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

资料来源：招股说明书、宏源证券

（二）新型功能性搪瓷材料发展的影响因素

功能性搪瓷材料的发展与经济发展水平、国民消费能力密不可分。它的主要应用是地铁、城市隧道、地下人行通道及其他一些高端建筑、机场等场所。而这些场所的建设和城市化的进程紧密相连，国家规划和投资力度决定了这些设施的建设，从而决定了功能性搪瓷材料的需求空间。

国民经济实力飞跃增长，开始注重材料功能性和环保性。而功能性搪瓷材料自身的无辐射、无有毒气体释放的环保特性非常符合国家在材料方面的发展方向。功能性搪瓷材料取代传统日用搪瓷成为发展重点，应用领域进入建筑立面装饰、工业保护、城市公共服务设施等领域，这与搪瓷这一复合材料具有的抗蚀耐久、不燃无毒、无辐射、色彩丰富、长效保真不褪色、易清洁、抗刻划等特性密不可分。

（三）新型功能性搪瓷材料具体产品市场分析

1、内立面装饰搪瓷钢板市场

地下建筑具有以下这些特点：相对封闭，容易产生噪音，出入通道少，通风条件不佳，火灾隐患大，发生时人群不易疏散，释放的有毒有害气体容易对人群造成大面积伤害；地下空间潮湿、易结露，整体环境较差，对内部装饰材料具有腐蚀作用；地下建筑人群密集，对内部装饰造成脏损、摩擦、刻划的机率较高，内部管线维护拆卸不易，总体维护成本较高。这就给地下建筑的材料提出了很高的要求：材料需要具备高度不燃性；无挥发性，不释放有毒有害气体；防潮、防酸碱；表面硬度高、抗冲击能力强、坚韧性好；安装时无需现场涂装、切割，内部管线检修时易于拆卸，不破坏整体立面装饰效果；经久耐用，长期维护成本低；装饰效果好，色彩绚丽丰富无色差，长效保真不褪色。

经过与涂料、瓷砖、复合材料铝板、水泥纤维增强板等材料的比较发现，在地下建筑装饰所要求的特殊性能方面均占有优势的是内立面装饰搪瓷钢板。它的发展与轨道交通的建设密切相关。

目前，我国城市发展需要大量扩展地下空间，地铁、城市隧道、地下人行通道等设施正在成为城市交通的重要组成部分。截至 2008 年底，我国已有北京、上海、广州、深圳等 10 个城市拥有地铁交通线路 31 条，运营总里程 835 公里。此外，2009 年国务院还批复了 22 个城市的地铁建设规划，至 2016 年我国将新建地铁线路 89 条，总建设里程为 2500 公里，2010-2016 年每年平均 300-350 公里，我国已成为全球城市地下轨道交通领域需求最大的市场。这也预示着未来内立面装饰搪瓷钢板的需求空间非常巨大。

目前仅地铁内饰景观工程的累计使用量即达到约 60 万平方米，随着我国地下空间工

工程项目数量的快速增长,预计未来5年市场需求将保持超过40%的增长速度。

2、搪瓷钢板幕墙市场

建筑幕墙是由面板和支承结构(铝横梁立柱、钢结构、玻璃肋等)组成的完整的结构系统,在自身平面内可以承受较大的变形,是不分担主体结构所受荷载和作用的围护结构。目前,建筑幕墙已在高楼大厦中广泛应用,对提升建筑功能和建筑艺术具有重要作用。

搪瓷钢板幕墙平方米自重只有15-25,比铝板幕墙、玻璃幕墙、实心幕墙和空心幕墙都要轻,减轻建筑自重效果明显,能够显著减少主体结构的材料用量,减轻基础载荷,节约建筑造价。搪瓷幕墙作为一种高档外墙装饰材料,在欧美和台湾等地区得到广泛应用。公司也已经突破海外市场,在卡塔尔、俄罗斯等地接到订单。

搪瓷钢板幕墙在我国尚处于导入阶段,大规模应用暂未铺开,但是我国已成为世界第一建筑幕墙需求大国,2010年幕墙产量达到8300万平方米,市场需求基础巨大。根据我国建筑幕墙二十多年来的发展经验,搪瓷钢板幕墙符合市场消费需求,其市场应用面将在短期能获得突破,市场空间迅速放大。

国内幕墙主要采用玻璃、喷塑铝板、大理石等装饰材料。玻璃幕墙存在光污染、无保温隔热的缺点;喷塑铝板表面涂层耐久性差;大理石存在质量重、易风化等问题。目前搪瓷钢板幕墙在国内的竞争对手主要是生产铝板幕墙的厂家,玻璃幕墙正逐渐被搪瓷钢板幕墙取代。由于玻璃目前的不安全及光污染的缺陷,各大城市如上海已经限制玻璃幕墙的建设。这对搪瓷钢板幕墙的发展非常有利,一旦产品得到市场的认可,会出现爆发式增长,正常增长速度为40%左右,爆发式增长为100%。公司预计幕墙会超过现在销售的总和。

3、工业保护搪瓷材料市场

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,它是金属与无机非金属材料结合体,既有搪瓷的耐腐蚀性能,又有金属的传热性能,在电厂脱硫环保、节能设施中广泛使用,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配件。

根据中电联统计,2009年全国燃煤电厂装机容量为59900万千瓦,烟气脱硫机组占比78%,尚未安装烟气脱硫装置机组装机容量12900万千瓦,按照平均使用寿命五年计算,以2009年底数据计算的年度需更换装机容量11980万千瓦。按照每百万千瓦火电机组的脱硫工程中的搪瓷波纹板传热元件用量计算,在不考虑以后年度新增装机容量情况下,国内市场需求约为9万吨。搪瓷纹板在燃煤电厂空气预热器中的市场空间与之基本相当。

4、城市服务搪瓷材料市场

新型功能性搪瓷材料已经应用到城市服务领域,各类搪瓷公交巴士站、售货亭、果壳箱、交通标识牌已悄然进入市民视线,为城市生活增添便利。

随着我国城市化进程加快,城市人口不断增长,截至2009年我国城市化率已达45.7%,预计2010年-2020年的十年间,我国还将新增2.2亿城市人口,城市化率提高到60%左右。随着城市化率提升,城市公共服务产品需求也不断增长,以公交巴士站、售货亭、果壳箱、交通标识牌等为代表的公共产品需求数量巨大。

目前城市服务搪瓷材料的市场应用尚处于导入阶段,预计未来将成为新型功能性搪瓷材料应用的一个重要领域。

四、公司的未来业绩增长点

（一）城市化加快确定未来市场需求空间巨大

新型功能性搪瓷材料的应用与城市化进程密切相关。根据我国目前的一些规划纲要，未来几年城市化的进程加快，地铁、隧道等基础设施的建设增加，城市服务设施也逐渐的完善，为新型功能性搪瓷材料的发展提供巨大的空间。

2010-2020 年，我国已规划新增运营里程为 3749 公里；2020-2050 年，已规划新增运营里程为 3860 公里，至 2050 年我国地铁运营里程将达到 8704 公里。我国已成为世界上最大的城市地铁交通建设市场。预计至 2015 年，北京、上海城市地铁交通占公共交通运输量比重将达到 45% 左右，其他城市轨道交通占比将达到 10% 以上。

地铁站点数量与建筑装饰用搪瓷钢板需求面积呈正相关关系。服务于城市公共交通运输的地铁具有线路众多、站点密集的特点，以上海现已投入运营的 12 条线路为例，总长度为 435 公里，共计站点 307 个，平均站点间隔为 1.4 公里。按照这个密度来计算我过 2010-2020 年的站点建设预计 2700 个，假设每个站点使用 3000 平米的建筑装饰材料，共计 803 万平，假设一半使用搪瓷钢板，需求就有 400 万平，年均 40 万平。年复合增长率达到 40% 左右。

（二）搪瓷波纹板传热元件逐渐实现进口替代

公司将国际先进的静电干法工艺创造性地应用于搪瓷波纹板传热元件生产，并持续改进提升该工艺，产品理化性能、生产节能降耗、劳动运作效率均明显优于传统湿法工艺，与湿法工艺相比，静电干法工艺的能耗及瓷釉消耗能够节约 50% 以上，瓷层厚度显著降低、大幅提升产品韧性。

静电干法工艺生产的搪瓷波纹板传热元件全部依赖进口。目前，国内同行业仍普遍采用湿法工艺，公司是国内首家采用静电干法工艺的企业，具有较大技术优势。2009 年，公司在搪瓷波纹板传热元件市场中仅占 3% 的份额，大部分市场被国外厂商德克环保、英国豪顿、阿尔斯通、河北郁宏等占领。公司是 07 年开始规模化生产搪瓷波纹板传热元件，目前生产技术已经达到国外的先进水平，但是价格比国外厂商具有很大的竞争优势，目前国外 3 万元，国内 2 万左右。

公司的产品由于产能受限，市场一直没有打开。公司募投项目达产后将大大增加搪瓷波纹板传热元件产能，瓶颈问题将得到缓解，搪瓷波纹板目前收入规模较小，增长空间很大。据了解仅 2011 年一季度公司搪瓷波纹板传热元件销售收入已超过 2000 万元，2012 年收入有望突破 1 亿元。

（三）烟气脱硫环保政策有利搪瓷波纹板传热元件发展

今年新出的《火电厂大气污染物排放标准》要求，从 2012 年 1 月 1 日开始，所有新建火电机组 NO_x 排放量要达到 100 毫克/立方米；从 2014 年 1 月 1 日开始，重点地区所有火电投运机组 NO_x 排放量要达到 100 毫克/立方米，而非重点地区 2003 年以前投产的

机组达到 200 毫克/立方米。

电力工业的燃煤电厂二氧化硫排放量占我国工业二氧化硫排放总量的 40%左右。目前，通过国家计委审批的新建火电厂，燃煤含硫量在 0.7%以上的，必须安装烟气脱硫设施。这项政策实质上使得 80%以上的新建电厂必须安装脱硫装置。

搪瓷波纹板传热元件是脱硫工程的关键配件之一。《火电厂大气污染物排放标准》的实施将大大促进搪瓷波纹板传热元件市场的扩大。另外，国家政策鼓励脱硫设备国产化对公司搪瓷波纹板传热元件的市场增长也是非常有利的。

（四）强大的研发实力

强大研发实力正在于持续的研发投入。其研发投入占比收入过去三年分别为 4.35%、4.67%、4.38%。公司目前掌握的核心技术有静电干法工艺和纳米改性技术，并将这些工艺应用在新型功能性搪瓷材料的生产上，多项产品获得国家和省级认证。

强大的技术优势是公司的核心竞争力，目前公司主要自主创新方向如下，很多创新在 2013 年就能投入生产，成为公司未来盈利增长的保证：

（1）研制低温节能瓷釉静电粉末，促进性能更优越、成本更低、高平整度、低色差新产品开发。

（2）提升纳米技术在新型功能性搪瓷材料应用方面的研发，提升多样化功能性产品研发能力。

（3）推广功能性搪瓷钢板在幕墙上的应用技术，打造新型绿色搪瓷钢板幕墙时代。

（4）通过高耐腐、耐磨大型搪瓷输送管道的研发，丰富产品结构，增强产品的多市场领域拓展能力。

（五）募投项目投产解决产能瓶颈问题

募投项目介绍如下：

表 3：募投项目介绍

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
营销网络升级项目	3000	3000	36 个月

资料来源：招股说明书 宏源证券

募投项目前景广阔。新型功能性搪瓷材料生产基地建成后将新增 15 万平米/年的产能，缓解目前的产能限制。技术研发中心主要开展功能性新型纳米搪瓷材料、低温节能瓷釉静电粉末、功能性搪瓷钢板在绿色新型幕墙上的应用、高耐腐耐磨大型搪瓷管道的研究。公司营销网络升级项目将建设 4 个区域营销中心、13 个国内外办事处。

五、盈利预测与估值

(一) 营业收入预测

营业收入分产品分析

募投项目要 2014 年才能开始贡献产能,这几年的收入增长主要依靠市场需求的增长、订单的增加。

公司主营产品的增速假设:

搪瓷钢板是目前公司最主要的产品,预计未来几年的增速保持在 40%。

搪瓷幕墙是目前公司重点发展的产品,现在只有海外市场的销售,今年下半年可能在国内开始接单。由于目前公司的产品主要是内立面搪瓷钢板的应用,未来会发展外立面搪瓷钢板,预计近几年增速大于 40%。

搪瓷波纹板传热元件受限于产能,市场一直没有打开,随着公司产能的增长,未来几年的增速也在 40%左右。

公司的复杂板与标准板的生产线和生产工艺是相同的,15 万平米复杂板可以释放出 45 万标准板的产能。也就意味着公司接到标准板的订单越多,产量增长越快,目前地铁等建筑使用的都是标准板,也一部分的产能释放给未来带来巨大的增长。

截止到 2011 年三季度的结算的收入 1.49 亿元。存货 4000 万,公司存货的 80%已经实现销售,尚未确认收入,我们预计这一部分可以在今年确认,即 $4000 \times 0.8 = 3200$ 的收入。

那么 2011 年收入共计 $14878 + 3200 = 18078$ 万元,此为已经确定的订单,其他的订单还有一定的波动;2012 年在手订单确认收入 $6000 + 7700 = 13700$ 万元。

2011-2103 年的增长在 40%左右。

可以据此汇总营业收入的情况如下:

表 4: 营业收入预测 (万)

开尔新材	2009	2010	2011 中期	2011E	2012E	2013E
工业保护搪瓷材料	576.00	1299.17	754.84	1818.83	2546.37	3666.77
立面装饰搪瓷材料	10118.56	13512.20	9544.76	18917.08	26673.08	37875.77
其他	69.53	97.80	35.51	102.69	106.80	111.07
搪瓷材料	157.63	282.13	164.02	304.71	335.18	368.69
营业收入总计	10921.73	15191.30	10499.13	21143.30	29661.42	42022.30

资料来源:宏源证券,wind

(二) 盈利预测

根据我们的业绩估值模型,预测公司 2011-2013 年公司的 EPS 分别为 0.64 元、0.84 元、1.18 元,按 11 月 11 日的公司收盘价为 20.59 元计算,对应的市盈率分别为 32.17 倍、24.51 倍、17.45 倍,按 2012 年 25—30 倍市盈率估值,未来 6 个月的目标价格为 21—25.2,首次给予“买入”评级。

盈利预测表

表 5：利润预测表

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	152	211	297	420
减：营业成本	83	106	154	219
营业税金及附加	2	1	2	3
销售费用	9	11	16	24
管理费用	20	27	39	55
财务费用	1	5	9	12
资产减值损失	0	2	0	0
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	37	59	77	109
加：营业外收支净额	0	1	2	2
三、利润总额	39	60	79	111
减：所得税费用	6	9	12	17
四、净利润	33	51	67	94
归属于母公司的利润	33	51	67	94
五、基本每股收益（元）	0.55	0.64	0.84	1.18

资料来源：宏源证券

表 6：预测的资产负债表

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	10	53	74	105
应收票据	4	4	6	8
应收账款	54	76	107	151
预付账款	9	13	18	25
其他应收款	3	6	8	12
存货	33	61	89	127
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	114	213	302	428
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	51	141	224	394
在建工程	0	100	300	300
无形资产	13	12	11	10
其他非流动资产	1	1	1	1
非流动资产合计	65	254	536	706
资产总计	179	467	839	1,134
短期借款	25	159	458	655
应付票据	0	0	0	0
应付账款	10	14	20	28
预收账款	7	7	11	11
其他应付款	0	1	1	1

应交税费	2	2	2	2
其他流动负债	2	0	0	0
流动负债合计	46	183	492	697
长期借款	0	100	100	100
其他非流动负债	14	14	14	14
非流动负债合计	14	114	114	114
负债合计	59	297	605	811
股本	60	80	80	80
资本公积	37	37	37	37
留存收益	3	52	116	205
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	101	169	233	322
负债和股东权益合计	179	466	838	1,133

资料来源：宏源证券

表 7：主要财务指标

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA		25.3	21.0	15.5
成长能力：				
营业收入同比	39.1%	39.2%	40.3%	41.7%
营业利润同比	123.9%	60.1%	30.1%	42.1%
净利润同比	103.4%	57.2%	30.5%	40.7%
营运能力：				
应收账款周转率	3.16	3.24	3.24	3.26
存货周转率	2.29	2.24	2.05	2.02
总资产周转率	0.86	0.65	0.45	0.43
盈利能力与收益质量：				
毛利率	45.5%	50.0%	48.0%	48.0%
净利率	21.5%	24.2%	22.5%	22.4%
总资产净利率 ROA	18.2%	11.0%	8.0%	8.3%
净资产收益率 ROE	32.4%	30.3%	28.7%	29.2%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	2.49	1.16	0.62	0.61
资产负债率	33.2%	63.6%	72.2%	71.5%
长期借款/总负债	0.0%	33.7%	16.5%	12.3%
每股指标：				
每股收益	0.55	0.64	0.84	1.18
每股经营现金流量		0.20	0.44	0.63
每股净资产		2.11	2.91	4.03

资料来源：宏源证券

六、风险提示

客户非常集中。公司产品的主要应用集中在地铁、城市隧道、地下人行通道等交通设施，如果地铁建设增速减慢会对公司的市场需求造成一定的影响；

搪瓷钢板幕墙目前处于导入期，产品发展速度还存在一定不确定性；

收入的确认具有不确定性，与工程的完成进度有关。可能出现某一个季度收入大幅下降，业绩大幅降低，而过一个季度业绩大幅回升的情况，这与公司销售模式和收入确定方式有关。

利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	152	211	297	420
减：营业成本	83	106	154	219
营业税金及附加	2	1	2	3
销售费用	9	11	16	24
管理费用	20	27	39	55
财务费用	1	5	9	12
资产减值损失	0	2	0	0
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	37	59	77	109
加：营业外收支净额	0	1	2	2
三、利润总额	39	60	79	111
减：所得税费用	6	9	12	17
四、净利润	33	51	67	94
归属于母公司的利润	33	51	67	94
五、基本每股收益 (元)	0.55	0.64	0.84	1.18

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	10	53	74	105
应收票据	4	4	6	8
应收账款	54	76	107	151
预付账款	9	13	18	25
其他应收款	3	6	8	12
存货	33	61	89	127
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	114	213	302	428
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	51	141	224	394
在建工程	0	100	300	300
无形资产	13	12	11	10
其他非流动资产	1	1	1	1
非流动资产合计	65	254	536	706
资产总计	179	467	839	1,134
短期借款	25	159	458	655
应付票据	0	0	0	0
应付账款	10	14	20	28
预收账款	7	7	11	11
其他应付款	0	1	1	1
应交税费	2	2	2	2
其他流动负债	2	0	0	0
流动负债合计	46	183	492	697
长期借款	0	100	100	100
其他非流动负债	14	14	14	14
非流动负债合计	14	114	114	114
负债合计	59	297	605	811
股本	60	80	80	80
资本公积	37	37	37	37
留存收益	3	52	116	205
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	101	169	233	322
负债和股东权益合计	179	466	838	1,133

主要财务指标

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	25.3	21.0	15.5	

成长能力：

营业收入同比	39.1%	39.2%	40.3%	41.7%
营业利润同比	123.9%	60.1%	30.1%	42.1%
净利润同比	103.4%	57.2%	30.5%	40.7%

营运能力：

应收账款周转率	3.16	3.24	3.24	3.26
存货周转率	2.29	2.24	2.05	2.02
总资产周转率	0.86	0.65	0.45	0.43

盈利能力与收益质量：

毛利率	45.5%	50.0%	48.0%	48.0%
净利率	21.5%	24.2%	22.5%	22.4%
总资产净利率ROA	18.2%	11.0%	8.0%	8.3%
净资产收益率ROE	32.4%	30.3%	28.7%	29.2%

资本结构与偿债能力：

流动比率	2.49	1.16	0.62	0.61
资产负债率	33.2%	63.6%	72.2%	71.5%
长期借款/总负债	0.0%	33.7%	16.5%	12.3%

每股指标：

每股收益	0.55	0.64	0.84	1.18
每股经营现金流量		0.20	0.44	0.63
每股净资产		2.11	2.91	4.03

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	6	16	35	50
投资活动现金流量	(23)	(200)	(300)	(200)
筹资活动现金流量	19	227	286	181
现金及等价物净增加	1	43	21	31

资料来源：公司公告、宏源证券研究所

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员、高级策略分析师, 中国人民大学硕士研究生, 14 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、区域经济主题、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司: 开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份、富安娜、罗莱家纺、希努尔、航民股份、森马服饰、美邦服饰、报喜鸟、九牧王、嘉麟杰、七匹狼、探路者、凯撒股份、搜于特等。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@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。