

化工

2019年10月14日

国瓷材料 (300285)

——受 MLCC 行业去库存影响以及爱尔创经营回落，三季度略低于预期

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (下调)

市场数据：2019年10月11日

收盘价(元) 22.31
 一年内最高/最低(元) 25.36/14.73
 市净率 6.3
 息率(分红/股价) 0.45
 流通A股市值(百万元) 15780
 上证指数/深证成指 2973.66/9666.58

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年06月30日

每股净资产(元) 3.53
 资产负债率% 20.57
 总股本/流通A股(百万) 963/707
 流通B股/H股(百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《国瓷材料(300285)点评：业绩符合预期，各板块毛利率同比提升》2019/08/08

证券分析师

宋涛 A0230516070001
 songtao@swsresearch.com

研究支持

沈衡 A0230518090001
 shenheng@swsresearch.com

联系人

马昕晔
 (8621)23297818×7433
 maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司发布 2019 年三季度业绩预告**：前三季度实现归母净利润区间 3.55-3.64 亿元 (YoY -10.1%-7.8%)，扣非后归母净利润区间 3.41-3.50 亿元 (YoY +28.2%-31.6%)。其中 Q3 实现归母净利润区间 1.07-1.16 亿元 (YoY -6.6%-1.3%，QoQ -16.4%-9.4%)。业绩略低于市场预期，主要是由于受下游 MLCC 行业去库存影响，公司 MLCC 粉体环比出现较大下滑，此外爱尔创上半年积极促销导致二季度基数较高，三季度经营情况有所回落。
- **MLCC 行业库存消化到位，汽车电子、5G 等新兴应用拉动长期需求增长**。2018 年四季度以来消费电子的低迷以及下游 MLCC 库存较高，导致今年前三季度下游 MLCC 企业持续去库存，公司在三季度受下游去库存影响较大，销量出现下滑。目前看下游库存消化基本到位，需求底部回暖。长期看，汽车电子、5G 等新兴应用拉动 MLCC 需求增长，三星电机、村田等 MLCC 巨头持续扩产，保障 MLCC 粉体中长期需求。
- **蜂窝陶瓷国六认证顺利，下半年开始逐渐放量**。上半年公司催化材料蜂窝陶瓷正在切入国六应用的换挡期，导致王子制陶业绩并无明显增长。公司在汽油机方面，GPF 公告进展顺利，下半年开始发货数量正在逐步增长，柴油机方面，直通式载体 (SCR/DOC) 及壁流式载体 (DPF) 都已进入国六、T4 验证阶段，并取得了阶段性的结果。随着国六产品的陆续释放，公司蜂窝陶瓷业务发展将逐渐加速。此外蜂窝陶瓷结合自身高纯超细氧化铝业务，分子筛 (江苏天诺) 和锆钨固溶体 (国瓷博晶) 业务，有望成为能够为客户提供全系列整体汽车催化解决方案的企业。
- **氧化锆齿科材料全产业链延伸，布局数字口腔加速爱尔创发展步伐**。公司 2018 年完成对爱尔创剩余 75% 股权的收购，实现 100% 控股，爱尔创于 2018 年 6 月开始并入合并报表。公司通过全资控股爱尔创实现了“纳米氧化锆-陶瓷义齿”产品链延伸，进一步提高市场地位。同时爱尔创数字化椅旁开放系统解决方案目前已经覆盖全国二十二个省及三个直辖市，超过两百二十余家口腔专科医院、综合医院口腔科、口腔门诊已投入使用。爱尔创凭借其在氧化锆以及数字口腔的布局，在未来几年将获得更加快速的发展。
- **投资建议**：由于 MLCC 粉体需求低于预期，下调盈利预测，预计 2019-21 年归母净利润 5.00、6.57、8.48 亿元 (原值 5.30、6.92、8.73 亿元)，对应 EPS 0.52、0.68、0.88 元，PE 43X、33X、25X。公司近两年 PE 中枢区间 35-40X，考虑 2020 年估值水平，由“买入”下调至“增持”评级。
- **风险提示**：蜂窝陶瓷放量不及预期，MLCC 粉价格下跌，公司新业务整合效果不及预期。

财务数据及盈利预测

	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
营业总收入 (百万元)	1,798	1,032	2,365	2,930	3,668
同比增长率 (%)	47.6	30.7	31.5	23.9	25.2
归母净利润 (百万元)	543	248	500	657	848
同比增长率 (%)	121.8	-11.5	-7.9	31.2	29.1
每股收益 (元/股)	0.85	0.26	0.52	0.68	0.88
毛利率 (%)	44.8	49.4	45.4	45.8	46.4
ROE (%)	16.9	7.3	13.5	15.0	16.2
市盈率	26		43	33	25

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,218	1,798	2,365	2,930	3,668
其中: 营业收入	1,218	1,798	2,365	2,930	3,668
减: 营业成本	747	992	1,292	1,588	1,965
减: 税金及附加	17	19	31	38	48
主营业务利润	453	787	1,042	1,304	1,655
减: 销售费用	36	81	114	141	169
减: 管理费用	63	99	130	161	202
减: 研发费用	74	103	142	167	209
减: 财务费用	23	26	37	31	40
经营性利润	257	478	619	804	1,035
减: 资产减值损失	16	27	14	10	10
减: 信用减值损失	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	37	143	0	0	0
营业利润	291	609	605	794	1,025
加: 营业外净收入	3	5	0	0	0
利润总额	294	614	605	794	1,025
减: 所得税	35	56	91	119	154
净利润	259	558	514	675	872
少数股东损益	14	15	14	18	24
归属于母公司所有者的净利润	245	543	500	657	848
全面摊薄总股本	598	642	963	963	963
每股收益 (元)	0.41	0.87	0.52	0.68	0.88

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。