股票报告网整理http://www.nxny.com

开尔新材（300234.SZ）

继续布局“大环保”，重启成长之路

2015 年公司实现营业收入 4.21 亿元，同比下降 16.69%，归属净利 0.66 亿元，同比下降 37.03%。

业绩下滑只是短暂调整，2016 年业绩拐点可期：公司业绩下滑属于预期之内，主要是脱硝改造爆发期已近尾声，而更换需求还未起来，导致公司空预器装机订单下滑。公司 2016 年 Q1 营收、净利同比继续下滑，业绩尚未出现好转，主要原因是工程订单结算周期较长，反映在业绩存在时滞。实际上公司订单情况已经出现大幅增长，后续逐步放量，业绩拐点可期。

大环保战略步步为营，捷报频传连签订单：环保业务仍是公司今年“主引擎”，一是空预器配件更换需求有望启动，公司此前积累优势明显；二是收购天润新能源布局 MGGH，2016 年已接连新签两笔大订单，金额合计 5741 万，目前在手订单合计约 3 亿，后续订单结转业绩放量可期；三是参股开源新能布局碳交易，参股中航长城、斐然节能布局节能环保后，此次与浙大中控签订 4411 万的污水处理订单，公司大环保战略布局再次取得突破

内立面搪瓷受益轨交投资提速，珐琅幕墙看好长期发展：目前全国城市轨道建设项目投资规模约 1.75 万亿，2016 年计划投资 3500 亿，立面装饰搪瓷需求空间巨大。受益轨交投资提速，公司作为立面装饰搪瓷行业龙头，市场份额和产能规模遥遥领先，订单有望持续增长，子公司开尔香港 4 月已新签订 1 亿元地铁隧道立面搪瓷订单。珐琅幕墙符合绿色建筑趋势，是公司重点布局新领域，看好其长期发展空间。

投资建议：经历去年阶段性调整后，公司 2016 年有望迎来业绩拐点，空预器更换需求释放叠加天润低温省煤器订单转化，公司环保业务将重回快速增长通道，另外立面搪瓷业务受益轨交投资回暖也重回升势，搪瓷幕墙长期空间广阔。整体来看，公司质地优秀，大环保战略布局下成长路径清晰。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.53、0.75、0.93 元/股，维持“买入评级”

风险提示：空气预热器更换需求低于预期，新产品市场拓展低于预期

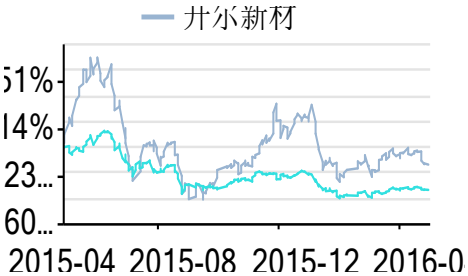
盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	505.54	421.16	642.64	873.14	1,195.03
增长率(%)	65.50%	-16.69%	52.59%	35.87%	36.87%
EBITDA(百万元)	143.37	93.04	189.23	258.47	323.50
净利润(百万元)	105.02	66.18	152.27	218.52	270.04
增长率(%)	109.94%	-36.99%	130.10%	43.51%	23.58%
EPS（元/股）	0.398	0.251	0.526	0.755	0.933
市盈率（P/E）	35.17	98.54	30.84	21.49	17.39
市净率（P/B）	6.99	11.16	4.11	3.45	2.88
EV/EBITDA	25.37	69.94	22.05	16.03	12.49

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	16.22 元
前次评级	买入
报告日期	2016-04-27

相对市场表现



分析师： 邹 戈 S0260512020001
021-60750616
zouge@gf.com.cn
分析师： 谢 璐 S0260514080004
021-60750630
xielu@gf.com.cn

相关研究：

调整期业绩下滑，中长期大环保战略清晰	2015-10-26
短期业绩增速回落，中长期成长逻辑不改	2015-08-09
正临青黄不接之时，全面布局环保新领域	2015-07-21

联系人： 徐笔龙 021-60750611
xubilong@gf.com.cn

股票报告网整理http://www.nxny.com

目录索引

一、事件描述.....4
二、事件评论.....4
1、业绩下滑只是短暂调整，2016 年业绩拐点可期.....4
2、空预器进入更新周期、MGGH 新产品放量，大环保战略持续推进.....5
3、轨交投资回暖，内立面搪瓷重启正增长.....6
4、珐琅幕墙方兴未艾，看好长期发展.....7
5、推出员工持股计划，有限激励促进长期发展.....7
投资建议.....7
风险提示.....7

股票报告网整理http://www.nxny.com

图表索引

图 1: 2016 年 1 季度营业收入同比降低 24% 5
图 2: 2016 年 1 季度归属净利润同比降低 58 % 5
图 3: 公司 Q1 毛利率同比降低 5 个百分点 5
图 4: 公司三费费率情况 5
图 5: 工业保护搪瓷材料营收同比-32.93% 6
图 6: 工业保护搪瓷材料业务毛利率 6
图 7: 立面装饰搪瓷材料营收同比+ 6
图 8: 立面装饰搪瓷材料毛利率 6

表 1: 公司本报告期主要财务指标 4
表 2: 2016 年新签订单情况 6

股票报告网整理http://www.nxny.com

一、事件描述

1、开尔新材公布2015年年报:

- 报告期内公司实现营业总收入4.21亿元，营业利润0.65亿元，同比2014年分别下降16.69%和45.65%；实现利润总额0.79亿元，同比下降45.65%。
- 归属于上市公司股东净利润0.65亿元，比2014年下降37.59%；对应每股收益0.25元，比2014年下降37.5%。归母净利润0.66亿元，同比降低37.03%。
- 向全体股东每10 股派发现金红利0.26元。

表 1: 公司本报告期主要财务指标

	本报告期末	上年同期期末	增减变动
总资产（万元）	87603.23	76148.64	15.04%
归属上市公司股东的所有者权益（万元）	58415.84	52858.85	10.51%
归属于上市公司股东的每股净资产（元/股）	2.21	2.00	10.51%
	本报告期	上年同期	
营业总收入（万元）	42116.27	50554.39	-16.69%
毛利率（%）	40.04	45.40	-5.35
营业利润（万元）	6460.58	11887.71	-45.65%
利润总额（万元）	7883.06	12149.17	-35.11%
归属于上市公司股东的净利润（万元）	6617.51	10501.82	-36.99%
基本每股收益（元/股）	0.25	0.40	-37.50%
经营活动产生的现金流量净额（万元）	1703.98	6001.89	-71.61%
每股经营活动产生的现金流量净额（元/股）	0.06	0.23	-71.61%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

2、开尔新材公布2016年一季报:

2016年Q1公司实现营收8884万，同比下降24.43%，归属净利1077万元，同比下降58%。

二、事件评论

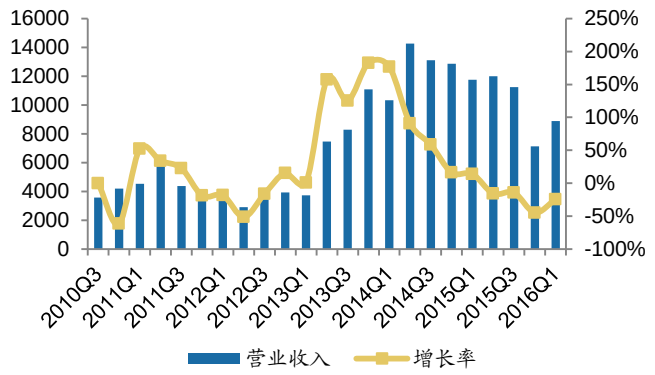
1、业绩下滑只是短暂调整，2016 年业绩拐点可期

2015年公司实现营业收入4.21亿元，同比下降16.69%，归属净利0.66亿元，同比下降37.03%。公司业绩下滑属于预期之内，主要是火电厂脱硝改造爆发期已近尾声，而更换需求还起来，导致公司空预器装机订单下滑。

公司2016年Q1营收、净利同比继续大幅下滑，毛利率35.03%，同比下降5个百分点，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比上升了3.9、4.2、1.0个百分点。业绩尚未出现好转，主要原因是工程订单结算周期较长，反映在业绩存在时滞。实际上公司订单情况已经出现大幅增长，后续逐步放量，业绩拐点可期。

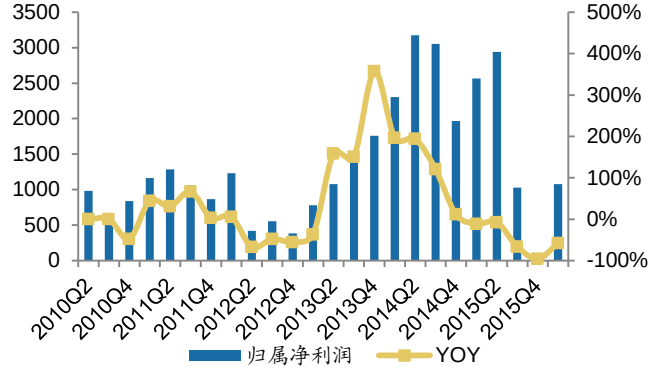
股票报告网整理http://www.nxny.com

图1：2016年1季度营业收入同比降低24%



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图2：2016年1季度归属净利润同比降低58 %

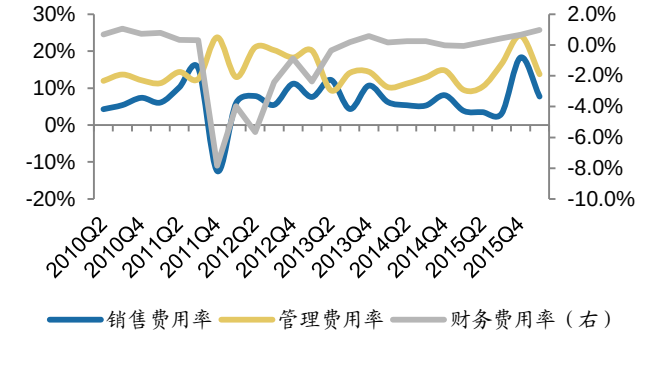


数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图3： 公司Q1毛利率同比降低5个百分点

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图4：公司三费费率情况



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

2、空预器进入更新周期、MGGH 新产品放量，大环保战略持续推进

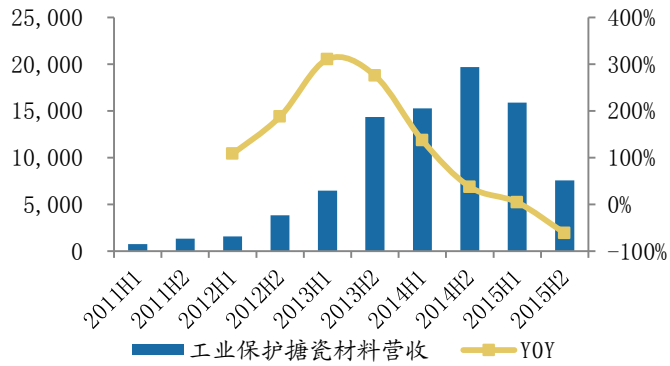
2015年公司工业保护搪瓷材料营业收入2.34亿元，同比-32.93%，销量同比-46.38%，下滑明显主要是因为空预器业务处于装机高峰后等待二次更新需求爆发的过渡期。按脱硝设备改造2012年开始爆发，空预器搪瓷波纹板元件平均寿命为3-5年计算，今年搪瓷波纹板配件更换需求有望启动，对应潜在市场空间约100亿。，而公司原本市场占有率就超过20%，后续在空预器改装市场大有可为。

同时2015年10月公司以4000万收购天润新能源100%股权，继续布局工业环保领域，天润主营低温省煤器（MGGH），市场空间比空预器更为广阔，是政策重点支持方向，天润在该领域客户资源多，拿单能力强，2016年接连新签宁夏枣泉电厂、浙能绍兴滨海热电厂两笔大订单，金额合计5741万元，目前在手订单合计约3亿元，后续随着订单结转，将贡献明显业绩增量。

此外，公司参股开源新能（20%）布局碳交易，设立参股子公司中航长城（10%）、参股斐然节能（20%）布局节能环保业务，此次与浙大中控签订4411万的污水处理订单，公司大环保战略布局再次取得突破，未来持续成长可期。

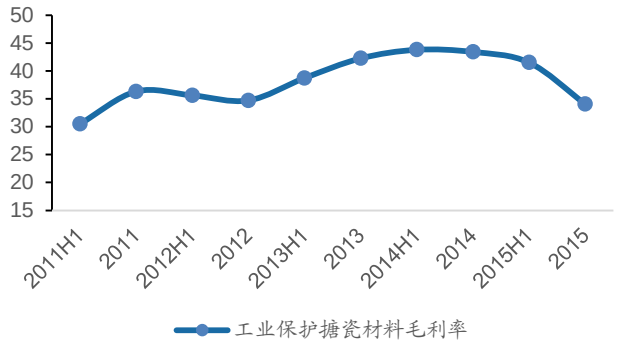
股票报告网整理http://www.nxny.com

图5：工业保护搪瓷材料营收同比-32.93%



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图6：工业保护搪瓷材料业务毛利率



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

表2：2016年新签订单情况

公告时间	客户单位	工程名称	合同金额(万元)
2016.4.25	浙江浙大中控信息技术有限公司	《采购合同》（供货范围：污水处理系统设备供货及安装调试）	4111
2016.4.13	香港宝嘉建筑有限公司	莲塘-香园围口岸土地平整及基础建设工程——工程合同之分包合同	10060(HKD)）
2016.4.2	中国能源建设集团浙江火电建设有限公司	宁夏枣泉电厂一期 2*660mw 项目工程	2286
2016.3.22	浙能绍兴滨海热电厂	浙能绍兴滨海热电厂二期扩建工程管式 GGH 货物项目	3455

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

3、轨交投资回暖，内立面搪瓷重启正增长

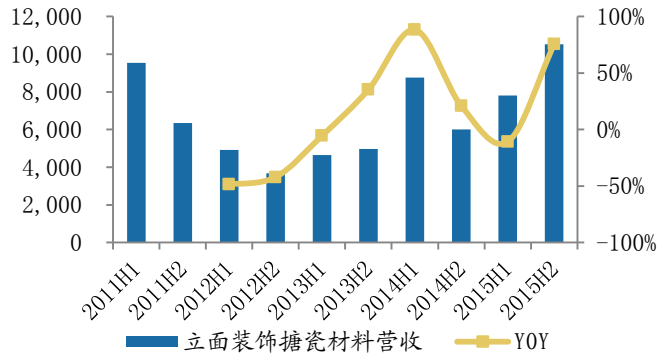
2015年公司内立面搪瓷材料营业收入1.65亿元，同比+29.09%，销量同比+51.26%，相比上半年营收同比下滑11%，下半年重回升势，主要是受益轨交投资回暖，公司在手订单充足且执行情况良好，且业务盈利能力也出现明显回升

未来我国轨道交通建设仍将处于高速发展状态，发改委表示到2020年，符合地铁建设标准的城市将从增加到50个，全国地铁里程数达到6000公里。截至目前，国家已批复40个城市的轨道交通建设规划，规划总里程约8500公里，初步测算今年全国城市轨道建设项目投资总规模达1.75万亿，年度投资计划3500亿。按每一公里需要约1万平方米的建筑装饰搪瓷板，未来需求巨大。作为内立面搪瓷材料行业的龙头，市场份额和产能规模遥遥领先，16年4月子公司开尔香港新签1亿地铁隧道用内立面装饰搪瓷订单，随着未来产能投放，订单有望保持持续增长。

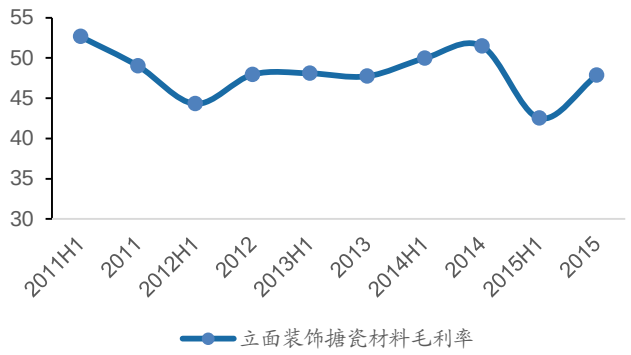
图7：立面装饰搪瓷材料营收同比+

图8：立面装饰搪瓷材料毛利率

股票报告网整理http://www.nxny.com



数据来源：wind、广发证券发展研究中心



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

4、珐琅幕墙方兴未艾，看好长期发展

珐琅板幕墙在发达国家已经广发使用，但在我国尚处于导入期，不过随着光污染问题逐步得到重视，而珐琅板幕墙符合绿色建筑趋势，替代主流的玻璃幕墙的市场空间巨大。公司继续坚定发展珐琅板绿色幕墙业务，此次定增投入建设的新型基地也主要定位于幕墙业务，追加1亿元投资新增一条加大尺寸的珐琅板绿色建筑幕墙材料专用生产线（将原设计产能的30%的产品规格提升），未来随着产能释放，市场逐步成熟，有望发展为公司又一支柱业务。

5、推出员工持股计划，有限激励促进长期发展

公司第一期员工持股计划草案：筹集资金总额不超过7500万，总人数不超过330人，其中4名高管合计出资额不超过1200万。按不超过1:1设立优先级份额和进取级份额，组成规模不超过1.5亿的资产管理计划，公司控股股东、实际控制承担人动态补仓责任。

投资建议

经历去年阶段性调整后，公司2016年有望迎来业绩拐点，空预器更换需求释放叠加天润低温省煤器订单转化，公司环保业务将重回快速增长通道，另外立面搪瓷业务受益轨交投资回暖也重回升势，搪瓷幕墙长期空间广阔。整体来看，公司质地优秀，大环保战略布局下成长路径清晰。我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.53、0.75、0.93元/股，给予买入评级。

风险提示

轨道交通建设进程、空气预热器更换需求低于预期，新产品市场拓展低于预期

股票报告网整理http://www.nxny.com

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	572	615	1227	1539	1964
货币资金	71	93	623	666	780
应收及预付	332	370	406	586	773
存货	169	148	198	286	411
其他流动资产	1	4	0	0	0
非流动资产	189	261	227	246	263
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	101	96	93	90	85
在建工程	21	50	61	73	83
无形资产	59	79	69	78	90
其他长期资产	8	36	4	4	4
资产总计	761	876	1454	1785	2227
流动负债	220	280	310	422	594
短期借款	15	79	99	114	124
应付及预收	205	201	211	308	470
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	10	10	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	10	0	0	0
负债合计	230	290	310	422	594
股本	264	264	290	290	290
资本公积	42	42	422	422	422
留存收益	223	278	431	649	919
归属母公司股东权	529	584	1142	1361	1631
少数股东权益	3	2	2	2	2
负债和股东权益	761	876	1454	1785	2227

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	506	421	643	873	1195
营业成本	276	253	343	465	660
营业税金及附加	4	4	5	7	10
销售费用	31	25	39	52	72
管理费用	63	59	80	105	146
财务费用	1	1	1	-3	-4
资产减值损失	12	15	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	119	65	175	247	311
营业外收入	5	15	8	9	11
营业外支出	3	1	1	2	1
利润总额	121	79	181	255	321
所得税	17	14	29	36	51
净利润	104	65	152	219	270
少数股东损益	-1	-1	0	0	0
归属母公司净利润	105	66	152	219	270
EBITDA	143	93	189	258	323
EPS（元）	0.40	0.25	0.53	0.75	0.93

现金流量表

单位：百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	60	17	101	62	137
净利润	104	65	152	219	270
折旧摊销	12	13	14	15	16
营运资金变动	-69	-77	-71	-172	-149
其它	13	16	6	1	0
投资活动现金流	-34	-70	20	-26	-24
资本支出	-34	-36	20	-26	-24
投资变动	0	-34	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-49	75	410	6	0
银行借款	140	109	20	15	10
债券融资	-170	-45	-9	0	0
股权融资	0	0	406	0	0
其他	-19	11	-7	-9	-10
现金净增加额	-23	22	531	43	113
期初现金余额	83	71	93	623	666
期末现金余额	60	93	623	666	780

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	65.5	-16.7	52.6	35.9	36.9
营业利润增长	107.8	-45.7	170.2	41.5	26.1
归属母公司净利润增长	109.9	-37.0	130.1	43.5	23.6
获利能力（%）					
毛利率	45.4	40.0	46.7	46.8	44.8
净利率	20.6	15.5	23.7	25.0	22.6
ROE	19.9	11.3	13.3	16.1	16.6
ROIC	23.7	11.7	24.0	25.9	26.6
偿债能力					
资产负债率(%)	30.2	33.1	21.3	23.6	26.7
净负债比率	-0.1	-	-0.5	-0.4	-0.4
流动比率	2.60	2.20	3.96	3.65	3.31
速动比率	1.80	1.64	3.25	2.90	2.55
营运能力					
总资产周转率	0.73	0.51	0.55	0.54	0.60
应收账款周转率	2.36	1.41	1.96	1.86	1.92
存货周转率	1.60	1.59	1.73	1.62	1.60
每股指标（元）					
每股收益	0.40	0.25	0.53	0.75	0.93
每股经营现金流	0.23	0.06	0.35	0.21	0.47
每股净资产	2.00	2.21	3.95	4.70	5.63
估值比率					
P/E	35.2	98.5	30.8	21.5	17.4
P/B	7.0	11.2	4.1	3.5	2.9
EV/EBITDA	25.4	69.9	22.0	16.0	12.5

股票报告网整理http://www.nxny.com

广发建材行业研究小组

邹　戈：　首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。
谢　璐：　分析师，南开大学经济学硕士，2012 年进入广发证券发展研究中心。
徐笔龙：　研究助理，南京大学管理学硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 17 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。
广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。
本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。