三季报符合预期，内生增长有望持续

国瓷材料(300285)

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	22.31
合理价格区间(元):	23.76~25.38

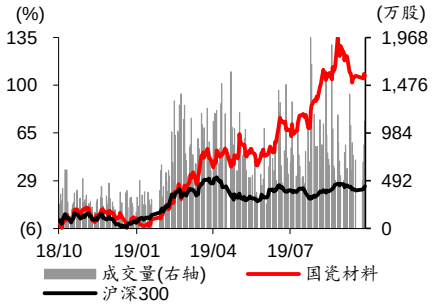
刘曦 研究员 执业证书编号：S0570515030003
025-83387130
liuxi@htsc.com

庄汀洲 研究员 执业证书编号：S0570519040002
010-56793939
zhuangtingzhou@htsc.com

相关研究

1《国瓷材料(300285,增持)：中报扣非增长54%，业绩符合预期》2019.08
2《国瓷材料(300285,增持)：H1扣非净利高增长，非经常性损益影响表观增速》2019.07
3《国瓷材料(300285,增持)：一季报符合预期，爱尔创并表增厚业绩》2019.04

一年内股价走势图



资料来源：Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	963.34
流通 A 股 (百万股)	707.31
52 周内股价区间 (元)	15.00-25.36
总市值 (百万元)	21,492
总资产 (百万元)	4,633
每股净资产 (元)	3.53

资料来源：公司公告

前三季度扣非净利预增 28-31%，符合市场预期

国瓷材料于 10 月 11 日发布 2019 年前三季度业绩预告，公司实现净利润 3.55-3.64 亿元，同比下滑 8%-10%；扣非净利润 3.41-3.50 亿元，同比增长 28%-31%，业绩符合预期。按照当前 9.63 亿股的总股本计算，对应 EPS 为 0.37-0.38 元。对应 2019Q3 实现净利润 1.07-1.16 亿元，同比变动 -6%-1%。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.54/0.64/0.75 元，维持“增持”评级。

非经常性损益影响表观增速

2018 年 5 月公司定增 8.1 亿元完成对深圳爱尔创剩余 75%的股权收购，之前持有的 25%爱尔创股权发生公允价值变动，因此产生 1.14 亿元投资收益，2018 年前三季度公司非经常性损益为 1.29 亿元，而 2019 年前三季度仅为 1400 万元，基数因素导致公司 2019 年前三季度业绩表观增速下滑。

MLCC 行业去库存拖累 Q3 业绩，内生增长有望持续

报告期内受 MLCC 行业去库存调整的影响，公司 MLCC 配方粉销售数量有所下滑，拖累 Q3 业绩，长期看我们认为消费电子及汽车电子市场扩大仍将助推 MLCC 粉需求增长旺盛，公司 MLCC 第三阶段扩产已于 2019H1 完成；伴随电子消费品、可穿戴智能产品陶瓷背板需求逐渐兴起，齿科粉体国内市场占比持续提升，欧美市场进入收获期，纳米级复合氧化锆业务发展良好；电池隔膜涂覆领域需求增长，公司纳米氧化铝业绩大幅改善。其他电子材料业务、生物医疗材料业务以及催化材料业务发展势头良好，未来有望持续高内生增长。

蜂窝陶瓷受益“国六”标准实施，5G 有望带动电子材料需求

“国六”标准已于 2019 年 7 月 1 日起在全国部分重点区域先行实施，据公司公告，汽油机方面，GPF 进展顺利，发货量正逐步增长；柴油机方面，直通式载体（SCR/DOC）、壁流式载体（DPF）均已进入 T4 验证阶段，相关产品后续有望快速放量。另一方面，5G 逐步落地实施，有望持续带动 MLCC、氧化锆陶瓷材料需求，公司已完成多个产品前期布局，打入下游供应链，预计受益程度较高。

维持“增持”评级

作为国内新材料平台型公司的代表，国瓷材料依托核心技术实现了品类的持续扩张，MLCC 粉体、氧化锆下游电子、义齿等领域应用，汽车尾气处理材料将构成未来主要增长点。基于公司三季度 MLCC 配方粉销量短期受 MLCC 行业去库存不利因素影响，我们下调公司 2019-2021 年净利润预测至 5.2/6.2/7.2 亿元（前值 5.7/6.7/8.0 亿元），对应 EPS 分别为 0.54/0.64/0.75 元（前值 0.59/0.70/0.83 元），基于可比公司估值水平（2019 年平均 44 倍 PE），考虑公司各业务对应的下游增长好于可比公司，给予公司 2019 年 44-47 倍 PE，对应目标价 23.76-25.38 元（前值 19.47-21.24 元），维持“增持”评级。

风险提示：下游需求不达预期风险、核心技术失密风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,218	1,798	2,331	2,620	2,915
+/-%	78.09	47.65	29.66	12.38	11.27
归属母公司净利润 (百万元)	244.82	543.03	523.47	616.86	723.74
+/-%	87.75	121.81	(3.60)	17.84	17.33
EPS (元，最新摊薄)	0.25	0.56	0.54	0.64	0.75
PE (倍)	87.79	39.58	41.06	34.84	29.70

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

图表1： 可比公司估值情况

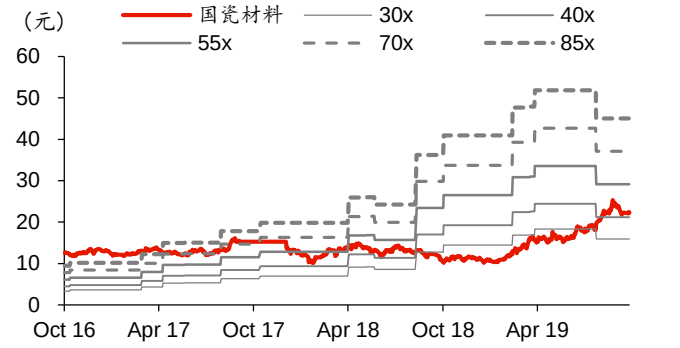
上市公司	最新价（元）	EPS（元）		PE（倍）		BPS（元）	PB（倍）
		2019E	2020E	2019E	2020E		
江化微	34.83	0.47	0.67	74	52	7.1	4.9
强力新材	12.94	0.37	0.44	35	29	3.1	4.2
飞凯材料	14.42	0.61	0.76	24	19	4.4	3.3
平均				44	33		4.1

备注：股价为 10 月 11 日收盘价，所有公司 BPS 截至 2019 年 6 月 30 日；所有公司 EPS 均来自 Wind 一致预期；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

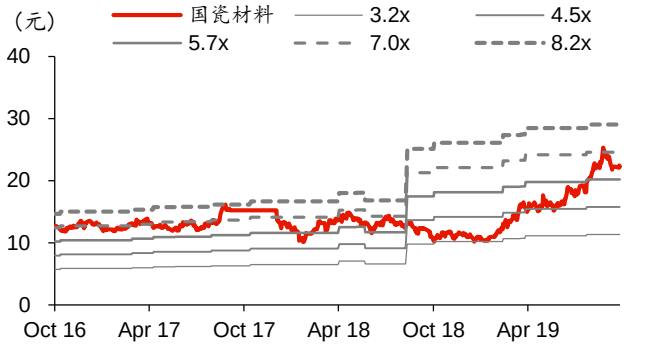
PE/PB – Bands

图表2： 国瓷材料历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3： 国瓷材料历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,528	1,623	3,558	3,971	4,472
现金	503.71	281.84	1,680	1,891	2,168
应收账款	554.88	745.27	1,087	1,196	1,330
其他应收账款	10.19	7.73	14.39	15.70	16.96
预付账款	18.76	25.21	34.74	37.95	41.91
存货	311.83	458.86	595.46	669.54	739.81
其他流动资产	128.54	104.03	146.80	161.16	175.62
非流动资产	1,761	2,755	1,408	1,469	1,518
长期投资	122.44	4.62	120.61	120.61	120.61
固定投资	696.19	862.48	984.09	1,073	1,140
无形资产	117.79	148.42	140.54	132.66	124.78
其他非流动资产	824.75	1,740	162.27	142.72	132.95
资产总计	3,289	4,378	4,966	5,440	5,990
流动负债	932.71	743.56	897.02	902.26	948.82
短期借款	498.00	320.07	379.38	359.61	366.20
应付账款	269.28	237.86	372.22	413.14	443.84
其他流动负债	165.44	185.63	145.42	129.51	138.77
非流动负债	204.37	150.98	65.75	(2.43)	(71.37)
长期借款	178.60	107.20	35.80	(35.60)	(107.00)
其他非流动负债	25.77	43.78	29.95	33.17	35.63
负债合计	1,137	894.54	962.77	899.83	877.45
少数股东权益	248.70	267.72	327.57	378.01	424.13
股本	598.30	642.23	963.34	963.34	963.34
资本公积	675.96	1,432	1,110	1,110	1,110
留存公积	629.04	1,142	1,601	2,089	2,615
归属母公司股东权益	1,903	3,216	3,675	4,162	4,689
负债和股东权益	3,289	4,378	4,966	5,440	5,990

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	129.66	349.76	245.70	552.72	649.79
净利润	259.30	558.25	583.32	667.30	769.86
折旧摊销	64.02	86.97	76.08	88.85	100.58
财务费用	22.51	26.31	5.72	(14.58)	(24.32)
投资损失	(37.01)	(143.04)	(42.00)	(15.00)	(15.00)
营运资金变动	(191.23)	(200.67)	(339.09)	(183.51)	(191.51)
其他经营现金	12.07	21.92	(38.34)	9.65	10.18
投资活动现金	(812.48)	(206.84)	1,306	(135.00)	(135.00)
资本支出	122.41	214.42	150.00	150.00	150.00
长期投资	(3.00)	(23.00)	115.99	0.00	0.00
其他投资现金	(693.06)	(15.42)	1,572	15.00	15.00
筹资活动现金	488.90	(350.68)	(153.44)	(206.32)	(238.00)
短期借款	290.00	(177.93)	59.31	(19.77)	6.59
长期借款	178.60	(71.40)	(71.40)	(71.40)	(71.40)
普通股增加	299.15	43.93	321.11	0.00	0.00
资本公积增加	(299.15)	755.57	(321.11)	0.00	0.00
其他筹资现金	20.30	(900.85)	(141.35)	(115.15)	(173.19)
现金净增加额	(195.03)	(205.55)	1,398	211.40	276.79

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,218	1,798	2,331	2,620	2,915
营业成本	747.37	992.05	1,333	1,478	1,627
营业税金及附加	17.23	18.72	23.31	26.20	29.15
营业费用	36.18	80.73	79.25	94.30	110.76
管理费用	62.89	98.81	291.38	316.97	349.78
财务费用	22.51	26.31	5.72	(14.58)	(24.32)
资产减值损失	15.55	27.45	4.80	5.30	5.40
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	37.01	143.04	42.00	15.00	15.00
营业利润	291.46	609.13	635.76	728.82	832.39
营业外收入	3.03	6.04	18.00	16.00	26.00
营业外支出	0.36	1.00	0.22	0.22	0.22
利润总额	294.14	614.18	653.54	744.60	858.17
所得税	34.84	55.92	70.22	77.30	88.31
净利润	259.30	558.25	583.32	667.30	769.86
少数股东损益	14.48	15.22	59.85	50.44	46.12
归属母公司净利润	244.82	543.03	523.47	616.86	723.74
EBITDA	377.99	722.42	717.57	803.10	908.64
EPS (元，基本)	0.22	0.41	0.54	0.64	0.75

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	78.09	47.65	29.66	12.38	11.27
营业利润	94.02	108.99	4.37	14.64	14.21
归属母公司净利润	87.75	121.81	(3.60)	17.84	17.33
获利能力 (%)					
毛利率	38.62	44.82	42.82	43.60	44.19
净利率	20.11	30.21	22.46	23.55	24.83
ROE	12.86	16.89	14.24	14.82	15.44
ROIC	12.35	15.68	22.01	22.54	23.59
偿债能力					
资产负债率 (%)	34.57	20.43	19.39	16.54	14.65
净负债比率 (%)	65.78	55.75	43.12	36.01	29.54
流动比率	1.64	2.18	3.97	4.40	4.71
速动比率	1.29	1.54	3.30	3.66	3.93
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.47	0.50	0.50	0.51
应收账款周转率	2.44	2.52	2.37	2.18	2.19
应付账款周转率	4.04	3.91	4.37	3.76	3.80
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.56	0.54	0.64	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.36	0.26	0.57	0.67
每股净资产(最新摊薄)	1.98	3.34	3.82	4.32	4.87
估值比率					
PE (倍)	87.79	39.58	41.06	34.84	29.70
PB (倍)	11.29	6.68	5.85	5.16	4.58
EV_EBITDA (倍)	58.00	30.35	30.55	27.30	24.13

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。
全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com