

开尔新材 (300234) 2014 年业绩预告点评

# 业绩持续爆发式增长 有望受益于超低排放

2015 年 1 月 23 日

## 投资要点

- 2014 年业绩持续爆发式增长。**公司公告预计 2014 年实现营业收入 5-5.2 亿元，同比增长 64%-70%；实现净利润区间为 1.02-1.1 亿元，同比增长 104%-120%；每股 EPS 区间为 0.39-0.42 元，完全符合我们预期。业绩高速增长源于公司在脱硫脱硝市场不断开拓，工业保护搪瓷材料应用范围不断延伸，销售规模大幅增加，同时立面装饰搪瓷材料业务持续回暖。净利润增速高于营业收入增速，我们认为主要是由于其高毛利之工业搪瓷保护材料及幕墙业务增速快于传统立面装饰业务，拉升总体毛利率水平。
- 主力业务工业搪瓷保护材料持续快速增长。**工业搪瓷保护材料适用于火电厂重要设备空气预热器。每 60 万 KW 火电装机容量需 1 组空气预热器，我国存量火电装机总量约 8.6 亿 KW，空预器存量约 1500 组，主要传热元件更换周期为 5-8 年，故平均每年约 300 台空预器处于传热元件更换期。按照每台机组更新传热元件约 600 吨，总更换需求为 18 万吨，吨均价约 1.5 万元计算，空预器更新市场容量年均可达 27 亿元。此外，我国每年新建火电装机容量约 5000 万 KW，带动新建空预器需求约 80 余组，单组价格 3000 万元，则市场容量约 25 亿元。假设公司在更新市场份额为 20%，新建市场份额为 10%，则预计空预器市场可为公司带来约 8 亿元的营业收入，有助于公司持续增长。
- 新业务低温省煤器有望借力超低排放迎来爆发。**公司一直积极拓展搪瓷材料在火电厂的应用范围。得益于搪瓷材料的耐腐蚀性，公司在低温省煤器领域已经获得突破。公司前期公告耐腐节能低温省煤器珐琅管道的研制项目进展顺利，产品已研制成功，具备量产条件，并已顺利获得两个订单。低温省煤器有望受益于国家及地方政策对三大重点区域火电超低排放改造的推动，或将迎来爆发期，且市场空间非常广阔。当前我国火电 8.6 亿 KW 的装机容量中只有约 50% 配备有低温省煤器，每台低温省煤器造价约 2000 万元，若每 60 万 KW 配备一台低温省煤器，整个市场空间容量可达 143 亿元。低温省煤器突破有望再次打开成长空间，公司有望继续维持爆发式增长。
- 风险因素：**低温省煤器推广不顺利等。
- 盈利预测、估值及投资建议：**基于对各业务板块景气判断，我们维持公司 2014/2015/2016 年 EPS 为 0.39/0.65/1.00 元的预测。考虑到公司未来三年盈利复合增速超 60% 的预期，给予公司 2015 年 40 倍 PE，目标价 26 元，继续维持“买入”评级。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	1.4	3.1	6.4	10.0	16.4
增长率 YoY%	-22.4	115.3	109.6	55.5	65.1
净利润(亿元)	0.3	0.5	1.0	1.7	2.6
增长率 YoY%	-40.9	93.5	103.7	67.4	54.7
每股收益 EPS(基本)(元)	0.10	0.19	0.39	0.65	1.00
毛利率%	42.8	44.2	44.1	44.2	44.9
净资产收益率 ROE%	6.8	12.3	21.5	28.6	33.3
每股净资产(元)	3.2	3.6	2.0	2.6	3.5
PE	162	84	41	25	16

资料来源：中信量化投资分析系统

注：股价为 2015 年 1 月 22 日收盘价


**买入 (维持)**

当前价：15.91 元

目标价：26.00 元

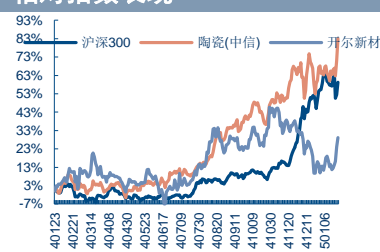
中信证券研究部

**曾豪**

电话：20262107

邮件：zenghao@citics.com

执业证书编号：S1010511020001

**相对指数表现**


资料来源：中信量化投资分析系统

**主要数据**

沪深 300 指数	3548.89 点
总股本/流通股本	264/134.9 百万股
近 12 月最高/最低价	36.34 元/13.52 元
近 1 月绝对涨幅	17.69%
近 6 月绝对涨幅	21.92%
今年以来绝对涨幅	13.72%
12 个月日均成交额	43.7 百万元

**相关研究**

- 开尔新材 (300234) 跟踪报告—低温省煤器有望再度打开成长空间 (2014-10-30)
- 开尔新材 (300234) 2014 年三季度报点评—业绩符合预期，新增长点雏形已现 (2014-10-24)
- 开尔新材 (300234) 2014 年一季报点评—在手订单饱满，2014 年爆发增长开局 (2014-04-22)
- 开尔新材 (300234) 2013 年年报及 2014 年一季报业绩预告点评—三驾马车齐头并进 业绩持续爆发可期 (2014-03-31)

利润表						资产负债表					
(百万)						(百万)					
指标名称	2012	2013	2014F	2015F	2016F	指标名称	2012	2013	2014F	2015F	2016F
营业收入	142	305	640	996	1,644	货币资金	143	83	96	149	247
营业成本	81	170	358	555	905	存货	52	177	252	222	272
毛利率	42.80%	44.20%	44.07%	44.22%	44.94%	应收账款	100	155	323	504	830
营业税金及附加	1	3	6	10	16	其他流动资产	25	56	87	161	261
营业费用	11	27	49	77	135	流动资产	320	470	758	1,037	1,609
营业费用率	7.66%	8.96%	7.61%	7.70%	8.20%	固定资产	71	93	110	223	283
管理费用	26	42	88	137	227	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	17.97%	13.80%	13.80%	13.80%	13.80%	无形资产	12	57	56	55	54
财务费用	-4	0	4	15	19	其他长期资产	21	10	34	89	6
财务费用率	-3.06%	-0.11%	0.62%	1.52%	1.15%	非流动资产	105	160	201	367	343
投资收益	0	0	0	0	0	资产总计	425	630	959	1,404	1,952
营业利润	25	57	119	186	310	短期借款	0	45	238	387	439
营业利润率	17.40%	18.73%	18.52%	18.67%	18.84%	应付账款	16	37	59	107	173
营业外收入	6	3	2	14	2	其他流动负债	16	105	137	232	425
营业外支出	0	1	1	0	1	流动负债	32	187	435	726	1,038
利润总额	30	59	119	200	311	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	4	9	18	29	47	其他长期负债	12	11	0	0	0
所得税率	14.35%	15.93%	14.68%	14.68%	15.10%	非流动性负债	12	11	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	负债合计	43	198	435	726	1,038
归属于母公司股东的净利润	26	50	102	171	264	股本	120	120	264	264	264
净利率	18.22%	16.38%	15.92%	17.13%	16.05%	资本公积	186	186	186	186	186
每股收益(元)(摊薄)	0.10	0.19	0.39	0.65	1.00	股东权益合计	382	429	520	674	911
						少数股东权益	0	4	4	4	4
						负债股东权益总计	425	630	959	1,404	1,952

现金流量表					
(百万元)					
指标名称	2012	2013	2014F	2015F	2016F
净利润	26	50	102	171	264
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	11	15	11	21	28
营运资金变动	24	3	-237	-98	-248
其他	-73	-91	20	30	51
经营现金流	-13	-23	-104	124	96
资本支出	-40	-77	-51	-188	-4
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	0	-1	0	0	0
投资现金流	-39	-77	-51	-188	-4
发行股票	-40	0	0	0	0
负债变化	-1	-1	182	149	51
股息支出	-3	-5	-10	-17	-26
其他	28	46	-4	-15	-19
融资现金流	-16	40	168	117	6
现金净增加额	-68	-60	13	53	97

主要财务指标					
	2012	2013	2014F	2015F	2016F
增长率 (%)					
营业收入	-22.4	115.3	109.6	55.5	65.1
营业利润	-46.2	131.7	107.2	56.7	66.6
净利润	-40.9	93.5	103.7	67.4	54.7
利润率 (%)					
毛利率	42.8	44.2	44.1	44.2	44.9
EBIT Margin	16.3	20.5	21.7	21.7	22.0
EBITDA Margin	24.0	25.4	23.4	23.9	23.7
净利率	18.2	16.4	15.9	17.1	16.0
回报率 (%)					
净资产收益率	6.8	12.3	21.5	28.6	33.3
总资产收益率	6.1	9.5	12.9	14.5	15.8
其他 (%)					
资产负债率	10.2	31.4	45.3	51.7	53.1
所得税率	14.3	15.9	14.7	14.7	15.1
股利支付率	11.6	10.1	10.0	10.0	10.0

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。