

守得寂寞，终见云开

——开尔新材 (300234.SZ) 首次覆盖报告

公司动态

搪瓷材料是一种复合材料，具备超强耐腐、易清洁易维护、色彩美观灵活、长效保真、无毒无辐射、环保耐用等优势。开尔新材是国内搪瓷制品领域的龙头，其业务集中于建筑装饰搪瓷和工业保护搪瓷，致力于拓展并推广搪瓷材料的应用领域。虽前两年有诸多困难和挑战，但已现云开。

◆交通强国，建筑立面装饰搪瓷需求大幅增长

受益于国家交通强国的顶层战略规划，以及京津冀、长三角、粤港澳大湾区等重点城市群规划布局推进，全国历年城轨建成运营里程增速在15%以上，市场空间巨大。18年底以来国内轨道交通规划密集获批和建设启动，预计未来几年城市综合立体交通网的构建将会成为基建投资的重要发力点之一。建筑立面装饰搪瓷因其优异性能是轨交站点、机场、隧道等公共领域首选装饰材料需求呈快速增长，叠加参与国际性基建示范工程港珠澳大桥和大兴机场项目带来的品牌影响力明显提升，公司订单大幅增长，19年上半年公司已披露的尚未执行完毕的重大合同金额（超三千万元）合计金额 2.97 亿元（截止 10 月 11 日 3.96 亿元）。

◆火电盈利承压，锅炉智慧燃烧系统助力公司转型节能服务

国内环保政策持续趋严，电力行业深度环保治理攻坚，非电行业综合治理领域开展，叠加煤电联动取消电力企业盈利承压，工业保护搪瓷产品需求持续迎来利好消息。并且，经过不断技术创新和研发，开尔新材的锅炉智慧燃烧系统助力电厂进一步节煤降耗。项目从经济性上具备市场需求和可行性，公司业务范围进一步延伸，预计后期将带来新的业绩增量。

◆盈利预测与投资评级

开尔新材立面装饰搪瓷业务受益于国内基建重启，需求快速增长，叠加品牌影响力提升，带来的订单量显著增加；工业保护搪瓷业务随环保市场回暖，叠加转型整体工程服务商和研发带来业务领域拓展，贡献新增量。我们预测公司 19-21 年的 EPS 0.48、0.80、0.92 元。给予 19 年 25 倍 PE 估值水平，对应目标价 12.00 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆风险提示：

下游基建需求不及预期、环保业务拓展不及预期、应收账款坏账、大股东减持等风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	353	290	697	960	1,071
营业收入增长率	-2.55%	-18.02%	140.65%	37.70%	11.66%
净利润（百万元）	-11	-71	139	232	266
净利润增长率	-138.96%	--	--	66.24%	14.94%
EPS（元）	-0.04	-0.25	0.48	0.80	0.92
ROE（归属母公司）（摊薄）	-1.12%	-7.78%	13.16%	17.95%	17.11%
P/E	--	--	23	14	12
P/B	3.2	3.4	3.0	2.4	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 11 日

增持（首次）

当前价/目标价：10.83/12.00 元

分析师

陈浩武（执业证书编号：S0930510120013）

021-52523816

chenhaowu@ebsec.com

胡添雅（执业证书编号：S0930518110002）

021-52523817

hutianya@ebsec.com

市场数据

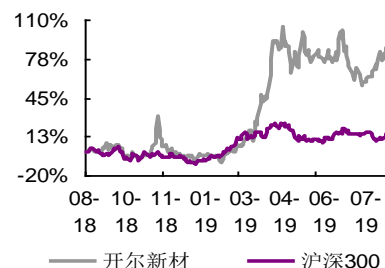
总股本(亿股)：2.90

总市值(亿元)：31.36

一年最低/最高(元)：5.39/13.20

近 3 月换手率：120.68%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-9.31	1.41	52.15
绝对	-10.51	4.71	71.35

资料来源：Wind

1、开尔新材——细分领域市场的拓展者

1.1、酒香就怕巷子深，好产品也愁卖

搪瓷的种类繁多，下游应用行业分布较为广泛，按用途可分为艺术搪瓷、日用搪瓷、卫生搪瓷、建筑搪瓷、工业搪瓷、特种搪瓷等。按制品用途划分，有日用和非日用搪瓷两大类；按制备工艺分，有一次搪瓷和两次或多次搪瓷；若以瓷釉特点命名，有耐酸搪瓷、低熔搪瓷和微晶搪瓷等。

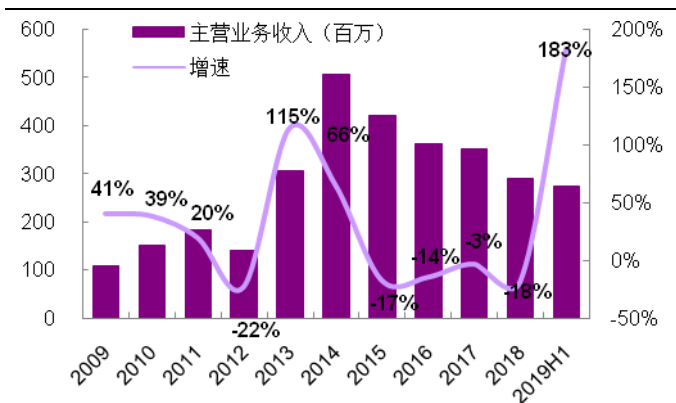
国内虽是搪瓷制造大国，市场整体需求旺盛，但从中国搪瓷工业协会的表述来看，行业内长期存在新消费新需求与创新能力不足的矛盾，搪瓷制造大国与品牌影响力不足的矛盾，搪瓷产品依靠出口和开发拓展国内市场的矛盾，中低端产品产能过剩与高端产品生产能力不足的矛盾，行业进步要求与标准滞后的矛盾，行业招工难和技能人才不足的矛盾等问题。

开尔新材是国内搪瓷制品领域的龙头，以立面搪瓷钢板（内立面建筑装饰材料和珐琅板绿色建筑幕墙材料）和工业保护搪瓷为主业，业务集中于建筑装饰搪瓷和工业搪瓷领域。

开尔新材自 11 年上市，作为国内首家新型功能性搪瓷材料产业化应用的开拓者，并在城市轨道交通建设、地下空间开发（例如下穿隧道）等领域市场占有率保持行业第一（19 年半年报），且长期致力于产品研发和市场化推广。2012-2014 年公司订单、收入和业绩均保持很高增速，但 2015 年开始，公司销售收入持续下滑，订单减少产能利用率不足，固定成本开销较大。雪上加霜的是，受 17、18 年国内大量基础设施工程建设项目受国家规范性和风险管控等的影响，加上同期行业竞争激烈，合同低价中标风气盛行，公司搪瓷立面装饰材料订单大幅减少，产品盈利水平下行，业绩连续两年亏损。

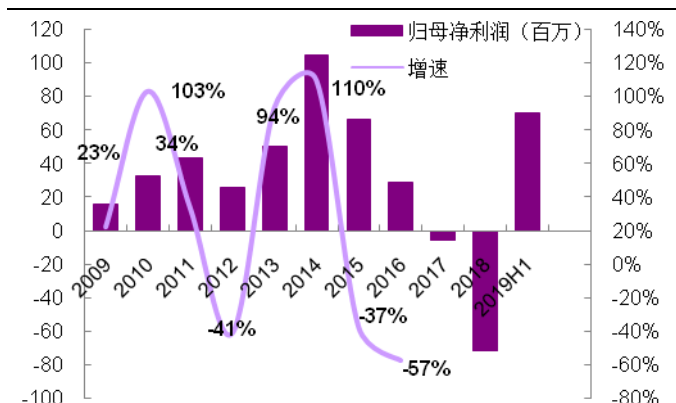
18 年底国内基建重启，各地区相关基建交通规划纷纷出台并得到发改委批复，需求快速增长，19 年开尔新材参与的国际性大型基建工程示范项目港珠澳大桥和北京大兴机场投入运营，立面搪瓷材料进一步为人所知，公司产品影响力大幅提升，订单、收入和盈利能力显著增长。

图 1：开尔新材历年主营业务收入情况



资料来源：公司公告

图 2：开尔新材历年归母净利润情况



资料来源：公司公告

19年上半年公司已披露的尚未执行完毕的重大合同金额（超三千万）合计金额 2.97 亿元（截止 10 月 11 日 3.96 亿元），约占最近一年经审计营业收入的 93.6%。公告预告 19 年 1-9 月归母净利润 0.91-0.96 亿元，全年业绩将实现扭亏为盈。

公司立面搪瓷钢板的需求依赖于市政建设规划和投资驱动，以国内地铁、城市隧道、地下人行通道、机场、高铁站、体育馆、展览馆、医院等市政公共设施工程为主，此外还有部分需求来自会议中心、酒店、商务楼宇等高端物业的管理和施工需求。

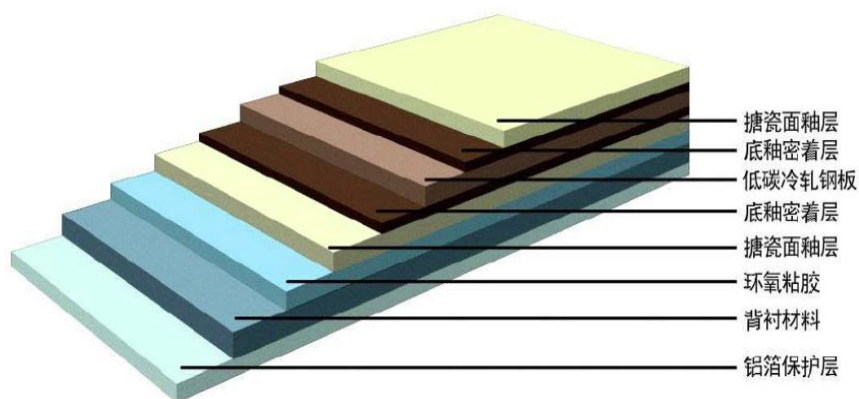
工业保护搪瓷主要应用于火电和非电领域环保节能，例如电厂节煤、脱硫脱硝、超低排放、烟羽消白节能环保设施和污水处理池围壁系统等，还有部分化工防腐管道和粮仓存储系统等的需求。工业保护搪瓷需求受火电相关政策和顶层环保政策影响，围绕燃煤电厂存量改造及其他非电行业综合治理领域开展。

虽前两年有诸多困难和挑战，但公司积极拓展搪瓷材料应用领域并致力于推广搪瓷材料的初心不改，目前终见云开。受益于国家交通强国的顶层战略规划，以及京津冀、长三角、粤港澳大湾区等重点城市群规划布局推进，城市轨道交通建设启动，立面搪瓷钢板需求呈快速增长。此外，国内环保政策持续趋严，电力行业深度环保治理攻坚，非电行业综合治理领域开展，叠加煤电联动取消电力企业盈利承压，工业保护搪瓷需求持续迎来利好消息。

1.2、搪瓷材料的优势和竞争力

搪瓷材料是一种复合材料，又称珐琅，具有的优良化学和物理属性，以坚韧性好、抗冲击度强的钢板为基材，与无机非金属釉料经 800 度以上高温熔融，使二者间产生紧密化学键，属于一种超强耐腐、易清洁易维护、色彩美观灵活、长效保真、无毒无辐射、使用寿命长（三十年以上）的绿色环保新材料。

图 3：搪瓷材料结构



资料来源：招股说明书，光大证券研究所整理

在建筑业务领域，搪瓷立面材料的竞争产品包括：建筑涂料、瓷砖、墙纸、墙布、硅藻泥、木板、石材、玻璃、石膏、竹制集成墙面等材料。尽管在家装领域，搪瓷立面材料并不具备优势；但其易拆装清洁、色彩美观艳丽，以及材料的高硬度、耐腐耐火，绿色环保等性质，使得在产品在公共场所装饰领域更受青睐。

根据公司公告，开尔新材从2003年开始涉足内立面搪瓷钢板行业，销售规模占国内市场第一，为行业绝对龙头。2012年公司承接康恩贝大厦正式介入建筑外幕墙业务，2013年收购晟开幕墙取得幕墙设计与施工二级资格。

在环保业务领域，围绕燃煤电厂存量改造及其他非电行业综合治理领域，配套加装各类节能减排、清洁排放的装置。公司已从搪瓷波纹板传热元件、MGGH 珐琅管、烟囱烟道珐琅板等单一配件提供商，进一步发展成为整体工程服务商。行业内竞争者众多，但公司不断发展新技术，例如，超长珐琅管长度可达12M，属于国际首创，且对耐酸性、耐腐蚀性有极高要求，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。

图 4：搪瓷材料在建筑业务领域的竞争优势

化学耐性	物理耐性	美观性	防火性	安装方式	耐脏
耐强酸碱盐	莫氏硬度6	瓷玉质感	国家A1级完全 不燃防火材料	干挂	易清洁
耐潮	拉强270-350	表面漫反射		渗漏点	不易附着
耐候	拉强130-210	色彩图案丰富		易拆装	自洁

资料来源：公司宣传材料

公司凭借技术优势和品牌知名度，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，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、青岛胶州湾隧道在内的一系列国家重点建设项目。

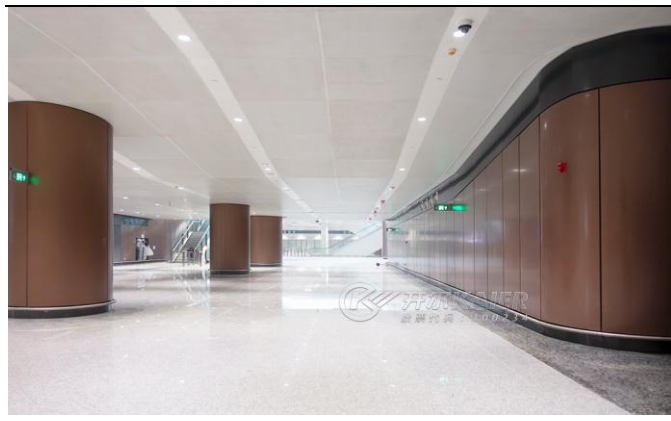
近期投入运营的国际性工程项目——港珠澳隧桥工程和北京大兴国际机场项目中均有采用开尔新材的搪瓷钢板产品。港珠澳大桥海底隧道长5664米，是世界最长的公路沉管隧道和唯一的深埋沉管隧道，采用了近7万平方米的搪瓷板，隧道管节包括28个直线段和5个曲线段管节，对于装饰搪瓷板的平整度，板面的颜色质感等方面的要求都较高。北京大兴国际机场，目前全球最大的单体航站楼，建筑总面积达到103万平方米，以最高标准的节能环保的设计理念，采用大量绿色新型建材，其中办票值机、安检处等公共区域的墙柱面装饰使用搪瓷装饰材料。

图 5：港珠澳隧桥工程



资料来源：公司官网

图 6：北京大兴国际机场



资料来源：公司官网

2、交通强国，建筑立面装饰搪瓷需求集中爆发

2.1、交通强国顶层规划，需求有支撑

由中共中央、国务院于 2019 年 9 月印发实施的《交通强国建设纲要》指出，到 2035 年，基本建成交通强国，现代化综合交通体系基本形成，支撑国家现代化建设能力显著增强：拥有发达的快速网、完善的干线网、广泛的基础网，城乡区域交通协调发展达到新高度；基本形成“全国 123 出行交通圈”（都市区 1 小时通勤、城市群 2 小时通达、全国主要城市 3 小时覆盖）。

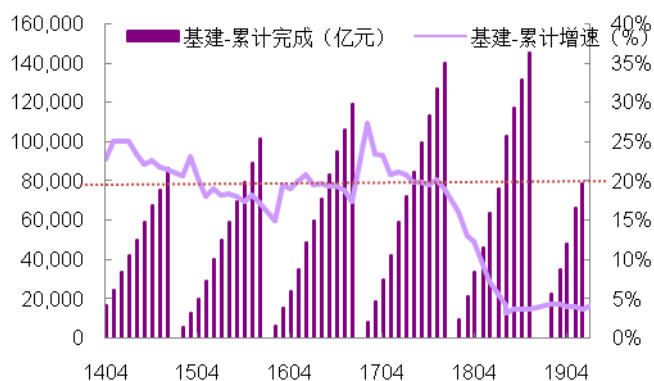
为完成目标，需要构筑多层次、一体化的综合交通枢纽体系和构建便捷顺畅的城市（群）交通网。依托京津冀、长三角、粤港澳大湾区等世界级城市群，建设一批全国性、区域性交通枢纽，推进综合交通枢纽一体化规划建设，提高换乘换装水平，完善集疏运体系。大力发展枢纽经济。

建设城市群一体化交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域（郊）铁路、城市轨道交通融合发展，完善城市群快速公路网络，加强公路与城市道路衔接。推进城市公共交通设施建设，强化城市轨道交通与其他交通方式衔接，完善快速路、主次干路、支路级配和结构合理的城市道路网，打通道路微循环，提高道路通达性。全面提升城市交通基础设施智能化水平。

于此同时，强调绿色发展节约集约、低碳环保：促进资源节约集约利用，强化节能减排和污染防治，强化交通生态环境保护修复。

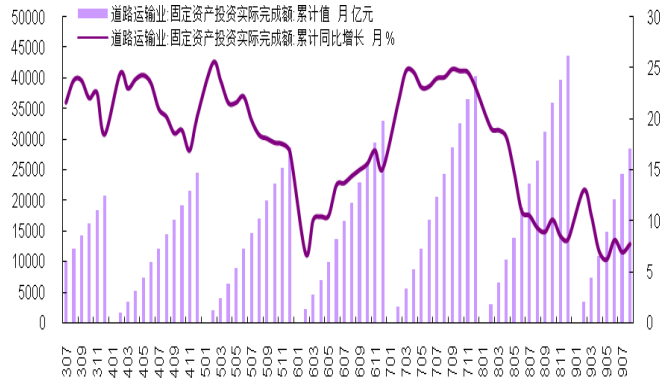
国内基建投资增速自 18 年以来持续下滑，19 年维持低个位数增长，单 8 月增速 6.7% 有明显回升，其中涉及市政道路建设和轨道交通投资的细分道路运输业增速年内基本在 5% 以上持续发力。国内政策加持逆周期调节力度，配合《交通强国建设纲要》发布，财政政策力推地方专项债快速落地，配合货币政策降低实际利率水平，重大区域发展战略获金融政策支撑，有望拉动重大基建项目投资增速进一步上升。预计基建投资整体增速将有所回升，而城市群交通网的建设将带动道路运输业投资增速同步提升。

图 7：国内基建（不含电力）投资情况



资料来源：Wind，光大证券研究所，截止 19 年 8 月

图 8：国内基建细分项道路运输业投资情况



资料来源：Wind，光大证券研究所，截止 19 年 8 月

注：道路运输业口径包含城市公共交通运输投资。

2.2、轨道交通规划密集发布，建设不断推进

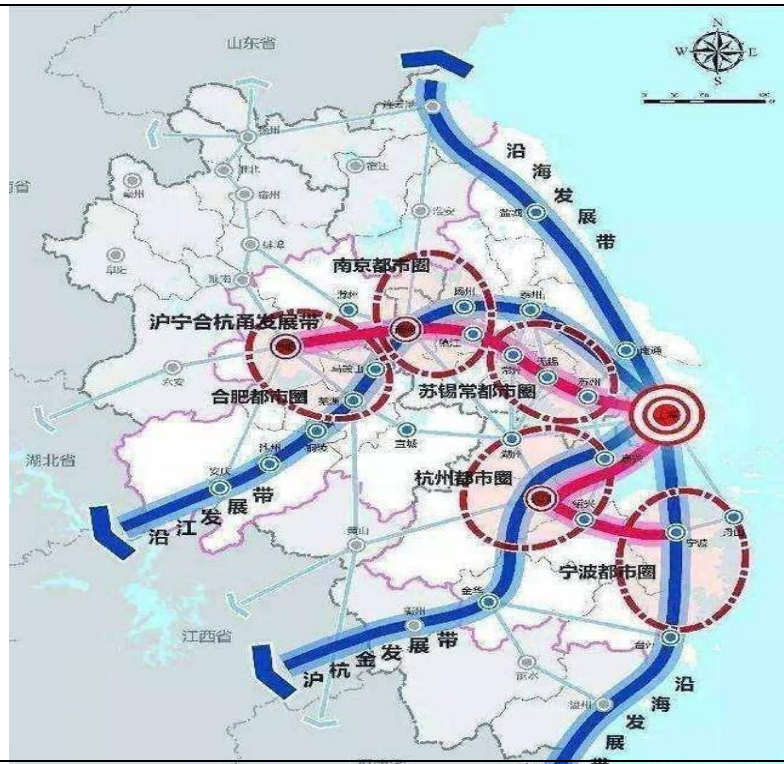
2018 年以来，在《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》、《国家发展改革委员会关于培育发展现代化都市圈的指导意见》等政策指导下，国内城市交通规划密集发布，除重点城市群外，国内其他主要城市的轨道交通规划及市政建设亦在逐步推进中，缓解“大城市病”，建立更加高效便捷的城市综合立体交通网是未来的工作重点。城市轨道交通、城际铁路、隧道、地下通道等基建市场明显放量增长。仅长三角、粤港澳和京津冀轨道三个重点城市群的轨道交通规划为例。

19 年 5 月政治局会议审议通过《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，包括上海市、江苏省、浙江省、安徽省三省一市，长三角一体化发展进入全面深化的关键阶段，交通是基础，打造干线铁路、城际铁路、市域铁路、城市轨道交通等多层次的轨道交通，支撑和引领空间集约开发、优化发展，是长三角区域一体化的重要基础和关键支撑。

据中国城市轨道交通协会最新统计数据显示，截止 2019 年 6 月 30 日，国内累计有 37 个城市投运城轨交通线路 6126.8 公里，而长三角地区开通运营城市轨道交通的城市就达到了 8 座，包括上海、南京、苏州、杭州、宁波、无锡、温州、淮安（有轨电车），运营里程超 1600 公里，约占全国城轨运营线路总数的 1/4；除此以外，常州、徐州、南通、绍兴、金华、台州等长三角地区的城市也在正在进行城市轨道交通的建设。

其中，杭州的 2018 年发布的现代综合交通大会战“5433”工程交通重点项目四年规划，中计划新建 400 公里轨道交通，到 2022 年形成 13 条线路、总长度 516 公里的城市轨道交通骨干网络，此外，杭州还将计划在钱塘江上新建包括望江路接江晖路通道、博奥隧道、艮山东路过江隧道等 8 条过江通道。

图 9：长三角一体化规划



资料来源：网易

上海规划到 2030 年城市轨道交通线网总长度约 1642 公里，其中地铁线 1055 公里，市域铁路 587 公里。2035 年线网总长度约 2200 公里，其中地铁线 1043 公里，市域铁路 1157 公里。2018 年发布的第三期建设规划，计划建设 9 条线，总长度 286.1 公里。

2019 年 2 月 18 日《粤港澳大湾区发展规划纲要》发布，要将粤港澳建成充满活力的世界级城市群、国际科技创新中心、“一带一路”建设的重要支撑、内地与港澳深度合作示范区。其中，对粤港澳大湾区的轨道交通建设提出了新的要求，强调推进基础设施互联互通，优化高速公路、铁路、城市轨道交通网络布局，强化城市内外交通建设，便捷城际交通，打造便捷区域内交通圈。

从规划来看，珠三角地区共规划广州-珠海、广州-佛山、广州-东莞-深圳、东莞-惠州、佛山-肇庆、广州-清远、广州-佛山环线、佛山-东莞、珠海市区-珠海机场、广州-佛山-江门-珠海、中山-南沙-虎门、深圳-惠州、肇庆-南沙、广州-增城-惠州、江门-开平-恩平(含台山支线)等 15 条城际轨道交通线路，合计里程约 1430 公里。其中部分城际轨道线路已经建成通车，其他项目也已经陆续开工建设。

2015 年 4 月 30 日政治局会议，审议通过《京津冀协同发展规划纲要》。纲要指出，推动京津冀协同发展是一个重大国家战略，核心是有序疏解北京非首都功能，要在京津冀交通一体化、生态环境保护、产业升级转移等重点领域率先取得突破。2018 年交通运输部印发了《京津冀交通一体化暨雄安新区综合交通运输体系建设三年行动计划(2018—2020 年)》。目前京津冀交通一体化建设各项工作取得积极成效，下一步将着力打造三地综合立体交通

网络，实现区域内快速铁路覆盖所有地级及以上城市，形成相邻城市间基本实现“1.5 小时交通圈”。

图 10：粤港澳大湾区一体化规划



资料来源：新浪

图 11：京津冀一体化规划



资料来源：中国网

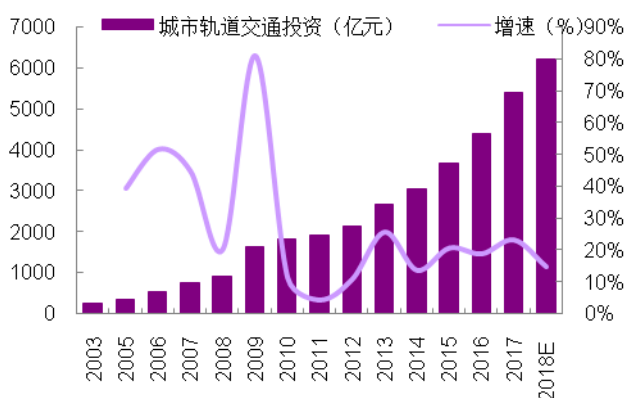
2019 年 9 月新版北京轨道交通网规划启动，范围扩大至京津冀区域，规划期限较为长远，远期为 2035 年，远景展望到 2050 年。目标是构建面向区域、与北京市区各区域相互协调的多层次、一体化的轨道交通网络，落实京津冀区域协同发展，支撑和引导北京城市空间布局和功能优化重组，促进国际一流和谐宜居之都的形成，促进以首都为核心的世界级城市群的形成。其中，在京津冀协同发展层面建设“轨道上的京津冀”；在北京市城市发展层面形成以轨道交通为骨干，核心地区为主体的发展格局，促进轨道交通与城市的可持续发展。

目前连接北京通州、天津武清和河北廊坊的“通武廊轻轨”正在规划，正在项目可研等前期工作。此外河北省发改委发布的《河北省轨道交通发展“十三五”规划》提出研究推进北京亦庄-廊坊、北京大兴-廊坊固安、北京房山-保定涿州等环京县市与北京市城市轨道交通的衔接工作。

以上只整理了重点城市群的轨道交通规划情况，其他二线城市例如西安、成都、长春等城市 18-19 年也有轨道交通规划出台，各地方政府均在落实前期规划线路的建设，个别地区目前正开展新一轮线网规划及建设规划的修编工作，计划尽快上报发改委审批，整体看轨道交通需求市场空间巨大，全国历年城轨建成运营里程增速均在 15% 以上，预计未来几年里市政建设中城市综合立体交通网的构建将会成为基建投资的重要发力点之一。

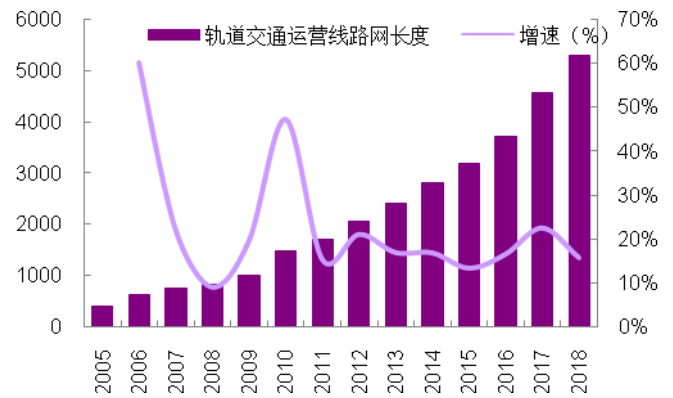
搪瓷钢板（珐琅板）是地铁、隧道的首选装饰材料，能够适应地铁站、城市隧道、桥隧等地下空间复杂环境，综合性价比优势明显。交通枢纽人流密集、场所使用频率极高，一方面对美观性、安全性要求较高，另一方面若封停维护或改造，成本费用、涉及面影响巨大，而珐琅板易洁易维护、耐久耐气候、安全环保、长效保真等多功能优异特性使其获得了广泛应用。

图 12：城市轨道交通固定资产投资情况



资料来源：Wind、光大证券研究所预测
注：2018 年数据统计局尚未更新

图 13：城市轨道交通运营里程变化（公里）



资料来源：Wind、光大证券研究所

受益于基建投资拉动，叠加国际性大型工程港珠澳大桥和大兴机场等重点工程项目所带来的示范效应和品牌影响力提升，自 18 年底起开尔新材内立面装饰搪瓷材料新签订单量快速增长。

3、火电盈利承压，锅炉智慧燃烧系统助力公司转型节能服务

3.1、节能减排和超低排放改造，深度环保治理攻坚

2017 年 1 月，国务院印发《“十三五”节能减排工作方案》，为贯彻节约资源和环境保护的基本国策，最终推动供给侧结构性改革和实施创新驱动发展战略，总体量化目标约束性显著。

1. 节能类指标：2020 年，万元 GDP 能耗较 2015 年下降 15%，能源总消费量控制在 50 亿吨标煤以内（2015 年为 43 亿吨）。其中火电供电煤耗下降到 306 克标准煤/千瓦时，下降幅度为 9 克。

2. 污染物减排指标：2020 年，COD、氨氮、SO₂、NO_x 总量分别控制在 2001 万吨、207 万吨、1580 万吨、1574 万吨以内，比 2015 年下降 10%、10%、15%和 15%。方案新增挥发性有机污染物（VOCs）指标，主要推进石化、化工、包装印刷和工业涂装等重点行业 VOCs 的减排，要求 2020 年重点工程减排量为 218.9 万吨，下降 10%以上。

3. 能源结构方面：2020 年煤炭消费总量比重要进一步下降，清洁能源及清洁用途比重提升：煤炭总量比重下降到 58%以下，电煤占煤炭消费量比重提高到 55%以上，非化石能源总量比重达到 15%，天然气消费比重提高到 10%。

此外，超低排放政策要求东部地区 2017 年前总体完成，中部地区力争在 2018 年前基本完成，西部地区在 2020 年前完成。

根据中国环境保护产业协会数据，截至 2018 年末，全国发电装机容量 19.0 亿千瓦，同比增加 6.5%，其中煤电装机容量约 10.1 亿千瓦。全国达到超低排放限值的煤电机组 8.1 亿千瓦，占煤电总装机容量的 80%。根据中电联节能环保分会截至 2017 年底，全国已投运火电厂烟气脱硫机组容量约 9.2 亿千瓦，占全国火电机组容量的 83.6%，占全国煤电机组容量的 93.9%；如果考虑具有脱硫作用的循环硫化床锅炉，占全国煤电机组容量的 100%。

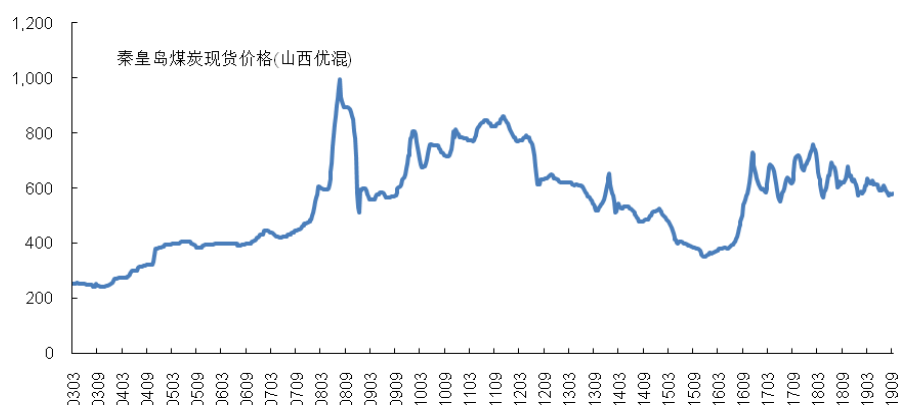
当前我国电力领域常规污染物控制取得初步成果，但随着环境改善要求的增强，环保政策压力的加大，进一步向深度环保治理攻坚，2018 年国家 and 地方政府针对非电燃煤行业大气污染治理出台了更加严格的政策和标准，而钢铁及冶金、煤化工行业等非电行业环保设施新建及提标改造开始。其中钢铁行业迎来规模最大、执行力度最强的环保限控。

在脱硫脱硝领域，技术同质化特点愈发突出。相对成熟的脱硫脱硝技术导致了产能过剩、低价竞争加剧的局面，使得市场已成为不折不扣的“红海”。与此同时，整个环保行业的技术创新和产品打磨不断升级，环保企业面临深度转型。开尔新材已从单一配件提供商，转型发展成为整体工程服务商。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。

3.2、煤电联动取消，火电盈利承压

2019 年 9 月国常会对尚未实现市场化交易的燃煤发电电量（占比约 50%），确定从明年 1 月 1 日起取消煤电联动机制，将标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化机制。基准价按各地标杆上网电价确定，浮动范围为上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%，具体电价由供需双方协商或竞价确定（明年暂不上浮），特别要确保一般工商业平均电价只降不升。

图 14：国内煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：wind，截止 19 年 9 月 30 日

火电成本方面,全国煤炭价格以秦皇岛煤炭现货(山西优混)为例,2019年9月平均价格579.7元/吨,1-9月累计较去年同期价格下跌8.5%。受北方港口价格持续下跌,产地站台贸易商采购需求较差,煤矿拉煤车较少,短期之内煤矿销售承压,预计整体价格将以稳中回落为主。

虽有成本端煤价的利好,但随着清洁能源比例和电力市场化程度提升,价格竞争日趋激烈,叠加一般工商业平均电价只降不升的要求,后期预计将压缩火电企业盈利空间,对企业成本管控提出更高的要求。

开尔锅炉智慧燃烧系统,助力电厂进一步节煤降耗,包括两部分:一次风粉燃烧热动能调整系统及锅炉三维空间燃烧智慧状态调整系统,一次风粉燃烧热动能调整系统对每路管道所输送的煤粉的速度、浓度、流量、煤粉热值、颗粒细度进行检测和控制,在调平一次风粉燃烧热能的前提下,采用锅炉三维空间燃烧智慧状态调整系统精确调整二次风、燃尽风等配风系统,精确优化整个炉膛燃烧状态,达到节能降耗及环保的作用。

表 1: 锅炉智慧燃烧系统火电厂降耗测算 (成本节约额, 万元)

发电煤耗 (克/千瓦时)	市场煤价 (5500 大卡, 元/吨)				
	540	560	580	600	620
290	2,887	2,993	3,100	3,207	3,314
291	2,598	2,694	2,790	2,887	2,983
292	2,309	2,395	2,480	2,566	2,651
293	2,021	2,095	2,170	2,245	2,320
294	1,732	1,796	1,860	1,924	1,989
295	1,443	1,497	1,550	1,604	1,657
296	1,155	1,197	1,240	1,283	1,326
297	866	898	930	962	994
298	577	599	620	641	663
299	289	299	310	321	331

资料来源: 光大证券研究所预测, 基准煤耗: 300 克/千瓦时

公司公告显示,第一套火电机组项目是 100 万千瓦机组,金额 1440 万,改造项目完成后降低煤耗预计超过 1.5 克/千瓦时。根据表 1 测算显示,以公司公告的降低煤耗 1.5 克/千瓦时为基准,每台 100 万千瓦机组应用该系统后,每年节省耗煤/耗氨/碳排放综合费用将超过 600 万元,2-3 年即可回收投入成本。我们认为,该节能项目从经济性上具备市场需求和可行性,开尔新材业务领域进一步延伸,预计后期将带来新的业绩增量。

4、盈利预测与投资评级

4.1、关键假设及盈利预测

1、18 年底国内基建重启,各地区相关基建交通规划纷纷出台并得到发改委批复,需求快速增长,叠加开尔新材港珠澳大桥隧道和北京机场项目带

来的品牌影响力提升，公司订单量显著增加。预计 19-21 年，搪瓷立面材料销量增速 223%、36%和 11%，价格恢复合理水平同增 2.3%、1.0%和 1.0%。

2、环保领域的工业保护搪瓷材料，长期受制于行业产能过剩和低价竞争加剧的局面，此外随着火电脱硫脱硝和超低排放改造基本完成，自 15 年以来订单逐年减少。18 年随着国家和地方政府针对非电燃煤行业大气污染治理出台了更加严格的政策和标准，而钢铁及冶金、煤化工行业等非电行业环保设施新建及提标改造开始，以及开尔新材进行技术创新且转型整体工程服务商，锅炉智慧燃烧系统推广较好，预计订单量明显回暖，19-21 年销量增速 55%、40%和 20%，价格增速 3%、2%、2%。

3、随着产品销量大幅提升，原材料钢材等价格基本稳定，预计公司单位产品分摊固定成本下降，原材料钢材等价格基本稳定，带来产品盈利水平的提升，预计 19-21 年立面装饰材料毛利率水平恢复至 38.9%、40.7%和 41.3%，工业保护搪瓷材料毛利率水平回升至 15.1%、19.3%和 20.1%。

4、预计 19-21 年幕墙装饰和其他业务销售收入增速均为 20%、20%和 20%，幕墙装饰的毛利率水平维持 33.3%，其他业务毛利率水平维持 20%。

5、公司销售费用和管理费用规模保持相对稳定，财务费用因有息负债增加而有所上升。

表 2：开尔新材收入、盈利等关键项目预测（百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
立面装饰搪瓷收入	147.6	183.4	193.8	207.9	147.5	476.7	649.8	722.0
收入增速 (%)	53.5%	24.3%	5.7%	7.2%	-29.1%	223.3%	36.3%	11.1%
销量 (万平方米)	20.7	28.6	38.1	40.4	21.3	67.3	91.2	100.3
销量增速 (%)	20.9%	38.1%	33.2%	6.3%	-47.3%	216.0%	35.4%	10.0%
价格 (元/平方米)	713.4	641.8	509.4	513.9	692.0	708.0	715.2	722.4
价格增速 (%)	26.9%	-10.0%	-20.6%	0.9%	34.6%	2.3%	1.0%	1.0%
毛利率 (%)	51.5%	47.8%	40.5%	34.5%	4.8%	38.9%	40.7%	41.3%
工业保护搪瓷收入	349.3	234.2	153.9	133.9	125.2	199.8	285.4	320.2
收入增速 (%)	68.0%	-32.9%	-34.3%	-13.0%	-6.5%	59.7%	42.8%	12.2%
销量(万吨)	1.87	1.00	0.56	0.32	0.65	1.01	1.41	1.56
销量增速 (%)	30.9%	-46.4%	-44.1%	-42.5%	102.3%	55.0%	40.0%	10.0%
价格 (元/吨)	18677.5	23363.4	27482.1	41580.8	19213.4	19789.9	20185.6	20589.4
价格增速 (%)	28.4%	25.1%	17.6%	51.3%	-53.8%	3.0%	2.0%	2.0%
毛利率 (%)	43.4%	34.1%	21.6%	20.4%	8.9%	16.0%	25.9%	26.6%
幕墙装饰收入	7.1	2.2	13.3	9.9	13.0	15.5	18.7	22.4
收入增速 (%)		-69.6%	510.8%	-25.7%	31.4%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率 (%)			22.3%	37.5%	37.5%	33.3%	33.3%	33.3%
其他收入	1.6	1.4	1.4	1.6	4.0	4.8	5.7	6.9
收入增速 (%)	8.0%	-12.7%	4.4%	11.6%	146.5%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率 (%)			23.4%	88.1%	-21.9%	20.0%	20.0%	20.0%
营业总收入	505.5	421.2	362.4	353.2	289.6	696.9	959.6	1071.5
收入增速 (%)	65.5%	-16.7%	-13.9%	-2.5%	-18.0%	140.7%	37.7%	11.7%
毛利率 (%)	45.4%	40.0%	31.7%	29.5%	7.7%	32.1%	36.1%	36.6%

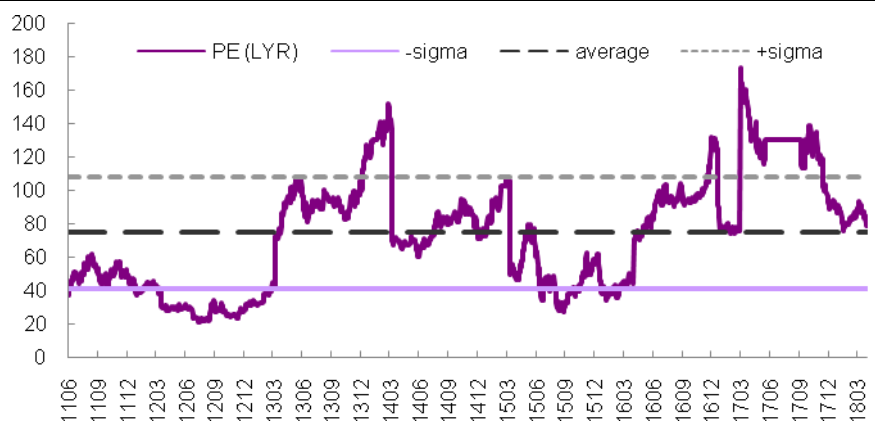
资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

综上所述，预测 2019、2020、2021 三年公司营业收入 7.0、9.6、10.7 亿元；毛利率为 32.1%、36.1%、36.6%；归属母公司净利润分别至 1.4、2.3、2.7 亿元；EPS 0.48、0.80、0.92 元。

4.2、估值水平

观察开尔新材上市至 2018 年 4 月(之后由于业绩出现亏损，公司 PE 持续为负值)的市盈率 PE(LYR)情况,可发现公司历史动态 PE 水平均值在 74.4 倍，一倍标准差范围的上限 107.9 倍 PE，而下限为 41.0 倍。以 2019 年 10 月 11 日收盘价 10.83 元对应 19 年 EPS 的估值水平为 22.6 倍，低于历史 PE 下限水平，接近 2012 年市盈率 PE(LYR)最低点约 22 倍的水平。

图 15: 开尔新材上市至 2018 年 4 月的 PE(LYR)情况



资料来源: Wind, 截止时间为 2018 年 04 月 23 日

表 3: 开尔新材及可比公司的估值比较 (2019 年 10 月 11 日收盘)

证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	市净率 PB	EV/EBIT DA (X)	市盈率 PE (X)			每股收益 (元)		
					TTM	19E	20E	18A	19E	20E
友邦吊顶	17.88	13.1	2.0	19.5	28	22	19	1.19	0.82	0.93
凯伦股份	22.68	13.2	6.3	33.0	36	27	15	0.50	0.83	1.51
坚朗五金	23.52	32.2	2.8	27.9	29	25	18	0.54	0.92	1.24
蒙娜丽莎	15.78	40.2	2.4	10.4	16	14	11	1.53	1.11	1.42
北新建材	18.23	169.0	2.4	9.5	65	33	11	1.46	0.56	1.63
平均值			3.2	20.1	35	24	15			
开尔新材	10.83	29.0	3.3	--	--	23	14	-0.25	0.48	0.8

资料来源: Wind

注: 对于上表中除开尔新材外的公司的 EPS 预测采用 Wind 一致预期, 以反映市场对于公司盈利状况的预测。

开尔新材两大主业立面装饰搪瓷和工业保护搪瓷, 其中占比最高的立面搪瓷钢板产品主要是基建和地产相关领域工程装饰销售, 属于建筑材料行业。选取同为申万建材行业的友邦吊顶(集成吊顶建筑装饰材料)、凯伦股份(建筑防水材料)、坚朗五金(建筑五金和金属构配件)、蒙拉丽莎(陶

瓷类建筑装饰材料)、北新材料(石膏类建筑装饰材料),为开尔新材的可比公司。以当前估值水平对比,开尔新材股价对应2019年PE水平为22.6倍,行业平均水平为24倍;公司PB值为3.3倍,行业平均水平为3.2倍。

根据公司历史PE值可见,开尔新材估值为自身历史估值最低水平,主要原因是公司前两年业绩连续出现亏损。与可比公司PE值对比可见,公司整体估值水平略低于行业平均水平。

公司立面装饰搪瓷业务受益于国内基建重启,需求快速增长,叠加品牌影响力提升,带来的订单量显著增加;工业保护搪瓷业务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等政策要求,整体市场呈现回暖趋势,叠加公司转型整体工程服务商,带来新的业绩增量。预计公司19年业绩实现扭亏为盈,20年业绩增速向好。给予公司19年25倍PE估值水平,对应目标价12.00元,首次覆盖,给予“增持”评级。

4.3、股价驱动因素

长期股价催化剂:国家交通强国的顶层战略规划,以及京津冀、长三角、粤港澳大湾区等重点城市群规划布局推进,城市轨道交通建设等基建交通建设项目启动,随之而来需求的大幅增长,叠加港珠澳大桥隧道和北京机场项目运营带来开尔新材品牌影响力不断提升,整体看公司竞争格局优化,产品量价齐升带来盈利能力的改善,以及业绩的快速增长。

4.4、估值结论与投资评级

开尔新材是国内搪瓷制品领域的龙头,业务集中于建筑装饰搪瓷和工业保护搪瓷领域。立面装饰搪瓷业务受益于国内基建重启,需求快速增长,叠加品牌影响力提升,带来的订单量显著增加;工业保护搪瓷业务随环保市场回暖,叠加转型整体工程服务商和研发带来业务领域拓展,贡献新增量。我们预测19-21年的公司营业收入7.0、9.6、10.7亿元;归母净利润1.4、2.3、2.7亿元;对应EPS 0.48、0.80、0.92元。给予公司19年25倍PE估值水平,对应目标价12.00元,首次覆盖,给予“增持”评级。

5、风险分析

下游基建需求不及预期风险:公司建筑装饰搪瓷受国家基建和财政等相关政策影响,可能存在需求不及预期风险,将影响公司整体订单量甚至是行业竞争格局,进而影响业绩表现。

环保业务拓展不及预期风险:电厂脱硫脱硝以及非电行业超低排放改造等环保业务,技术成熟度较高,行业同质化严重,竞争激烈,而公司推出的

新产品锅炉智慧燃烧系统在推广上有一定的不确定性，对公司业务拓展能力要求较高，存在业务拓展不及预期风险。

应收账款坏账风险：公司的客户主要是市政部门或为政府背景的国有企业，项目多数为政府或五大能源集团及其下属公司采购项目，受政府采购计划和招标项目付款进度的影响。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、分期结算货款等特点。存在应收账款发生坏账损失的风险。

大股东减持风险：公司控股股东、实际控制人邢翰学先生、吴剑鸣女士及邢翰科先生为一致行动人，为归还股权质押融资资金，降低股权质押比例，降低个人及公司相关风险，通过集中竞价或大宗交易方式持续减持公司股份。

6、附录

搪瓷立面行业内其他竞争对手：

杭州方泰搪瓷制品有限公司，引进国际先进水平的德国瓦格纳尔 (Wagener) 自动静电搪瓷粉末喷涂系统和法国科姆林湿搪喷涂系统，拥有年产 30 万平方米建筑搪瓷钢板生产线，具备大批量生产搪瓷钢板的能力。

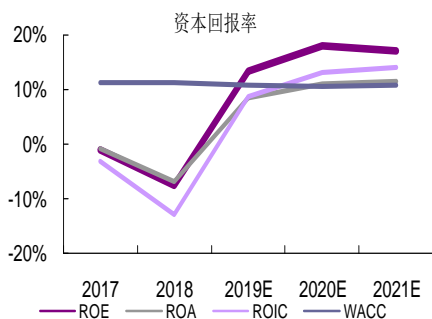
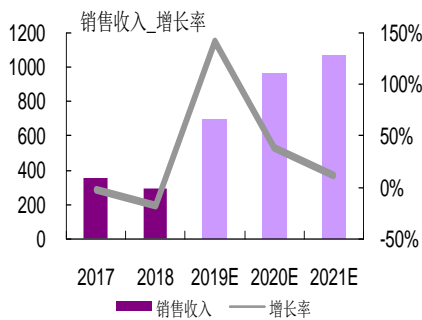
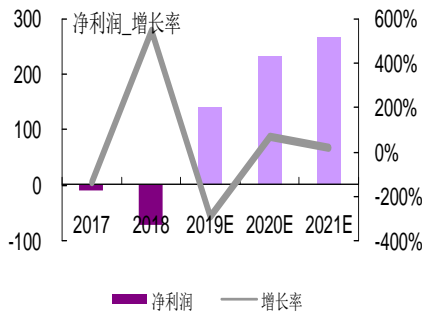
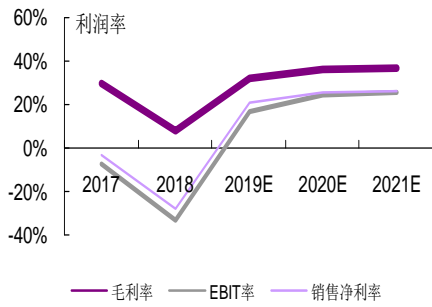
宁波江峰搪铝制品有限公司：宁波江峰搪铝制品有限公司成立于 1998 年，注册资金 6058 万，专业生产地铁、隧道及建筑外墙装饰用的多规格建筑搪瓷钢板产品，拥有两条生产流水线，一条静电干喷生产线，一条湿喷生产线。年产量超过 60 万平方米。

昆山美邦搪瓷有限公司：昆山美邦搪瓷有限公司是一家致力于搪瓷钢板研究、设计、生产、安装的高新技术企业。拥有先进的两喷一烧的静电干粉搪瓷线和干式回收湿搪喷涂线。公司主要产品有建筑装饰性搪瓷钢板、搪瓷传热元件（电力工业用）、电器元件加工、搪瓷釉料等。产品将广泛应用于地铁、隧道、城市过街通道、人防工程、建筑幕墙及电厂脱硫工程、搪瓷护栏、高档厨房用品等领域。

唐山瑞尔法新材料科技有限公司：公司开发了优质的搪瓷钢板、硅酸钙板、纤维水泥压力板、轻质隔墙板产品，其中可年生产 100 万平方米搪瓷钢板。

湖北三行科技股份有限公司，是一家集研发、设计、生产、销售和安装搪瓷装饰板于一体的高新技术企业，2018 年下半年引进了德国瓦格纳尔 (Wagener) 自动静电搪瓷粉末喷涂系统，年产能可达到 50 万平方米。

葆冈金属制品（珠海）有限公司，2010 年 4 月投产 6 万多平方米的产品包括搪瓷产品，广告灯箱及城市建设家具等产品，产品绝大部分出口到欧美，中东，东南亚，日本等国家或地区，以及部分国内市场。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	353	290	697	960	1,071
营业成本	249	267	473	614	679
折旧和摊销	23	26	28	31	29
营业税费	4	6	10	14	16
销售费用	25	25	24	25	25
管理费用	73	52	70	73	76
财务费用	4	3	5	6	5
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	9	23	60	60	60
营业利润	-11	-85	171	284	326
利润总额	-9	-86	170	283	326
少数股东损益	-1	-11	7	12	14
归属母公司净利润	-11	-71	139	232	266

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	1,214	1,182	1,762	2,246	2,466
流动资产	782	602	1,168	1,716	1,914
货币资金	123	96	230	317	354
交易型金融资产	1	0	0	0	0
应收帐款	261	194	429	741	823
应收票据	21	23	35	48	54
其他应收款	9	8	10	14	16
存货	174	198	325	424	469
可供出售投资	77	76	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	2	158	158	158	158
固定资产	245	235	241	246	248
无形资产	54	53	119	13	17
总负债	212	262	696	936	876
无息负债	212	252	420	560	622
有息负债	0	10	276	376	254
股东权益	1,002	920	1,066	1,310	1,590
股本	290	290	290	290	290
公积金	452	452	466	489	516
未分配利润	248	177	302	511	750
少数股东权益	12	1	8	21	35

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	53	10	-220	-11	147
净利润	-11	-71	139	232	266
折旧摊销	23	26	28	31	29
净营运资金增加	-84	-208	418	422	141
其他	125	264	-805	-695	-290
投资活动产生现金流	-46	-38	73	-10	12
净资本支出	30	32	31	31	31
长期投资变化	2	158	0	0	0
其他资产变化	-78	-228	42	-41	-19
融资活动现金流	0	18	281	108	-122
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1	10	266	100	-122
无息负债变化	37	40	167	140	63
净现金流	7	-9	134	87	37

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-2.55%	-18.02%	140.65%	37.70%	11.66%
净利润增长率	-138.96%	544.81%	-294.83%	66.24%	14.94%
EBITDA 增长率	-116.61%	1604.59%	-311.13%	81.29%	15.59%
EBIT 增长率	-323.13%	257.04%	-222.78%	98.28%	18.28%
估值指标					
PE	--	--	23	14	12
PB	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	-13,877	-43	23	13	11
EV/EBIT	-132	-31	28	15	12
EV/NOPLAT	-98	-32	33	17	14
EV/Sales	9	10	5	4	3
EV/IC	3	4	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	29.47%	7.68%	32.10%	36.05%	36.63%
EBITDA 率	-1.18%	-24.44%	20.62%	27.14%	28.10%
EBIT 率	-7.70%	-33.52%	16.62%	23.93%	25.35%
税前净利润率	-2.52%	-29.71%	24.46%	29.53%	30.40%
税后净利润率 (归属母公司)	-3.14%	-24.68%	19.98%	24.13%	24.83%
ROA	-0.99%	-6.98%	8.32%	10.85%	11.36%
ROE (归属母公司) (摊薄)	-1.12%	-7.78%	13.16%	17.95%	17.11%
经营性 ROIC	-3.43%	-13.10%	8.41%	12.93%	13.86%
偿债能力					
流动比率	3.90	2.45	1.77	1.94	2.33
速动比率	3.04	1.64	1.28	1.46	1.76
归属母公司权益/有息债务	-	91.86	3.83	3.43	6.12
有形资产/有息债务	-	109.68	5.88	5.88	9.55
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	-0.04	-0.25	0.48	0.80	0.92
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.18	0.04	-0.76	-0.04	0.51
每股自由现金流(FCFF)	0.24	0.50	-1.10	-0.76	0.33
每股净资产	3.42	3.17	3.65	4.45	5.37
每股销售收入	1.22	1.00	2.41	3.31	3.70

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
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% 至 15%；
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；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议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，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼