

证券研究报告  
平安基础化工

推荐(维持)

证券分析师

蒲强

投资咨询资格编号: S0490513120001  
联系电话: 021-38662845  
邮箱 puqiang587@pingan.com.cn

郭哲

投资咨询资格编号: S0500513080001  
联系电话: 021-38662845  
邮箱 guozhe307@pingan.com.cn

陈建文

投资咨询资格编号: S1060210020001  
联系电话: 0755-22625476  
邮箱 chenjianwen002@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 国瓷材料(300285)

# 2014年受累 MLCC 配方粉价格下滑， 2015年将重新开启高增长模式

事项：

国瓷材料 2015 年 1 月 24 日公告 2014 年业绩预告：2014 年公司共实现归属于上市公司股东的净利润 6200 万元—6700 万元，同比下滑 15%~21%，对应 EPS 为 0.49~0.53；同时公司公告向全体股东每 10 股转增 10 股，转增后公司总股本将增加至 25447.6 万股。

平安观点：

■ **MLCC 配方粉价格下降导致公司 2014 年业绩下滑**：受到年初日元贬值以及三星业绩大幅下滑的影响，公司为了巩固产品的性价比优势，进一步扩大市场占有率，采取了主动降价的策略，据我们测算，价格下浮在 20%左右，在其他产品大规模放量的初期，严重拖累了公司业绩，带来净利润下滑 15%~21%。目前该产品价格已经企稳，未来将为公司业绩增长提供基础。

■ **陶瓷墨水未来发展空间大，公司有望充分受益**：我们预计 2014 年国内墨水需求量在 3 万吨左右，以每吨 9 万元计价，市场规模为 27 亿；如果按照发到国家陶瓷工业的占比规模测算，我国陶瓷墨水产值空间可达 100 亿元左右。公司收购康立泰之后迅速扩大产能，未来将在 3000 吨的基础上扩大到 5000 吨，需求的快速增长将充分消化公司产能，将助推公司 2015 年业绩重回增长。

■ **公司纳米氧化锆 2015 年将快速放量**：国内复合氧化锆材料的市场规模在 150 亿元左右，而纳米氧化锆粉体材料被海外企业垄断，公司在技术上成功打破了海外垄断，三季度以来单月出货已在 10 吨以上，随着 2015 年一季度公司 1500 吨产能的一期（700 吨）建成投产，公司有望持续放量。

■ **高纯纳米氧化铝带来新的增长极**：高纯超细氧化铝主要应用于新能源材料、蓝宝石材料等高端新材料领域，目前国内主要依赖进口，国内市场空间为 10 亿左右。2014 年 9 月，公司通过与淄博鑫美宇氧化铝有限公司合作，力争在较短的时间内成长为国内高端氧化铝材料的龙头企业，在短期内迅速实现高纯超细氧化铝的研发与批量化生产占领较高的市场份额并分享较高的市场利润。

■ **投资建议**：公司 MLCC 市场占有率稳步提升，目前产品价格也已经企稳；陶瓷墨水新建产能助推业绩快速增长，纳米复合氧化锆扩产项目盈利前景乐观，高纯纳米氧化铝带来新的增长极，发展思路清晰，2015 年业绩有望恢复高速增长，我们预测 2014~2016 年 EPS 分别为 0.51、0.94、1.34 元，对应当前股价的 PE 分别为 69.9、38.1、26.7 倍，维持公司“推荐”评级。

■ **风险提示**：MLCC 配方粉价格继续下滑，新项目进展低于预期。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
<b>流动资产</b>	402	496	713	965	
现金	226	302	345	428	
应收账款	67	66	123	184	
其他应收款	1	2	4	5	
预付账款	26	4	8	12	
存货	76	109	214	309	
其他流动资产	6	13	19	27	
<b>非流动资产</b>	328	314	296	277	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	183	228	240	236	
无形资产	25	25	25	25	
其他非流动资产	120	60	30	15	
<b>资产总计</b>	730	810	1009	1242	
<b>流动负债</b>	66	103	185	257	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	51	59	121	177	
其他流动负债	15	44	64	79	
<b>非流动负债</b>	11	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	11	0	0	0	
<b>负债合计</b>	77	103	185	257	
少数股东权益	4	11	23	41	
股本	126	127	127	127	
资本公积	327	327	327	327	
留存收益	196	242	347	490	
归属母公司股东权益	648	696	801	944	
<b>负债和股东权益</b>	730	810	1009	1242	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
<b>经营活动现金流</b>	48	59	43	94	
净利润	79	72	132	188	
折旧摊销	13	15	18	19	
财务费用	-7	-11	-13	-16	
投资损失	0	0	0	0	
营运资金变动	-57	-1	-93	-97	
其他经营现金流	19	-15	-0	0	
<b>投资活动现金流</b>	-112	0	0	0	
资本支出	117	0	0	0	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	5	0	0	0	
<b>筹资活动现金流</b>	9	17	-1	-11	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	63	1	0	0	
资本公积增加	-35	0	0	0	
其他筹资现金流	-19	16	-1	-11	
<b>现金净增加额</b>	-55	76	42	83	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
<b>营业收入</b>	266	340	641	915	
<b>营业成本</b>	147	212	414	597	
<b>营业税金及附加</b>	2	3	5	7	
<b>营业费用</b>	8	8	15	20	
<b>管理费用</b>	37	48	70	91	
<b>财务费用</b>	-7	-11	-13	-16	
<b>资产减值损失</b>	2	1	2	1	
<b>公允价值变动收益</b>	0	0	0	0	
<b>投资净收益</b>	0	0	0	0	
<b>营业利润</b>	77	79	148	213	
<b>营业外收入</b>	16	6	7	8	
<b>营业外支出</b>	1	0	0	0	
<b>利润总额</b>	92	84	155	221	
<b>所得税</b>	13	13	23	33	
<b>净利润</b>	79	72	132	188	
<b>少数股东损益</b>	0	7	12	18	
<b>归属母公司净利润</b>	79	65	119	170	
<b>EBITDA</b>	84	82	152	217	
<b>EPS (元)</b>	0.62	0.51	0.94	1.34	

#### 主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力(%)</b>				
营业收入(%)	23.5	27.4	88.7	42.7
营业利润(%)	7.2	2.2	88.2	44.3
归属于母公司净利润(%)	18.6	-17.3	83.5	42.9
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	44.9	37.7	35.4	34.8
净利率(%)	29.5	19.1	18.6	18.6
ROE(%)	12.1	9.3	14.9	18.0
ROIC(%)	13.8	13.5	22.8	28.9
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	10.6	12.7	18.4	20.7
净负债比率(%)	0.0	22.7	12.6	9.1
流动比率	6.1	4.8	3.9	3.8
速动比率	4.9	3.8	2.7	2.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.4	0.7	0.8
应收账款周转率	4.8	5.0	6.8	6.0
应付账款周转率	3.9	3.8	4.6	4.0
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.51	0.94	1.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.47	0.34	0.74
每股净资产(最新摊薄)	5.10	5.47	6.29	7.42
<b>估值比率</b>				
P/E	57.8	69.9	38.1	26.7
P/B	7.0	6.5	5.7	4.8
EV/EBITDA	51.6	52.5	28.4	19.9

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号  
荣超大厦 16 楼

邮编：518048

传真：(0755) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼

邮编：200120

传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金  
融街中心北楼 15 层

邮编：100033