

相关研究:

《开尔新材：进口替代+产品换代》，
2011.6.13.(建议申购)
《开尔新材中报点评：承接项目增加
下半年仍或超预期》2011.8.12.(买入)
《开尔新材三季报点评：订单继续增加
未来增长可期》2011.10.25.(买入)

投资评级: 买入(维持)

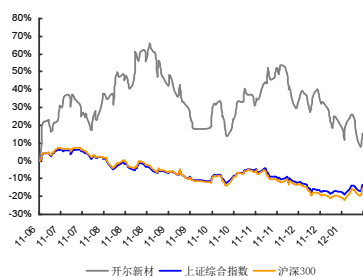
当前价格: 17.61 元
目标价格: 26 元
目标期限: 6-12 个月

市场数据

总股本(百万股)	80
A 股股本(百万股)	16
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	20%
12 个月最高/最低(元)	23.32/14.62
第一大股东	邢翰学
第一大股东持股比例	37.5%
上证综指/沪深 300	2298/2460

注：2012 年 1 月 17 日数据

近十二个月股价表现



注：相对收益与沪深 300 相比

分析师:

黄顺卿

(8621) 68634510-8078

hsq3332@xcsc.com

执业证书编号:

S0500512010001

2012 年具备业绩释放潜质

——开尔新材业绩预告点评

投资要点:

□ **净利润预增 31.95-41.16%**

公司发布业绩预增公告: 预计 2011 年净利润为 4300-4600 万, 对应去年 3259 万元净利润增长约 31.95-41.16%。

□ **2011 年地铁隧道项目放量, 工业用搪瓷波纹板增长稳定, 综合毛利提升**

2011 年收入增长点仍主要来自于地铁隧道装饰材料的增长, 期间重点项目包含目前亚洲最大的跨海隧道青岛胶州湾隧道项目、南昌隧道、深圳地铁、重庆地铁等, 预计 2011 年地铁隧道装饰用搪瓷钢板收入在 1.8 亿, 较去年 1.35 亿增长 25%; 工业保护用搪瓷波纹板预计收入约 2000 万, 较 2011 年 1300 万增长约 35%; 公司综合毛利较 10 年提升。

□ **2012 年看二线城市地铁通车潮和电厂脱硝带来的搪瓷钢板新增量**

08 年四万亿投资拉开序幕, 地铁建设审批加速推动了众多二线城市的地铁建设进程, 按照一般 4-5 年的建设周期来看, 相当部分地区地铁首线即将在 2012-2013 年完工通车运行。根据我们的统计, 2011 年新增地铁条数在 16 条, 2012 年按照各地地铁规划预计通车线路 28 条, 地铁通车高峰将带来地铁建设末端——地下建筑装饰材料的需求。2012 年是“十二五”电厂实施脱硝的第一年, 随着今年国内电厂脱硝改造工程的推进, 新增脱硝用搪瓷波纹板需求使得脱硝脱销用搪瓷波纹板市场容量增大, 对波纹板供应商带来实质利好。地铁通车高峰和电厂脱硝启动带来 12 年业绩释放的潜力。

□ **估值和投资建议**

对地铁建设资金的忧虑方面, 我们看好的逻辑是在建地铁项目受到调控影响最小且地铁工程不会烂尾, 预计 2011-13 年全面摊薄后的 EPS 为 0.55、0.88、1.24 元, 对应 32、20、14 倍市盈率, 不调整之前的目标价, 认为合理价格在 26 元左右, 维持“买入”评级。未来股价催化剂在于订单增长带来的业绩释放。

□ **风险提示**

应收账款过多带来的坏账风险, 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

公司主要财务指标

财务预测	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	152	205	294	395
增长率 (%)	39.1%	34.9%	43.5%	34.2%
净利润 (百万元)	33	44	70	99
增长率 (%)	103.4%	35.6%	58.5%	41.8%
EPS (元)	0.55	0.88	0.88	1.24
P/E		32	20	14
毛利率	44.5%	49.2%	48.3%	47.2%

数据来源: 湘财证券研究所

收入预测假设

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
立面装饰	产能 (万平方米)	20	20	20	25	35	48
	销量 (万平方米)	8.03	23.47	19.72	25.00	34.00	42.00
	YoY %		192.28%	-15.98%	26.77%	36.00%	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	7130.50	10118.56	13512.20	17643.97	24475.72	30839.41
	成本	3805.79	6201.29	7006.50	8171.88	11336.03	14115.36
	单位成本 (元/平米)	473.95	264.22	355.30	326.88	333.41	336.08
	YoY %		-44.25%	34.47%	-8.00%	2.00%	0.80%
	单位毛利 (元/平米)	414.04	166.91	329.90	378.88	386.46	398.19
	YoY %		-59.69%	97.66%	14.85%	2.00%	3.04%
	毛利率	46.63%	38.71%	48.15%	53.68%	53.68%	54.23%
工业保护	销量 (万平方米)	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	233.24	576	1299.17	2380	4394	8040
	成本	181.88	439.19	972.27	1705.96	3199.90	5937.04
	单位成本 (元/平米)	256.17	279.74	256.54	243.71	246.15	247.38
	YoY %		9.20%	-8.29%	-5.00%	1.00%	0.50%
	单位毛利 (元/平米)	72.34	87.14	86.25	96.29	91.85	87.62
	YoY %		20.46%	-1.02%	11.64%	-4.61%	-4.61%
	毛利率	22.02%	23.75%	25.16%	28.32%	27.18%	26.16%
搪瓷釉料	收入	371.23	157.64	282.13	366.77	440.12	484.14
	成本	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%
其他	收入	4.05	69.53	97.8	100	100	100
	成本		45.23	68.68	70	70	70
总收入		7739.02	10921.73	15191.30	20490.74	29409.84	39463.54

数据来源：湘财证券研究所

附录(单位:百万元)

损益表(百万)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	152	205	294	395
营业成本	83	103	150	205
毛利润	68	101	142	186
销售费用	28	43	55	68
管理费用	20	24	31	36
财务费用	1	0	0	0
营业利润	37	57	85	117
营业外收入净额	2	-6	-4	-1
利润总额	39	51	81	115
所得税	6	7	11	16
净利润	33	44	70	99
少数股东权益	-	-	-	-
归属母公司净利润	33	44	70	99
税率(%)	16	14	14	14

资产负债表(万)	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	114	426	434	516
现金	10	295	263	284
存货	33	31	32	39
应收帐款及票据	54	73	107	144
其他流动资产	-	-	-	-
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	522	562	650
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
资本公积与盈余公积	37	337	337	337
股东权益	119	451	481	558
负债与股东权益总额	179	522	562	650

现金流量表(RMB 万)	2010E	2011E	2012E	2013E
净利润	33	44	70	99
折旧与摊销	7	7	11	15
营运资本变动	-41	-18	-34	-55
其它营业资产与负债	2	66	49	11
经营活动现金流量	1	98	96	70
资本支出净额	-7	15	20	-
本期长期投资变动	-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	115	139	179
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	60	75

财务报表分析	2010	2011E	2012E	2013E
每股资料分析(元)				
每股收益(EPS)	0.55	0.55	0.88	1.24
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(OpFCF)				
盈利能力(%)				
毛利润率	44.5	49.2	48.3	47.2
营业利润率	24.3	27.9	29.0	29.6
EBITDA/营收	31.1	28.5	31.5	33.0
EBIT/营收	26.3	25.2	27.8	29.3
净利润率	21.5	21.6	23.8	25.2
资本回报率(%)				
净资产回报率(ROE)	27.3	9.8	14.6	17.8
总资产回报率(ROA)	18.2	8.5	12.5	15
投资资产回报率(ROIC)	20.4	8.8	13.0	16
年成长率(%)				
营业收入	39.1	34.9	43.5	34.2
EBITDA	91.2	23.5	58.3	40.9
EBIT	104.9	29.2	58.7	41.5
每股收益	96.4	0.4	58.5	41.8
每股净值	-51.8	183.5	6.6	16.1
偿债能力				
负债比率(%)	33.2	13.6	14.4	14.2
利息保障倍数(X)	30.6	311.0	245.9	457.8
净负债/EBITDA	6.4			
流动比率(X)	2.5	7.9	7.2	7.7
速动比率(X)	1.8	7.3	6.7	7.1

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，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

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。

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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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。