

## 扣非业绩继续增长，多项业务发展良好

### ——公司2019年半年报业绩预告点评

#### 事件：

公司发布2019年半年度业绩预告，预计上半年归母净利润为2.41-2.53亿元，同比下降14%-10%，扣非后归母净利润为2.34-2.46亿元，同比增长50%-58%。去年同期非经常性损益金额1.24亿元，主要由于18年完成收购爱尔创剩余75%股权，原持有股权显著增值而取得投资收益，本期仅有政府补贴的670万元，预计19年全年净利润增速依旧受非经常性损益影响。

#### 国元观点：

##### ● 电子陶瓷短期受下游不景气影响，长期看好行业需求增长

MLCC价格上半年受中美贸易战和行业高库存影响价格呈现显著下跌，短期对上游电子陶瓷粉形成一定影响。但中长期看5G通讯、新能源汽车、智能穿戴等领域将带动行业需求继续增长，公司已具备10000吨产能，未来仍有拓展空间，公司作为国内少数能替代海外巨头电子陶瓷粉的公司将充分受益国内市场的成长。

##### ● 齿科材料已打造完整产业链，享国内齿科高增长红利

公司已打通陶瓷粉体到下游义齿的全产业链，爱尔创作为国内义齿材料龙头还积极推行数字化口腔解决方案，已进入全国数百家医院，将进一步提升义齿材料市场份额。爱尔创2018年6月开始并表，助力公司今年上半年扣非后业绩同比继续高增长。齿科作为我国高速发展的领域，下游需求增长快速，有望带动公司结构陶瓷业务持续稳步增长。

##### ● 催化材料产品对标国际巨头，国六标准实施带来巨大增长潜力

公司蜂窝陶瓷质量和良率国内领先（良率高于90%），催化产品体系完整GPF、DPF、铈锆固溶体、分子筛等均达到国际水平。公司催化材料已进入国六目录，下游蜂窝陶瓷等产品已进入长城、北汽等车企公告。国六时代公司将与海外公司同一起跑线，随着各地国六的推行，公司催化业务板块将迎来巨大增长潜力。

##### ● 投资建议与盈利预测

公司三大业务板块下游需求均具备增长潜力，业绩中长期将保持稳定。预计2019-21年营收为21.88/26.73/32.17亿元，由于非经常性损益显著低于去年，下调盈利预测，2019-21年净利润为5.27/6.69/8.26亿元，对应EPS分别为0.55(-0.13)/0.69(-0.13)/0.86(-0.11)元/股，对应PE为33/26/21倍，维持“增持”评级。

##### ● 风险提示

下游需求增长不及预期、国六标准推行不及预期等。

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1217.62	1797.78	2188.37	2672.61	3217.24
收入同比(%)	78.09	47.65	21.73	22.13	20.38
归母净利润(百万元)	244.82	543.03	527.47	669.19	825.71
归母净利润同比(%)	87.75	121.81	-2.87	26.87	23.39
ROE(%)	12.86	16.89	14.09	15.17	15.76
每股收益(元)	0.25	0.56	0.55	0.69	0.86
市盈率(P/E)	71.26	32.13	33.08	26.07	21.13

资料来源：Wind,国元证券研究中心

## 增持|维持

当前价/目标价：18.11元/21元

目标期限：6个月

#### 基本数据

52周最高/最低价(元)：24.01/15.0

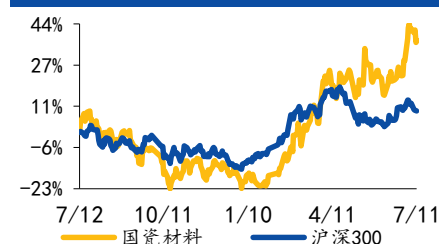
A股流通股(百万股)：714.84

A股总股本(百万股)：963.34

流通市值(百万元)：12945.70

总市值(百万元)：17446.11

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

《国元证券公司研究-国瓷材料(300285)2019年一季报点评：齿科材料并表，一季报业绩增长稳健》  
2019.04.14

《国元证券公司点评-国瓷材料(300285)：三大板块齐增长，陶瓷材料领航者业绩靓丽》2019.03.01

#### 报告作者

分析师 刘单于  
执业证书编号 S0020518120001  
电话 021-51097188-1928  
邮箱 liuchanyu@gyzq.com.cn

联系人 毛正  
执业证书编号 S0020118010043  
电话 021-51097188-1872  
邮箱 maozheng@gyzq.com.cn

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1527.91	1622.93	2353.47	3233.00	4282.07
现金	503.71	281.84	871.24	1433.75	2100.97
应收账款	650.14	836.92	947.30	1134.94	1366.22
其他应收款	10.19	7.73	11.99	14.64	17.63
预付账款	18.76	25.21	30.23	36.55	43.64
存货	311.83	458.86	480.34	600.74	741.23
其他流动资产	33.27	12.37	12.37	12.37	12.37
<b>非流动资产</b>	1761.18	2755.25	2778.62	2797.55	2809.76
长期投资	122.44	4.62	4.62	4.62	4.62
固定资产	696.19	862.48	875.85	884.78	886.99
无形资产	117.79	148.42	148.42	148.42	148.42
其他非流动资产	824.75	1739.73	1749.73	1759.73	1769.73
<b>资产总计</b>	3289.09	4378.18	5132.09	6030.55	7091.83
<b>流动负债</b>	932.71	743.56	936.47	1128.58	1322.98
短期借款	498.00	320.07	417.60	505.30	601.30
应付账款	269.28	237.86	306.42	380.47	444.74
其他流动负债	165.44	185.63	212.45	242.82	276.94
<b>非流动负债</b>	204.37	150.98	170.98	190.98	210.98
长期借款	178.60	107.20	127.20	147.20	167.20
其他非流动负债	25.77	43.78	43.78	43.78	43.78
<b>负债合计</b>	1137.08	894.54	1107.45	1319.56	1533.96
少数股东权益	248.70	267.72	281.25	298.41	319.58
股本	598.30	642.23	642.23	642.23	642.23
资本公积	675.96	1431.54	1431.54	1431.54	1431.54
留存收益	629.04	1142.16	1669.63	2338.82	3164.53
归属母公司股东权益	1903.31	3215.93	3743.39	4412.59	5238.30
<b>负债和股东权益</b>	3289.09	4378.18	5132.09	6030.55	7091.83

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	129.66	349.76	620.48	617.67	726.25
净利润	259.30	558.25	540.99	686.35	846.88
折旧摊销	64.02	86.97	86.62	96.07	105.79
财务费用	25.67	35.18	42.74	53.00	63.19
投资损失	-37.01	-143.04	-0.13	-0.15	-0.15
营运资金变动	-199.81	-205.11	-52.77	-219.59	-296.81
其他经营现金流	17.49	17.50	3.02	1.98	7.36
<b>投资活动现金流</b>	-812.48	-206.84	-105.87	-109.85	-111.85
资本支出	-122.27	-212.76	-106.00	-110.00	-112.00
长期投资	-695.38	2.06	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	5.18	3.87	0.13	0.15	0.15
<b>筹资活动现金流</b>	488.90	-350.68	74.79	54.69	52.82
短期借款	290.00	-177.93	97.53	87.70	96.01
长期借款	178.60	-71.40	20.00	20.00	20.00
普通股增加	299.15	43.93	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-299.15	755.57	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	20.30	-900.85	-42.74	-53.00	-63.19
<b>现金净增加额</b>	-193.91	-207.76	589.40	562.51	667.22

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	1217.62	1797.78	2188.37	2672.61	3217.24
营业成本	747.37	992.05	1209.13	1461.80	1745.49
营业税金及附加	17.23	18.72	24.07	29.13	35.07
营业费用	36.18	80.73	91.91	106.90	128.69
管理费用	62.89	98.81	113.80	138.98	160.86
研发费用	74.01	103.24	120.36	144.32	170.51
财务费用	22.51	26.31	38.43	42.91	46.72
资产减值损失	15.55	27.45	7.02	6.98	13.36
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	0.13	0.15	0.15
<b>营业利润</b>	291.46	609.13	593.78	751.73	926.69
营业外收入	3.03	6.04	5.00	6.00	7.00
营业外支出	0.36	1.00	1.00	1.00	1.00
<b>利润总额</b>	294.14	614.18	597.78	756.73	932.69
所得税	34.84	55.92	56.79	70.38	85.81
<b>净利润</b>	259.30	558.25	540.99	686.35	846.88
少数股东损益	14.48	15.22	13.52	17.16	21.17
<b>归属母公司净利润</b>	244.82	543.03	527.47	669.19	825.71
EBITDA	343.96	591.20	715.73	887.55	1082.41
EPS (元)	0.25	0.56	0.55	0.69	0.86

主要财务比率					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	78.09	47.65	21.73	22.13	20.38
营业利润 (%)	94.02	108.99	-2.52	26.60	23.27
归属母公司净利润 (%)	87.75	121.81	-2.87	26.87	23.39
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	38.62	44.82	44.75	45.30	45.75
净利率 (%)	20.11	30.21	24.10	25.04	25.67
ROE (%)	12.86	16.89	14.09	15.17	15.76
ROIC (%)	10.43	12.49	15.22	18.08	20.78
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	34.57	20.43	21.58	21.88	21.63
净负债比率 (%)	22.74	11.39	12.01	12.00	11.84
流动比率	1.64	2.18	2.51	2.86	3.24
速动比率	1.28	1.53	1.97	2.30	2.64
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.44	0.47	0.46	0.48	0.49
应收账款周转率	2.30	2.42	2.45	2.57	2.57
应付账款周转率	3.19	3.91	4.44	4.26	2.40
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.25	0.56	0.55	0.69	0.86
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.13	0.36	0.64	0.64	0.75
每股净资产 (最新摊薄)	1.98	3.34	3.89	4.58	5.44
<b>估值比率</b>					
P/E	71.26	32.13	33.08	26.07	21.13
P/B	9.17	5.42	4.66	3.95	3.33
EV/EBITDA	35.50	18.48	15.89	12.30	9.58

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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本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投资银行业务服务或其他服务。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188