

审慎推荐-A (首次)

开尔新材 300234.SZ

目标估值: NA 元
 当前股价: 12.44 元
 2019 年 08 月 22 日

深耕搪瓷行业应用领域, 主营复苏业绩拐点显现

基础数据

上证综指	2880
总股本(万股)	28953
已上市流通股(万股)	17150
总市值(亿元)	36
流通市值(亿元)	21
每股净资产(MRQ)	3.1
ROE(TTM)	-0.2
资产负债率	26.1%
主要股东	邢翰学
主要股东持股比例	33.36%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

郑晓刚

zhengxiaogang@cmschina.com.cn
 S1090517070008

于泽群

yuzequn@cmschina.com.cn
 S1090518080002

公司作为搪瓷行业龙头企业, 经过两年调整, 业绩扭亏为盈, 业绩拐点显现, 首次覆盖, 给予“审慎推荐”评级。

- **深耕搪瓷行业十六载, 打造行业龙头企业。**公司成立于 2003 年, 并于 2011 年上市。公司自设立以来一直致力于新型功能性搪瓷材料的研发、设计、制造、销售及安装, 是国内新型功能性搪瓷材料产业化应用的市场引导者;
- **地下市政基建投资发力, 内立面搪瓷业务走强。**2018 年, 内立面搪瓷业务营收 1.45 亿元, 占比约 50%。2019H1, 内立面装饰搪瓷材料营收达 1.69 亿元。公司将继续受益于轨交行业景气度提升, 此外随着地上空间开发利用逐渐饱和, 开发城市地下空间成了缓解城市土地资源匮乏和改善环境状况的重要途径。公司内立面搪瓷业务将有望受益于地下市政基建投资发力。
- **脱硫脱硝改造市场回暖, 工业保护搪瓷订单增加。**2019 年来, 节能环保类业务电厂脱硫脱硝改造市场回暖, 公司订单量持续上升。2019 年 H1, 公司工业保护搪瓷材料实现营业收入 6346.03 万元, 较上年同期增长 50.15%;
- **珐琅板幕墙逐渐认可, 渗透率有望提升。**当前我国幕墙工程行业总产值已达 4000 亿元。19 年以来, 珐琅板幕墙作为一种新型幕墙材料, 认可度有了显著提高, 材料应用渗透率有望提升持续提升, 2019 年 H1, 公司珐琅板幕墙材料实现营业收入 655.31 万元, 下半年订单有望持续放量。
- **布局氢能源领域, 或成为未来业绩增长点。**近年来, 国家大力支持氢能源的发展。据测算, 至 2050 年, 氢能源设备市场空间将达到 840-1680 亿元。公司于 18 年投资参股了舜华新能源, 并于 19 年参股设立氢能源装备公司, 氢能源产业业务有望成为公司新的盈利增长点;
- **公司作为搪瓷行业技术领军企业, 深耕搪瓷应用领域, 公司主营业务均明显好转, 布局氢能源有望成为新利润贡献点, 经过两年的业务调整, 业绩拐点显现, 预计公司 2019-2020 年 EPS 为 0.51、0.90 元, 对应 PE 为 24.6 与 13.8 倍, 首次覆盖, 给予“审慎推荐”评级。**

□ **风险提示:** 应收账款坏账风险; 暂停上市风险; 轨交建设不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	353	290	638	1111	1549
同比增长	-3%	-18%	120%	74%	39%
营业利润(百万元)	(18)	(92)	139	279	442
同比增长				101%	58%
净利润(百万元)	(11)	(72)	146	262	398
同比增长				79%	52%
每股收益(元)	(0.04)	(0.25)	0.51	0.90	1.38
PE	-324.8	-50.2	24.6	13.8	9.0
PB	3.6	3.9	3.4	2.7	2.1

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、深耕搪瓷行业十六载，打造行业龙头企业	5
1、搪瓷行业领军者，实控人股权集中	5
2、建筑搪瓷+工业搪瓷助力公司发展	5
二、地下市政基建投资发力，内立面搪瓷业务走强	6
1、轨交建设步履加快，带动下游需求增长	6
2、城市隧道及地下空间成为市政基建发展主要趋势	8
3、内立面搪瓷材料业绩确定性增强	9
三、脱硫脱硝改造市场回暖，工业保护搪瓷订单增加	11
1、国家超低排放相关政策加速推进	11
2、工业保护搪瓷材料市场复苏	12
四、珐琅板幕墙逐渐认可，渗透率有望提升	13
1、幕墙行业市场空间容量大，保持稳定增长	13
2、珐琅板幕墙重大项目增加，市场逐渐明朗化	14
五、布局氢能领域，或成为未来业绩增长点	15
1、政策推动氢能领域发展	15
2、投资参股舜华新能源，成立氢能装备公司	18
六、主营业务转好，业绩观点显现	19
1、主营业务契合行业发展大势，净利润扭亏为盈	19
2、资产负债率走高，短期偿债能力仍较强	20
3、在手订单量创同期最好水平	20
七、投资建议	21
八、风险提示	21

图表目录

图 1：实控人持有公司超过 50% 股权	5
图 2：公司两大业务占营收超过 90%	6
图 3：2011-2019H1 公司重点业务发展情况	6
图 4：2011-2018 年每年新投运线路里程（公里）	7
图 5：2011-2018 年每年轨道交通投资完成额（亿元）	7
图 6：城市轨道交通以地铁为主	7

图 7: 地下人行通道示例.....	8
图 8: 城市隧道示例.....	8
图 9: 地铁内立面搪瓷示例.....	10
图 10: 隧道内立面搪瓷示例.....	10
图 11: 内立面搪瓷材料业绩走强.....	11
图 12: 内立面搪瓷材料毛利率回归正常水平.....	11
图 13: 工业保护搪瓷材料营收下滑.....	13
图 14: 工业保护搪瓷毛利率大幅下滑.....	13
图 15: 2010-2020E 建筑幕墙工程总产值.....	14
图 16: 上海复兴艺术中心.....	15
图 17: 青海藏文化博物馆.....	15
图 18: 珐琅板幕墙业务营收确定性增加.....	15
图 19: 珐琅板幕墙毛利率回升.....	15
图 20: 我国加氢站建设具体分布 (截至 2019 年 6 月).....	17
图 21: 上海舜华新能源知名客户.....	18
图 22: 2019H1 公司营收 2.74 亿元, 增速达 183.31%.....	19
图 23: 2019H1 公司净利率扭亏为盈.....	19
图 24: 公司销售净利率触底回升.....	19
图 25: 公司期间费用率走势平稳.....	19
图 26: 公司资产负债率走高.....	20
图 27: 公司短期偿债能力较强.....	20
表 1: 轨道交通建设速度显著提高.....	6
表 2: 18 年下半年来发改委密集批复轨道交通建设规划.....	7
表 3: 各地政府密集投资建设城市隧道.....	8
表 4: 新型功能性搪瓷材料制造核心技术.....	9
表 5: “十二五”期间火电超低排放相关事件梳理.....	11
表 6: “十三五”环境保护政策梳理.....	12
表 7: 公司工业保护搪瓷主要产品.....	12
表 8: 氢能源发展相关国家政策.....	16
表 9: 中国氢能及燃料电池产业总体目标.....	17

表 10: 近年来我国部分加氢站投资情况.....	17
表 11: 公司出资 600 万元参股设立新能源装备公司.....	18
表 12: 公司公告的部分重大订单.....	20
表 13: 公司盈利预测简表.....	21
附: 财务预测表.....	22

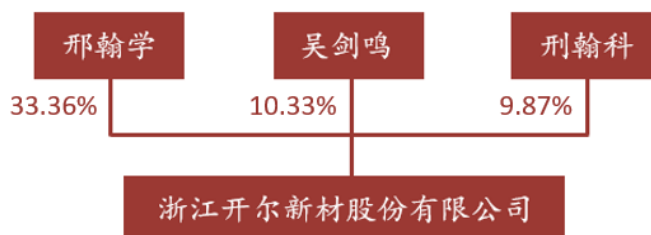
一、深耕搪瓷行业十六载，打造行业龙头企业

1、搪瓷行业领军者，实控人股权集中

公司成立于 2003 年，并于 2011 年上市。公司自设立以来一直致力于新型功能性搪瓷材料的研发、设计、制造、推广、销售及安装，是国内新型功能性搪瓷材料产业化应用的市场引导者，是国内最早进入装饰搪瓷（珐琅）产品行业的内资企业，是全球销售规模最大的建筑和工业搪瓷（珐琅）产品制造商。公司还是中国搪瓷工业协会副理事长单位、中国硅酸盐学会搪瓷分会副理事长单位，国家建筑部行业标准《建筑装饰用搪瓷钢板》(JG/T234-2008)第一起草单位，建筑部幕墙门窗标准技术委员会副主任委员单位。

截至 2019 年 H1，公司的实际控制人为邢翰学先生、吴剑鸣女士及邢翰科先生，其中邢翰学与吴剑鸣系夫妻，邢翰学与邢翰科系兄弟关系。截至 2019 年中报，三人合计持有公司股权的 53.56%。公司创始人邢翰学先生具有 20 年以上搪瓷行业从业经历，任中国搪瓷工业协会副理事长、中国硅酸盐学会搪瓷分会副理事长，曾任国家建设部幕墙门窗标准化技术委员会副主任委员，国际搪瓷协会（IEI）第 21 届搪瓷大会副主席。

图 1：实控人持有公司超过 50% 股权



资料来源：公司年报，招商证券

2018 年末，公司基于对自身价值的认可及未来发展前景的信心，提出了回购股份预案。拟使用自有资金或自筹资金以集中竞价交易方式回购公司股份，回购资金总额不低于人民币 5,000 万元且不超过人民币 1 亿元，用途为用于后续员工激励。截至 2019 年 7 月 31 日，公司通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份，累计回购股份数量为 1217.27 万股，占公司总股本的 4.20%，最高成交价为 9.54 元/股，最低成交价为 5.99 元/股，成交总金额为 8913.41 万元

2、建筑搪瓷+工业搪瓷助力公司发展

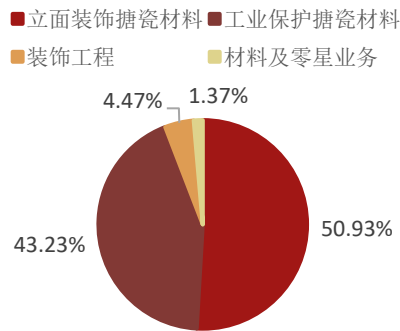
公司主营业务包括立面装饰搪瓷材料（内立面建筑装饰材料和珐琅板绿色幕墙材料）及工业保护搪瓷材料。

内立面装饰搪瓷：公司自 2003 年成立起就涉足该项业务，是公司传统业务板块。公司是该细分行业龙头，此项业务发展主要依靠国家轨交建设项目推进力度，订单增长由行业发展所决定。

外立面建筑幕墙：建筑幕墙业务目前尚处于市场导入期。2016 年建筑幕墙专线产能投产，幕墙业务有望实现高速发展。

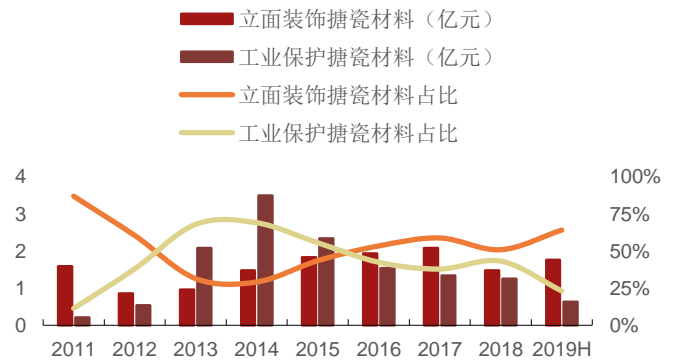
工业保护搪瓷：公司从 2010 年介入搪瓷波纹板传热元件行业，正式切入火电烟气排放相关设备业务。2011 年，公司从单纯的传热元件供应商转变为系统集成商，2014 年完成基于珐琅管的 MGGH 等项目研发生产。2015 年并购杭州天润新能源，天润新能源为 MGGH 销售商，拿单能力强，客户资源丰富，销售渠道与开尔形成互补。2018 年公司拓展钢铁行业等非电市场以及以核心产品为基础介入“消白”等环保工程。

图 2：公司两大业务占营收超过 90%



资料来源：Wind，招商证券

图 3：2011-2019H1 公司重点业务发展情况



资料来源：Wind，招商证券

二、地下市政基建投资发力，内立面搪瓷业务走强

1、轨交建设步履加快，带动下游需求增长

轨交行业景气度提升，建设速度持续加快。2016 年，交通运输部部长杨传堂表示：“当年已运营的轨道交通线路达到 3300 多公里，在“十三五”时期，将加大发展力度，新增轨交里程约 3000 公里，未来长远规划预计在 7000 公里以上。从目前已获批的轨交建设规划来看，十三五期间新增的运营线路里程将超过 3000 公里。

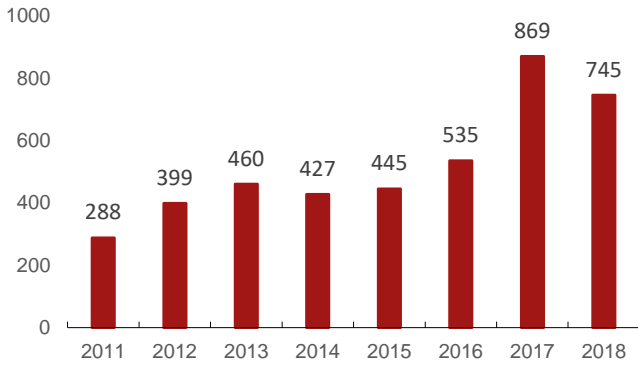
2016-2018 年全国新投运线路里程达 2149 公里，平均每年新投运 716 公里，较“十二五”期间 404 公里提升达 77%。同时轨交完成投资逐步提升，2017 年完成轨道交通投资 5470 亿元，较 2016 年增长 14.9%，行业景气度大幅提升。2018 年已经建成投运线路里程达 5767 公里，新增里程达 745 公里，新增里程仍处于高位。

表 1：轨道交通建设速度显著提高

时间	阶段末总运营里程 (公里)	平均建设速度 (公里/年)
1970-2000	146	5
“十五” (2001-2005)	545	80
“十一五” (2006-2010)	1599	211
“十二五” (2011-2015)	3618	404
“十三五” 至今 (2016-2018)	5767	716

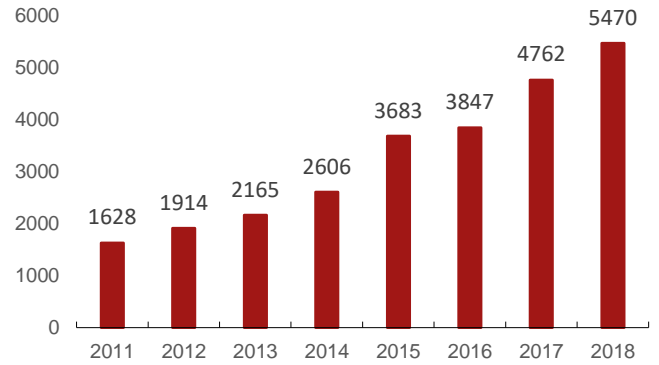
资料来源：中国城市轨道交通协会，招商证券

图 4：2011-2018 年每年新投运线路里程（公里）



资料来源：Wind，招商证券

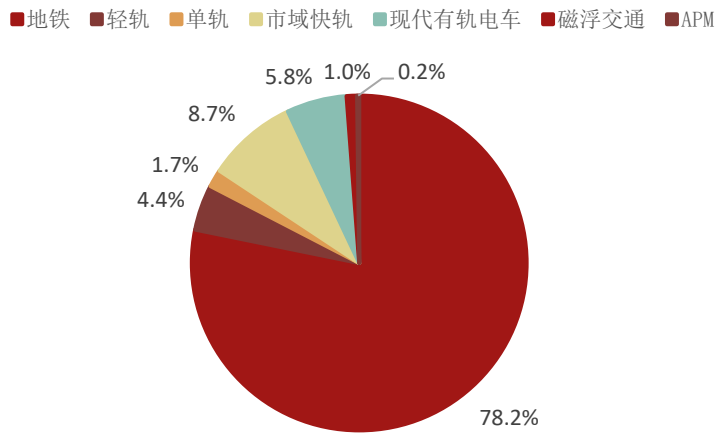
图 5：2011-2018 年每年轨道交通投资完成额（亿元）



资料来源：Wind，招商证券

从结构来看，目前我国城市轨道交通以地铁为主。2018 年地铁运营线路里程达 4511 公里，占总里程的 78.2%，市域快轨、轻轨、现代有轨电车、单轨、磁浮、APM 分别占总里程的 8.7%、4.4%、5.8%、1.7%、1.0%、0.2%。未来，我国以地铁为主，多种其他形式补充的城市轨道交通格局将更为清晰，根据我国各个城市的轨道交通建设规划，在远期的城市轨道交通运营线路中，地铁占比将进一步提高至 83%。

图 6：城市轨道交通以地铁为主



资料来源：招商证券

表 2：18 年下半年来发改委密集批复轨道交通建设规划

时间	项目省份	项目名称	总投资 (亿元)
2018/8/12	江苏	苏州市城市轨道交通第三期建设规划 (2018~2023 年)	933.20
2018/11/21	重庆	重庆市城市轨道交通第三期建设规划 (2018~2023 年)	455.70
2018/11/26	浙江	调整杭州市城市轨道交通第三期建设规划 (2017~2022 年)	462.10
2018/11/30	吉林	长春市城市轨道交通第三期建设规划 (2019~2024 年)	711.37
2018/12/11	上海	上海市城市轨道交通第三期建设规划 (2018~2023 年)	2983.48
2018/12/25	湖北	武汉市城市轨道交通第四期建设规划 (2019-2024 年)	1469.07

时间	项目省份	项目名称	总投资(亿元)
2019/3/29	河南	郑州市城市轨道交通第三期建设规划(2018-2024年)	1138.94

资料来源：发改委网站，招商证券

2、城市隧道及地下空间成为市政基建发展主要趋势

随着城市化进程加快，经济实力提升，民众对便捷、舒适交通的要求不断提高，城市隧道由于污染小、通行速度快等优势成为理想选择。上海是我国城市隧道发展最快的城市，截至目前共拥有 17 条越江公路隧道，与地铁线路一道构成了“立体化”城市交通网络。

图 7：地下人行通道示例



资料来源：招商证券

图 8：城市隧道示例



资料来源：招商证券

目前，城市隧道建设已在全国范围内大量展开，正在规划建设中的重大项目有琼州海底隧道、渤海湾海底隧道、大连烟台海底隧道等，除此之外，各地政府都在密集投资建设城市隧道，合计建设里程数额庞大，预计将伴随城市发展持续进行。

表 3：各地政府密集投资建设城市隧道

时间	地点	项目名称	投资额(亿元)
2018	义乌	商城大道隧道	42.9
2018	天水	秦州—三阳川城市隧道	13.8
2019	赣州	凤岗大道-蓉江四路过江隧道	9
2019	南昌	二七过江隧道	50
2019	南昌	瑶湖隧道	36
2019	南昌	九龙湖过江通道	27
2019	重庆	陶家隧道	94.5
2019	芜湖	城南过江隧道	45
2019	广州市	火炉山隧道	25.3
2019	苏州市	长江路南延工程	38.5

资料来源：招商证券

此外，随着地上空间开发利用逐渐饱和，开发城市地下空间成了缓解城市土地资源匮乏和改善环境状况的重要途径。城市地下空间开发包括地下人行通道、地铁、地下公路、地下商业街和地下物流等交通、商业设施，以及综合管廊、城市蓄洪等市政设施。2017 年 9 月 1 日，国土资源部曾印发《关于加强城市地质工作的指导意见》，意见提出要实行地下空间资源开发利用激励政策。

当前，我国城市地下空间继续延续“三心三轴”的发展结构。其中，“三心”指中国地下空间发展核心，即京津冀、长江三角洲和珠江三角洲；“三轴”指东部沿海发展轴、沿长江发展轴和京广线发展轴。就 2015-2020 年国家规划的地下空间开发规模来看，上海、广州、深圳和杭州等 7 个城市的开发规模增量均在 2000 万平方米以上，北京、天津、南京和厦门等 13 个城市的开发规模增量在 1000-2000 万平方米，西安、重庆、郑州、太原和珠海的开发规模增量在 500-1000 万平方米，成都、苏州、济南和无锡等 23 个城市的开发规模增量小于 500 万平方米。

搪瓷是由金属和非金属无机材料组成，具有很强的耐火性能并且耐酸碱腐蚀。地下空间因人流密集且封闭性强，对装饰材料的防火性能有极高的要求，因此搪瓷材料对地下空间装饰来说非常合适，内立面搪瓷市场将大大受益于地下空间开发利用。

3、内立面搪瓷材料业绩确定性增强

搪瓷钢板（珐琅板）是地铁、隧道的首选装饰材料，能够适应地铁站、机场、城市隧道、桥隧等地下空间复杂环境。交通枢纽人流密集、场所使用频率极高，一方面对美观性、安全性要求较高，另一方面若封停维护或改造，成本费用、涉及面影响巨大，而珐琅板易洁易维护、耐久耐气候、安全环保、长效保真等多功能优异特性使其获得了广泛应用。

自成立以来，公司坚持自主创新，持续推动核心技术的突破，现已掌握多项搪瓷材料制造的核心技术，大幅领先国内外同行。

表 4：新型功能性搪瓷材料制造核心技术

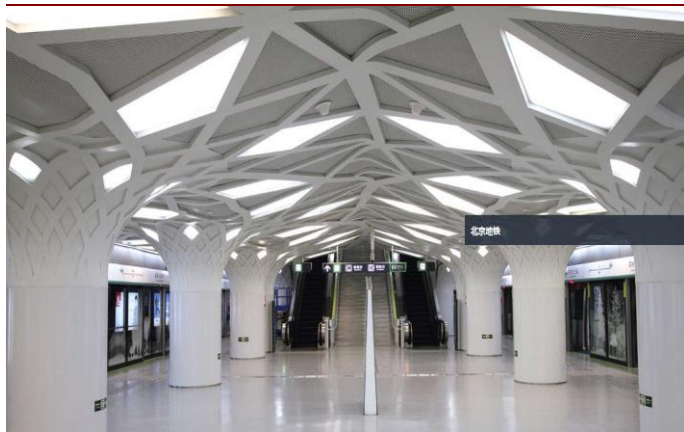
	核心技术	技术介绍
静电干法喷涂技术	公司设立初创期，将静电干法工艺创造性地应用于建筑装饰用搪瓷钢板、搪瓷波纹板传热元件生产，经过持续的工艺升级改造，成为国内率先全面掌握该技术并实现规模化生产的企业。该技术是国际搪瓷行业最先进的搪瓷工艺，代表了国际搪瓷行业的最高工艺水平	
超长珐琅管制备技术	普通珐琅管的长度一般为 6M 左右，而应用于电厂的珐琅管长度可达 12M，且对耐酸性、耐腐蚀性有极高要求。公司成功研发出了超长珐琅管，该规格属于国际首创，填补了该领域空白，可替代昂贵的特材及耐腐、耐磨性能差的其他金属材料，是燃煤电厂大型换热器的理想材料。	
喷墨艺术画绘制工艺	通过全自动电脑控制，绘制精细、逼真、色彩艳丽的喷墨艺术画，将艺术融入建筑，在国内处于领先水平。该技术常应用于地铁隧道产品，如武汉地铁的城市山海经。该工艺同样能够满足建筑外幕墙对色彩的更高要求。	
表面自洁功能处理技术	公司与浙江大学、付贤智院士专家工作站合作，利用二氧化钛光触媒技术，开发出具有表面自洁功能的搪瓷钢板，主要用于建筑外立面（幕墙）产品；该技术融合了纳米和光催化技术，能够将 PM2.5 在内的大多数有毒有害有机污染物分解为水和二氧化碳，发展前景可期。	
保温隔热铝蜂窝技术	静电干法搪瓷钢板与铝蜂窝、保温材料、金属（非金属）薄板四者复合技术。采用中空蜂窝状网格芯材和保温材料作为中衬材料，既减轻了重量又达到保温隔热、提高强度的效果，使搪瓷钢板兼具节能环保和美化功能。本项目产品的成功开发，进一步提高了搪瓷制品在国内外市场的竞争力。	
纳米改性技术	无机纳米颗粒及耐高温金属粉末的有效分散与合成以及耐高温静电搪瓷的烧成工艺技术，通过添加特殊的耐高温无机纳米颗粒，采用先进的制备工艺，获得制备纳米耐高温静电搪瓷的一套完事工艺参数，实现新型搪瓷材料在特殊使用场合下耐高温、防腐蚀、抗辐射的功能，并实现在行业内首次将搪瓷材料用于极端条件下的使用环境。	

	核心技术	技术介绍
搪瓷釉料制造技术	新型功能性搪瓷材料的“釉料烧成温度”要求比一般搪瓷釉料低，而理化性能优于一般搪瓷釉料。目前公司已掌握了多项搪瓷釉料制造的关键技术，自主创新开发出了系列搪瓷釉料。	
搪瓷釉料调配技术	公司已建立了各种彩色搪瓷釉料的数据库，配色高效、精准，灵活多变的色彩表现力能够满足建筑涉及的色彩视觉表达。目前，公司数据库拥有超过 4,000 个颜色配方，其中包括公司特有的系列（KE 系列）颜色配方。	

资料来源：公司年报，招商证券

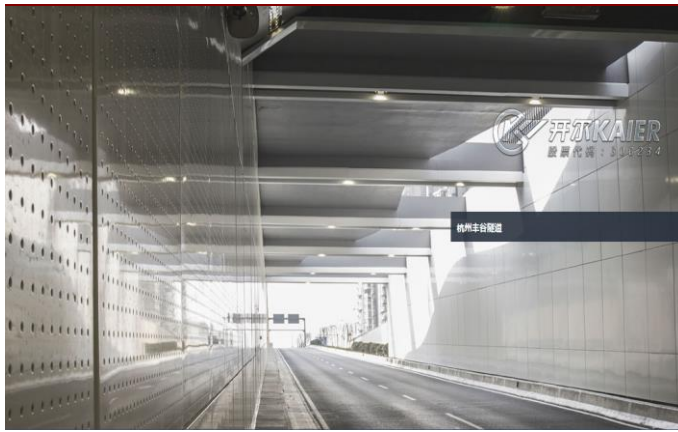
作为内立面装饰搪瓷材料行业的龙头企业，凭借技术优势和品牌知名度，公司在高端产品应用领域具有较强的市场竞争力和较高的市场占有率，在诸多大型标志性工程项目竞标中屡屡获胜，承接了包括北京奥运(国家鸟巢奥林匹克公园地下联系通道及北京地铁)、上海世博(上海长江隧道、外滩隧道及上海地铁系列)和广州亚运、青岛胶州湾隧道、港珠澳隧桥工程在内的一系列国家重点建设项目。

图 9：地铁内立面搪瓷示例



资料来源：公司官网，招商证券

图 10：隧道内立面搪瓷示例

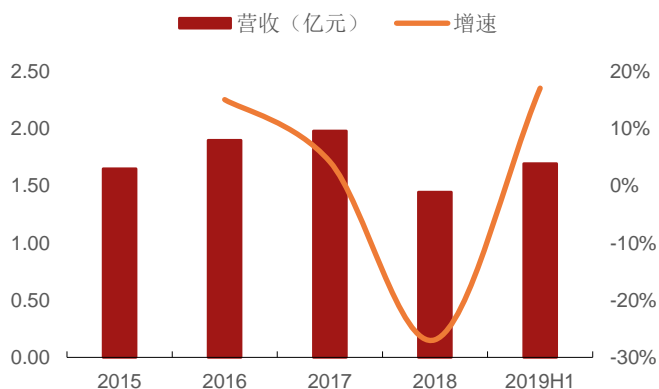


资料来源：公司官网，招商证券

得益于轨交景气，内立面搪瓷业务企稳回升。内立面装饰搪瓷是公司传统业务，内立面搪瓷材料 2018 年营收 1.45 亿元，占比约 50%。2019H1，内立面装饰搪瓷材料营收达 1.69 亿元，超过去年全年 0.24 亿元。未来，公司将继续受益于轨交及地下空间开发景气，目标市场需求空间广阔，潜在业务充足。

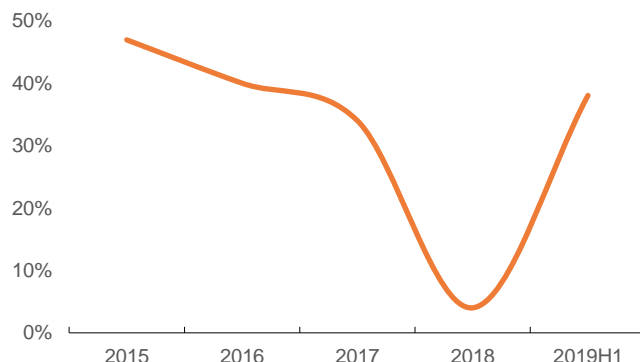
毛利率方面，除 2018 年外，内立面业务的毛利率大抵维持在 40%左右的水平。2018 年毛利率均出现较大幅度下降的原因是：期内该类业务近 50%的收入来自于控股子公司香港开尔龙山隧道项目，由于是香港开尔成立以来首个单体接近 10 万平方大型项目，涉及设计、安装等多个环节，香港开尔团队大型项目实施经验欠缺，项目现场施工环境恶劣、施工难度大，加之业主方多次变更设计方案，且工期紧迫，人工成本持续上升，从而导致项目总施工成本比预期大幅增加，项目亏损额较大。2019 年 H1，内立面业务的毛利率已恢复至 38%的正常水平。

图 11: 内立面搪瓷材料业绩走强



资料来源: Wind, 招商证券

图 12: 内立面搪瓷材料毛利率回归正常水平



资料来源: Wind, 招商证券

三、脱硫脱硝改造市场回暖，工业保护搪瓷订单增加

1、国家超低排放相关政策加速推进

15 年以来，国家超低排放相关政策在加速推进。2015 年 12 月 2 日，国务院常务会议决定加快现役燃煤发电机组超低排放改造步伐，将东部地区原计划 2020 年前完成的超低排放改造任务提前至 2017 年前总体完成；将对东部地区的要求逐步扩展至全国有条件地区，其中，中部地区力争在 2018 年前基本完成，西部地区在 2020 年前完成。

表 5: “十二五”期间火电超低排放相关事件梳理

时间	主要事件
2011 年底	环境保护部颁布《火电厂大气污染物排放标准》
2014 年 10 月	国家发改委、环境保护部、国家能源局联合印发《煤电节能减排升级与改造行动计划(2014~2020 年)》
2015 年两会	政府工作报告要求加强煤炭清洁高效利用，推动燃煤电厂超低排放改造
2015 年底	环境保护部、国家发改委、国家能源局发布了《关于实行燃煤电厂超低排放电价支持政策有关问题的通知》和《全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造工作方案》，提出到 2020 年，全国所有具备改造条件的燃煤电厂力争实现超低排放，即在基准氧含量 6% 条件下，烟尘、二氧化硫、氮氧化物排放浓度分别不高于 10 毫克/立方米、35 毫克/立方米、50 毫克/立方米。
2015 年 12 月 2 日	国务院召开第 114 次常务会议，决定在 2020 年前全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造，东、中部地区要提前至 2017 年和 2018 年达标，大幅降低发电煤耗和污染排放。
2015 年 12 月 9 日	国家发展改革委、环境保护部与国家能源局联合下发《关于实行燃煤电厂超低排放电价支持政策有关问题的通知》，通知中提到为鼓励引导火电超低排放，对经所在地省级环保部门验收合格并符合上述超低限值要求的燃煤发电企业给予适当的上网电价支持。

资料来源: 政府网站, 招商证券

从国家制定的时间表来看，绝大部分超低排放改造需求在 2017 年左右已释放完毕。2020 年前，全国范围内要完成超低排放改造的机组约 5.8 亿千瓦，还有一部分不具备改造条件的机组要实施达标排放治理容量约 1.1 亿千瓦，未来 2 年仍将有一大批机组进行超低排放改造。同时，按照 3-5 年的产品生命周期来算，搪瓷波纹板、空预器配件等产品更换市场将在 20 年左右再次释放。

表 6：“十三五”环境保护政策梳理

时间	政策	主要内容
2016 年 11 月 24 日	“十三五”生态环境保护规划	限期改造 50 万蒸吨燃煤锅炉、工业园区污水处理设施。全国地级及以上城市建成区基本淘汰 10 蒸吨以下燃煤锅炉，完成燃煤锅炉脱硫脱硝除尘改造、钢铁行业烧结机脱硫改造、水泥行业脱硝改造；完成 4.2 亿千瓦机组超低排放改造任务，实施 1.1 亿千瓦机组达标改造，限期淘汰 2000 万千瓦落后产能和不符合相关强制性标准要求
2016 年 12 月 20 日	“十三五”节能减排综合工作方案	组织实施燃煤锅炉节能环保综合提升、电机系统能效提升、余热暖民，实施燃煤电厂超低排放和节能改造工程，到 2020 年累计完成 5.8 亿千瓦机组超低排放改造任务，限期淘汰 2000 万千瓦落后产能和不符合相关强制性标准要求
2018 年 8 月 19 日	关于印发 2018 年各省（区、市）煤电超低排放和节能改造目标任务的通知	安排 2018 年全国煤电完成超低排放改造 4868 万千瓦，节能改造 5390.5 万千瓦，各地和相关企业要加大力度、加快改造，促进煤电清洁高效发展，中部地区力争在 2018 年前基本完成，西部地区在 2020 年完成；要严格按照相关标准，对于不能满足国家标准要求的燃煤机组要加快实施改造，对不改造或改造后仍不达标的机组予以淘汰关停。机组改造后的能效水平和大气污染物排放指标要符合有关规定要求。

资料来源：政府网站，招商证券

2、工业保护搪瓷材料市场复苏

公司工业保护搪瓷材料主要用于电厂脱硫脱硝节能环保设施建设，逐步实现了配件供应商——系统集成供应商——整机制造商的产业升级；业务类型由搪瓷波纹板传热元件备件供应扩展至烟气加热器改造、空气预热器改造及整机制造、低温省煤器及 MGGH（管式烟气-烟气换热器）。

表 7：公司工业保护搪瓷主要产品

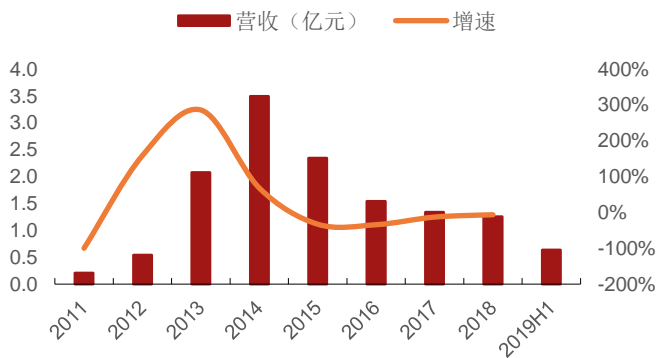
产品	性能	主要应用
搪瓷波纹板传热元件	耐酸耐腐蚀性能、金属传热性能	在电厂脱硫环保、节能设施中广泛使用，是烟气加热器、脱硝装置，空气预热器的关键配件，在脱硫工程中的使用寿命一般为 3-5 年，大幅度降低脱硫工程的运营维护成本。
空气预热器	提高锅炉热交换性能	用于转换燃煤发电厂锅炉尾部烟道中的烟气热量，使空气在进入锅炉前预热到一定温度，以降低电厂能量消耗，是电厂节能的有效途径，一般使用寿命为 3-5 年。
烟气余热回收-再热装置系统（MGGH）	烟气零泄漏、高效脱硫、余热利用	作为超低排放技术，是一种基于热媒体为载体的烟气余热利用气气换热装置，具有烟气余热回收和脱硫后冷烟气再热相互独立完成的优势，能够提升 S03 去除率，解决 S03 腐蚀的难题，是燃煤电厂清洁排放的重要组成部分。
低温省煤器	防腐蚀、不堵灰、余热利用	一种工业锅炉或电站锅炉或余热锅炉尾部出来的烟气的余热回收设备，主要是利用锅炉烟气来加热锅炉给水，降低锅炉排烟温度，提高锅炉给水温度，增加锅炉热效率。

资料来源：公司年报，招商证券

自 15 年起工业保护搪瓷业务业绩下滑的主要原因在于空预器改造高峰的结束。国家脱硫脱硝改造为空预器创造了巨大的市场，公司从 12 年开始主要做空预器的改造，在空预器改造的潮流中实现了工业保护搪瓷业务的高速增长。15 年空预器改造基本结束，市场上订单量的减少造成了公司工业保护搪瓷业务业绩的回落。16 年起，公司将重心放在搪瓷材料低温省煤器的推广上，但因上一轮脱硫脱硝等传统产品市场需求萎缩，且新进入的市场竞争者较多，以至于本轮超低排放类产品市场竞争激烈。同时，由于市场上订单不足，企业之间大打价格战，业务毛利率也逐年降低，2018 年工业保护搪瓷材料整体毛利率仅有 8.9%，较之 2014 年 43.4% 的最高位下降了 34.5 个 pct。

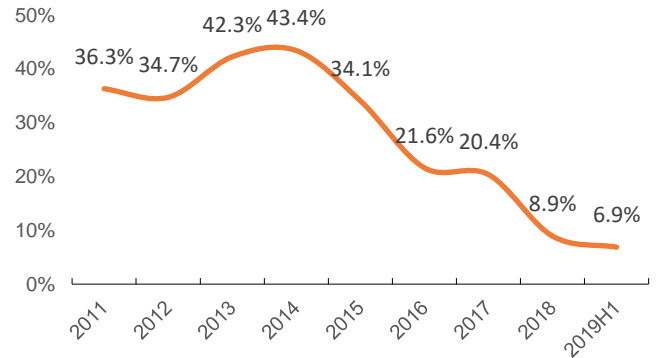
2018 年，公司对节能环保类业务的产品结构进行了优化调整，以 GGH、MGGH 等换热设备为基础，积极介入承接“消白”工程，拓展产品应用领域，初步实现从设备供应商向工程公司的转型升级。

图 13：工业保护搪瓷材料营收下滑



资料来源：Wind，招商证券

图 14：工业保护搪瓷毛利率大幅下滑



资料来源：Wind，招商证券

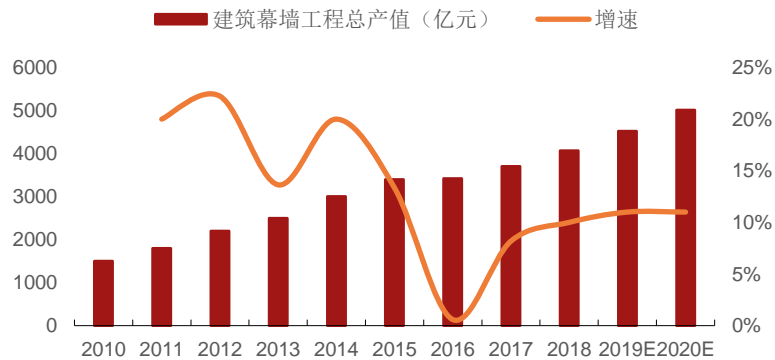
2019 年来，节能环保类业务电厂脱硫脱硝改造市场回暖，非电行业超低排放改造拓展顺利，公司订单量持续上升，产品产销量增加。2019 年 H1，公司工业保护搪瓷材料实现营业收入 6346.03 万元，较上年同期增长 50.15%。根据我们估计，绝大部分超低排放改造需求在 2017 年左右已释放完毕。按照 3-5 年的产品生命周期来算，搪瓷波纹板、空预器配件等产品更换市场将在 20 年左右再次释放。

四、珐琅板幕墙逐渐认可，渗透率有望提升

1、幕墙行业市场空间容量大，保持稳定增长

当前我国幕墙工程行业总产值已达 4000 亿元。2018 年我国幕墙工程总产值已超过 4000 亿元，行业规模较大，但依然保有增速。根据《建筑装饰行业“十三五”发展规划纲要》目标，预计到了 2020 年中国建筑幕墙工程总产值将突破 5000 亿元，年均增长速度在 11% 左右，行业前景广阔。

图 15： 2010-2020E 建筑幕墙工程总产值



资料来源：中玻网，招商证券

珐琅板是建筑幕墙行业的新材料。珐琅幕墙的突出优点在重量、自洁净性和耐久性，使建筑外立面美观又平价。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。它既有基材钢板的坚韧、抗冲击等特性，又有无机搪瓷层超强耐酸碱、耐久、耐磨、不燃、易洁、美观、无辐射等特点。与其他主要幕墙材料相比，珐琅板绿色建筑幕墙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。

洁净性上，公司珐琅板融合了纳米和光催化技术，能够将包括 PM2.5 在内的大多数有毒有害有机污染物分解为水和二氧化碳，达到持续清洁的自清洁状态；耐久性上，由于釉层表面耐刻画、不易沾灰、不易被氧化，珐琅幕墙能做到超长的耐久性，让建筑装饰面保持至少 30 年的历久弥新。

近两年，珐琅板在国内市场认可已逐步提升，但整体来看珐琅板作为幕墙材料的渗透率不高。但从长远来看，我们认为珐琅幕墙市场前景可观，主要原因有：（1）珐琅板本身具有易洁易维护、美观大方、历久弥新、安全环保等优质特性；（2）国家曾出台《进一步加强玻璃幕墙安全防护工作的通知》，通知中明确：新建住宅、党政机关办公楼、医院门诊急诊楼和病房楼、中小学校、托儿所、幼儿园、老年人建筑，不得在二层及以上采用玻璃幕墙。同时，政府也鼓励使用轻质节能的外墙装饰材料，从源头上减少玻璃幕墙安全隐患。（3）住建部发布的《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》提出要建设节能低碳、绿色生态、集约高效的建筑用能体系，推动住房城乡建设领域供给侧结构性改革，到 2020 年，城镇新建建筑中绿色建筑比例超过 50%，全国新增绿色建筑面积达到 20 亿平方米以上。一系列政策的关注和支持，必将为珐琅板幕墙发展带来新机遇。

2、珐琅板幕墙重大项目增加，市场逐渐明朗化

公司 2012 年启动珐琅板幕墙业务，但因为生产线与地铁内立面材料重合且地铁毛利率较高，抑制了幕墙的产能，同时国内客户接受程度不高。2015 年 6 月公司幕墙材料事业部正式建立，下设营销部、市场部、技术部、工程部四部门，负责产品市场开发推广、产品设计、工程实施服务等工作。2016 年 12 月公司对外投资新设全资子公司开尔装饰，下设技术管理部、渠道管理部、统括管理部、销售管理部等。至 2016 年 12 月 31 日，年产 25 万方珐琅板和年产 15 万方加大尺寸珐琅板绿色建筑幕墙材料的专用生产线已建成投产。2018 年底，募投项目“珐琅板绿色建筑幕墙营销中心建设项目”已建设完成，形成以金义都市新厂区（新型功能性搪瓷材料产业化基地）及子公司合肥开尔为

主的生产基地，以公司杭州总部营销中心与各地子公司纵横联动的营销网络。

产品方面，公司自主研发了自洁型珐琅板、吸音珐琅板及装饰纹理珐琅板。公司的珐琅板绿色幕墙材料已成功运用于康恩贝项目、上海当代艺术博物馆、上海迪士尼酒店、上海外滩金融中心、复星艺术中心及国外众多成功示范项目。

图 16: 上海复兴艺术中心



资料来源：公司官网、招商证券

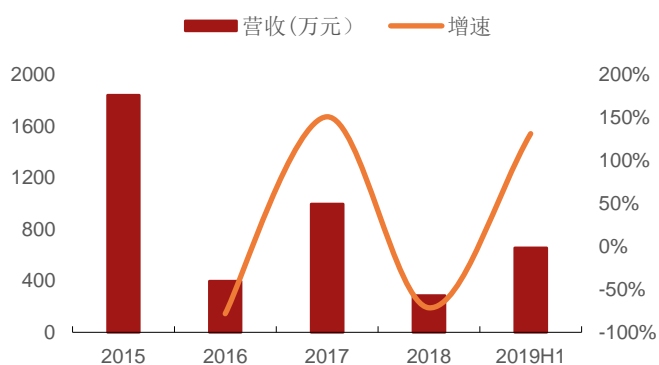
图 17: 青海藏文化博物馆



资料来源：公司官网、招商证券

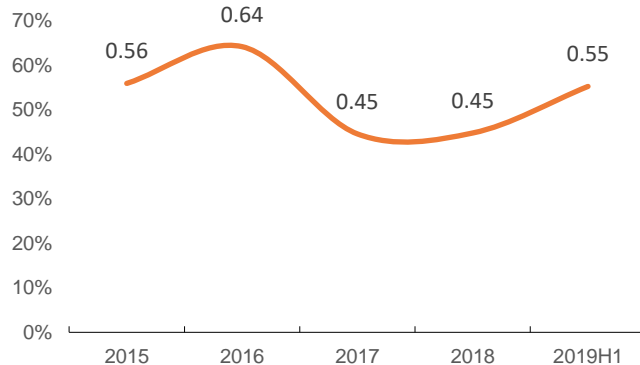
2018 年公司珐琅板绿色建筑幕墙材料营收 284 万元，同比减少 71.47%。今年以来国内市场拓展逐渐明朗化，产品认可度有了显著提高，重大项目增加，仅 2019 年 H1，公司珐琅板绿色建筑幕墙材料实现营业收入 655.31 万元，较上年同期增长 546.29%；毛利率为 55.16%，比上年同期增长 5.90 个 pct。

图 18: 珐琅板幕墙业务营收确定性增加



资料来源：Wind，招商证券

图 19: 珐琅板幕墙毛利率回升



资料来源：Wind，招商证券

五、布局氢能源领域，或成为未来业绩增长点

1、政策推动氢能源领域发展

氢能源是符合节能减排环保标准的终极清洁能源。近年来，国家大力支持燃料电池汽车的发展，在《能源发展战略行动计划（2014-2020）》、《能源技术革命创新行动计划（2016-2020）》、《能源技术革命重点创新行动路线图》和《中国制造 2025-能源装备实施方案》中，氢能源及燃料电池汽车均是重点创新及发展方向之一。

表 8：氢能源发展相关国家政策

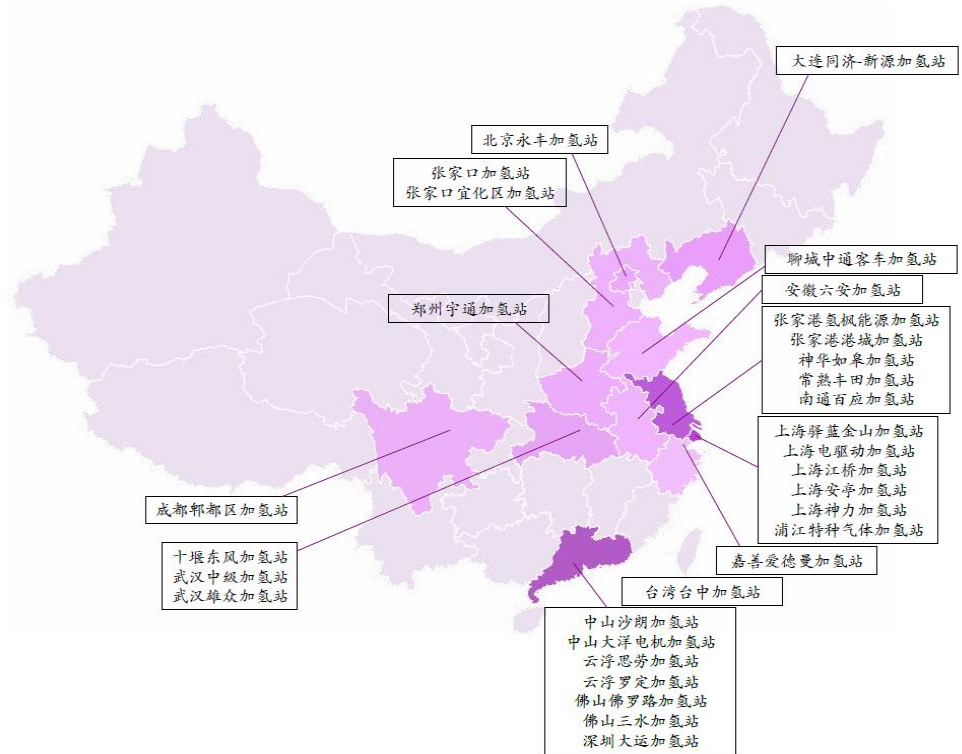
时间	政策名称及主要内容
2014 年	《关于新能源汽车充电设施建设奖励的通知》提出对新建燃料电池车加氢站给予奖励
2014 年	《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》提出将“氢能与燃料电池”作为重点创新方向之一
2015 年	《中国制造 2025》提出将继续支持燃料电池车的发展，并对燃料电池汽车的发展战略，提出三个发展阶段
2015 年	《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》提出对于燃料电池车的补贴不实行退坡
2015 年	《国家重点研发计划新新能源汽车重点专项实施方案（征求意见稿）》提出“燃料电池车技术取得突破，达到产业化要求”
2016 年	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》提出“系统推进燃料电池车研发与产业化”
2016 年	《节能与新能源汽车技术路线图》发布氢燃料电池车技术路线图
2016 年	《国家创新驱动发展战略纲要》提出“开发氢能、燃料电池等新一代能源技术”
2016 年	《能源技术革命创新行动计划（2016-2030 年）》提出“氢能与燃料电池技术创新”为重点任务之一
2018 年	《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》制定了燃料电池车补贴标准
2019 年	“推进充电、加氢等设施建设”写入《政府工作报告》
2019 年	《绿色产业指导目录（2019 年版）》鼓励发展氢能利用设施建设和运营，燃料电池装备以及在新能源汽车和船舶上的应用

资料来源：《中国氢能源及燃料电池产业白皮书》，招商证券

作为氢能产业上游制、储环节与下游应用市场的枢纽，加氢站的建设受到了各个国家和地区的高度重视。根据中国氢能联盟的预计，到 2050 年，氢能在中国能源利用体系中的占比有望超过 10%，需求量接近 6000 万吨，而交通领域作为氢能消费的重要突破口，用氢量将达到 2458 万吨，约占该领域总用能量的 19%。当前，全球燃料电池汽车发展全面加速，预计到 2030 年，中国的燃料电池汽车保有量将超过全球其他国家，达到 100 万辆。燃料电池汽车的广泛采用，与氢能基础设施建设的发展紧密相关。

截至 2018 年底，我国共建成加氢站 23 座，其中固定式 11 座、撬装站 10 座、厂内站 2 座。加氢规模 500 kg 以上的占 39%，多以试验及内部使用为主，商业化运营的加氢站 6 座，占比为 26%，在建加氢站合计约 40 余座。

图 20：我国加氢站建设具体分布（截至 2019 年 6 月）



资料来源：《我国燃料电池汽车加氢站发展现状及对策建议》，招商证券

表 9：中国氢能及燃料电池产业总体目标

产业目标	现状	至 2050 年
氢能源比例 (%)	2.7	10
产业产值 (亿元)	3000	120000
加氢站 (座)	23	10000
燃料电池车 (万辆)	0.2	500
固定式电源/电站 (座)	200	20000
燃料电池系统 (万套)	1	550

资料来源：中国氢能源及燃料电池产业白皮书，招商证券

根据近年我国部分加氢站的投资情况来看，建设一座加氢站大概需要投资 1200 万-2400 万元(具体数额视加氢站具体情况而定)。至 2050 年，我国计划建设 10000 座加氢站，按照设备相关费用占总投资 70%计算，氢能源设备市场空间将达到 840-1680 亿元。

表 10：近年来我国部分加氢站投资情况

序号	地点	加氢站名称	时间	日加注量 kg/d	投资额 (万)
1	如皋	南通百应加氢站	2017	2000	2473
2	上海	江桥加氢站	2017	750	1200
3	佛山	丹灶瑞晖加氢站	2017	360	1550
5	佛山	佛罗路加氢站	2018	1000	1250
6	云浮	罗定加氢站	2018	400	1780

资料来源：公开信息整理，招商证券

2、投资参股舜华新能源，成立氢能装备公司

公司响应国家对节能环保工作的部署，在着力打造内立面装饰搪瓷材料、珐琅板绿色建筑幕墙材料及工业保护搪瓷材料三大主营业务的基础上，布局氢能领域，谋求新的盈利增长点。2019年5月15日，公司与上海舜华新能源系统有限公司签署了《上海舜华新能源系统有限公司增资协议书》，公司拟以自有资金3000万元对舜华新能源增资，增资完成后，公司将占舜华新能源注册资本比例为10%。

舜华新能源成立于2004年8月，是国家高新技术企业，是加氢站建设运营商。主要产品有：燃料电池汽车车载供氢系统及35MPa/70MPa集成式瓶阀、35MPa/70MPa高压加氢机、移动加氢车、增压加氢器、核电注氢系统等。其中35MPa瓶阀、移动/模块化加氢站、加氢机、加氢站处于国内领先水平；增压加氢机市场占有率居于国内第一。

在氢能基础设施建设方面，舜华新能源建设完成了安亭加氢站、世博加氢站、亚运会加氢设施、深圳大运会加氢站、云浮加氢站及多台移动加氢站或模块化加氢设施，累计已为燃料电池汽车提供加氢服务35000余次，加注氢气超过45000kg。产品和服务已被上汽、长城汽车、南京金龙、广汽、新源动力、广东国鸿和重塑能源等国内主要燃料电池整车厂和燃料电池动力厂商选用。

图 21：上海舜华新能源知名客户



资料来源：公司网站整理、招商证券

2019年8月19日，公司发布公告称，与舜华新能源及浙江省新能源投资集团股份有限公司签署了《浙江浙能舜华新能源装备制造项目投资合作意向书》，三方拟合资设立浙江浙能舜华新能源装备有限责任公司，开发油、氢、电综合能源站核心装备，用于配套建设综合能源站核心装备及系统生产项目。以舜华新能源为坚实的技术后盾，以浙能集团为有力的产业推手与市场基石，扎根于浙江并辐射至全国氢能市场。

表 11：公司出资 600 万元参股设立新能源装备公司

投资人	出资额 (万元)	股权占比	出资方式
上海舜华新能源系统有限公司	1530	51%	现金
浙江省新能源投资集团股份有限公司	870	29%	现金
浙江开尔新材料股份有限公司	600	20%	现金
合计	3000	100%	现金

资料来源：公司公告、招商证券

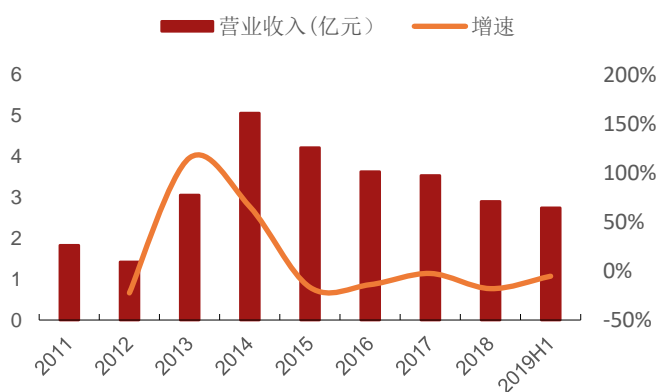
浙能集团是浙江省能源合作的主平台和能源供应的主渠道，在氢能领域的研究、开发、推广及实践运用方面均走在全国前列。其计划在 2022 年建成 700 座、2025 年建成 1000 座集油、气、电和氢能为一体的数字化综合供能服务站。假设浙能集团主导建设的加氢站按 2000 万/座来计算，近三年投资额达到 140 亿元。

六、主营业务转好，业绩观点显现

1、主营业务契合行业发展大势，净利润扭亏为盈

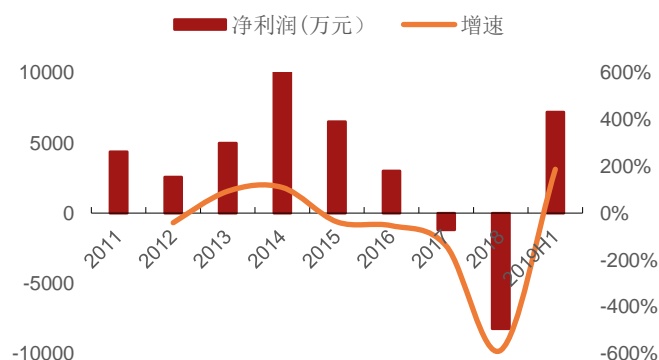
2019 年 H1，公司实现营收 2.74 亿元，同比增长 183.31%，几乎与 2018 年全年营收持平；实现净利润 8058.86 万元，在连续亏损后两年后首度扭亏为盈。主要原因是公司凭借行业先发、领先工艺技术、较高品牌美誉度及丰硕行业经验等核心竞争优势，抓住了主营业务（地铁、隧道类）市场空间加速释放，节能环保类业务电厂脱硫脱硝改造市场回暖，非电行业超低排放改造拓展顺利等的契机，使得订单量持续上升，产品产销量增加。预计未来营收将持续增加。

图 22：2019H1 公司营收 2.74 亿元，增速达 183.31%



资料来源：Wind，招商证券

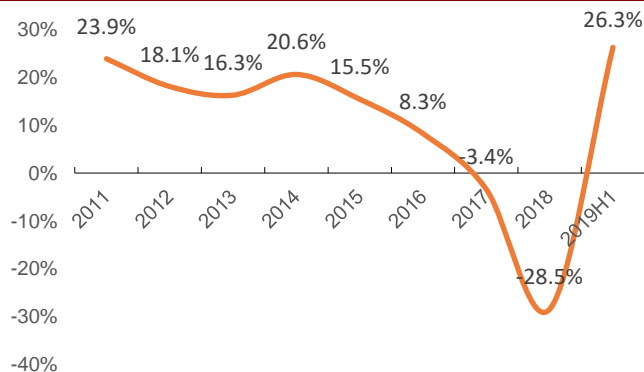
图 23：2019H1 公司净利率扭亏为盈



资料来源：Wind，招商证券

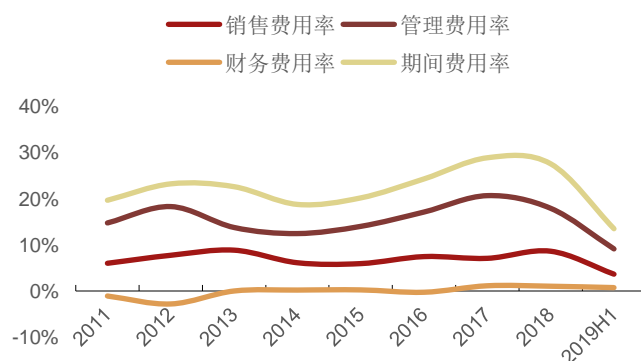
期间费用率走势平稳，销售净利率创历史新高。2019 年 H1，公司销售净利率达到 26.3% 的历史新高；受公司制度影响，上半年期间费用率通常低于全年水平，撇开这一因素，公司期间费用率走势较为平稳。

图 24：公司销售净利率触底回升



资料来源：Wind，招商证券

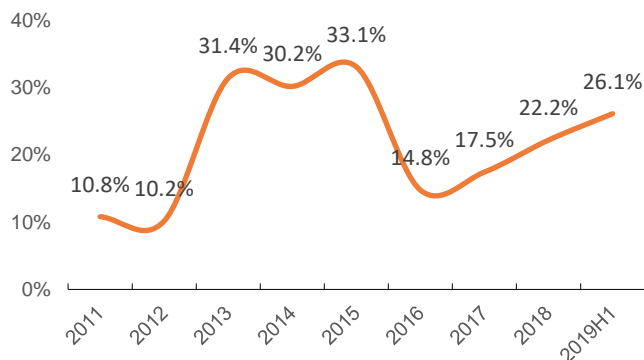
图 25：公司期间费用率走势平稳



资料来源：Wind，招商证券

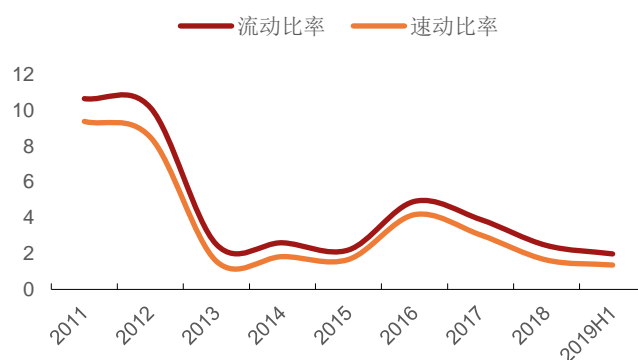
2、资产负债率走高，短期偿债能力仍较强

图 26：公司资产负债率走高



资料来源：Wind，招商证券

图 27：公司短期偿债能力较强



资料来源：Wind，招商证券

2015 年 12 月 30 日，公司收到证监会关于公司非公开发行 A 股的批复。发行价格为 15.9 元/股，募集资金总额为 4.06 亿元，其中邢翰学（实际控制人）、褚小波、康恩贝集团、上海巽利投资、杭州华弘海泰投资各申购 20%。该部分股票于 2016 年 4 月 6 日在深圳证券交易所上市，对应公司 2016 年资产负债率大幅下降 18.3 个 pct。

整体来看，公司资产负债率处于行业较低水平。公司上市后，资产负债率由 11 年的 10.80% 迅速上升至 30% 以上水平，并于 15 年达到 33.09% 的高点。2016 年公司定增完成后，公司资产负债率由 15 年末 33.09% 的高位降低至 14.76%。16 年后随着公司扩张，资产负债率又逐步回升。尽管公司资产负债率持续走高，但流动比率、速度比率依然长期高于 1，公司短期偿债能力较强。

3、在手订单量创同期最好水平

我们认为 2019 年行业景气度有望继续好转，公司订单储备丰富，对未来业绩形成支撑。目前公司新承接的项目主要有：无锡地铁三号线、杭州至临安区城际铁路工程、上海市地铁 14 号线、郑州市常西湖地下空间交通环廊、深圳市地铁 6 号线和 10 号线、杭州市望江路过江隧道等数个项目；另一方面，随着燃煤电厂脱硫脱硝改造进入更换周期以及非电行业超低排放改造、“烟羽消白”等政策要求，工业保护搪瓷材料市场也呈现回暖趋势，新承接主要有台二换热元件、大唐湘潭空预器、华能武汉发电厂 5 号空预器传热元件等数个项目。

截至期末，公司已披露的尚未执行完毕的重大合同金额合计为 2.97 亿元，除税后金额 2.71 亿元，约占最近一年经审计营业总收入的 93.63%；截至期末，前述重大合同尚未执行完毕的金额合计为 2.03 亿元，除税后金额 1.78 亿元，约占最近一年经审计营业总收入的 61.62%。

表 12：公司公告的部分重大订单

时间	项目名称	合同金额
2019.4.23	上海市轨道交通 14 号线工程装饰安装材料供应搪瓷钢板（封浜站~ 桂桥路站）项目	4584.82 万元

时间	项目名称	合同金额
2018.11.16	山东莱钢永锋钢铁有限公司环境深度治理 3#4#烧结机烟气超低排放工程	1.45 亿元
2018.7.25	金华市妇幼保健院（金华市中心医院妇女儿童院区）迁建项目建设工程幕墙工程	3100 万元

资料来源：公司公告、招商证券

七、投资建议

公司作为搪瓷行业技术领军企业，深耕搪瓷应用领域，建筑建材方面，轨道交通投资发力，内立面搪瓷业务走强，2019 年来，节能环保类业务电厂脱硫脱硝改造市场回暖，非电行业超低排放改造拓展顺利，公司订单量持续上升，产品产销量增加。此外公司广泛布局氢能源产业，未来有望成为公司利润增长点。公司经过两年的业务调整，业绩拐点显现，预计公司 2019-2020 年 EPS 为 0.51、0.90 元，对应 PE 为 24.6 与 13.8 倍，首次覆盖，给予“审慎推荐”评级。

业绩预测重要假设：

- 1、公司内立面搪瓷业务市场拓展效果显著，行业景气度快速增长，业务订单量快速增长，同时公司前期产能释放；
- 2、公司工业保护搪瓷业务需求周期拐点，公司上半年订单快速增长，公司积极拓展节能环保类产品，业务增速较快；
- 3、积极布局氢能源产业，有望带来投资收益，持有上海舜华 10%的股权。

表 13：公司盈利预测简表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	290	638	1111	1549
同比增长	-18%	120%	74%	39%
营业利润(百万元)	(92)	139	279	442
同比增长			101%	58%
净利润(百万元)	(72)	146	262	398
同比增长			79%	52%
每股收益(元)	(0.25)	0.51	0.90	1.38
P/E(倍)	-50.2	24.6	13.8	9.0
P/B(倍)	3.9	3.4	2.7	2.1

资料来源：Wind、招商证券

八、风险提示

- 1、应收账款坏账风险：公司所处行业具有建设周期长、产品验收环节多、结算程序复杂等特点，同时，受政府采购计划和招标项目付款进度的影响，项目回款周期通常较长，故存在应收账款发生坏账损失的风险；
- 2、暂停上市风险：公司 2017、2018 年度连续两个会计年度经审计净利润为亏损，若公司 2019 年度经审计净利润为亏损，深圳证券交易所可能暂停公司股票上市；董事会已采取多项积极措施改善公司经营情况。
- 3、全国轨道交通建设不及预期风险：未来，宏观经济形势若发生变动，相应政策将受到影响，轨道交通投资力度可能不及预期。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	782	602	837	1396	1957
现金	123	96	79	96	129
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	21	23	50	86	121
应收款项	261	194	412	716	998
其它应收款	9	8	21	32	46
存货	174	198	254	431	610
其他	193	85	22	34	53
非流动资产	433	580	610	617	622
长期股权投资	2	158	158	158	158
固定资产	245	235	274	286	297
无形资产	54	53	47	43	38
其他	132	133	130	129	129
资产总计	1214	1182	1447	2012	2579
流动负债	200	246	342	606	713
短期借款	0	10	0	90	0
应付账款	81	83	128	202	286
预收账款	59	103	158	249	353
其他	60	51	56	64	74
长期负债	12	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他	12	16	16	16	16
负债合计	212	262	358	622	729
股本	290	290	290	290	290
资本公积金	415	414	414	414	414
留存收益	286	215	361	622	1021
少数股东权益	12	1	24	64	125
归属于母公司所有者权益	990	919	1065	1326	1725
负债及权益合计	1214	1182	1447	2012	2579

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	53	10	25	(69)	120
净利润	(11)	(72)	146	262	398
折旧摊销	23	26	29	33	33
财务费用	5	3	(0)	2	2
投资收益	(9)	(23)	(30)	(38)	(45)
营运资金变动	50	91	(152)	(391)	(354)
其它	(5)	(15)	32	64	85
投资活动现金流	(46)	(38)	(32)	(3)	5
资本支出	(31)	(32)	(65)	(41)	(40)
其他投资	(15)	(5)	33	38	45
筹资活动现金流	0	18	(10)	88	(92)
借款变动	0	16	(10)	90	(90)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	(0)	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	(0)	2	0	(2)	(2)
现金净增加额	7	(10)	(17)	17	33

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	353	290	638	1111	1549
营业成本	249	267	413	650	921
营业税金及附加	4	6	6	11	15
营业费用	25	25	24	67	36
管理费用	73	70	77	129	170
财务费用	4	3	(0)	2	2
资产减值损失	26	34	10	11	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	9	23	30	38	45
营业利润	(18)	(92)	139	279	442
营业外收入	10	6	35	32	32
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	(9)	(86)	173	311	473
所得税	3	(4)	5	9	14
净利润	(12)	(83)	169	302	460
少数股东损益	(1)	(11)	23	40	61
归属于母公司净利润	(11)	(72)	146	262	398
EPS (元)	(0.04)	(0.25)	0.51	0.90	1.38

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	-3%	-18%	120%	74%	39%
营业利润	-208%	403%	-251%	101%	58%
净利润	-139%	547%	-304%	79%	52%
获利能力					
毛利率	29.5%	7.7%	35.3%	41.5%	40.6%
净利率	-3.1%	-24.8%	22.9%	23.5%	25.7%
ROE	-1.1%	-7.8%	13.7%	19.7%	23.1%
ROIC	-1.7%	-9.3%	12.3%	18.4%	23.2%
偿债能力					
资产负债率	17.5%	22.2%	24.8%	30.9%	28.3%
净负债比率	0.0%	0.8%	0.0%	4.5%	0.0%
流动比率	3.9	2.4	2.4	2.3	2.7
速动比率	3.0	1.6	1.7	1.6	1.9
营运能力					
资产周转率	0.3	0.2	0.4	0.6	0.6
存货周转率	1.7	1.4	2	1.9	1.8
应收帐款周转率	1.3	1.3	2.1	2.0	1.8
应付帐款周转率	3.0	3.3	3.9	3.9	3.8
每股资料 (元)					
每股收益	-0.04	-0.25	0.51	0.90	1.38
每股经营现金	0.18	0.04	0.09	-0.24	0.41
每股净资产	3.42	3.17	3.68	4.58	5.96
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-324.8	-50.2	24.6	13.8	9.0
PB	3.6	3.9	3.4	2.7	2.1
EV/EBITDA	2401.0	-263.6	101.9	54.6	35.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑晓刚：毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建材行业研究，2019年开始负责建筑与建材行业。

于泽群：华东师范大学金融学硕士，2018年5月加入招商证券，从事建筑工程行业研究，2019年开始从事建材行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。