

# MLCC 行业景气度下滑，业绩短期调整

## 国瓷材料(300285)

### 事件

公司于 2019 年 10 月 25 日晚发布 2019 三季报，Q3 单季公司实现营收 5.05 亿元，同比增长 5.4%，环比下滑 11%；实现归母净利润 1.11 亿元，同比下滑 3.4%，环比下滑 14%；实现扣非后归母净利润 1.05 亿元，同比下滑 4.6%，环比下滑 16%。

### 简评

#### MLCC 行业景气度下滑，业绩短期调整

公司业绩同比环比均出现下滑，主要由于 MLCC 行业去库存调整的影响。同比来看：①公司营收仍有微幅增长，毛利率下滑 1 个百分点的情况下，毛利润同比仍实现 4% 的增长，绝对增幅 791 万元；②期间费用、税金及附加合计增加 1104 万元；③营业外收支增加 534 万元；④所得税减少 292 万元；⑤少数股东损益增加 1067 万元。上述各项合计对归母净利润变动幅度贡献为-554 万元，与归母净利润降幅 392 万元较为接近。

环比来看：①公司营收规模缩减，毛利率下滑，使毛利润环比下滑 4863 万元；②期间费用环比减少 1032 万元；③资产减值损失增加 1361 万元（对净利润正贡献）；④营业外收入增加 573 万元；⑤所得税减少 794 万元；⑥少数股东损益增加 463 万元。各项合计对归母净利润环比变化贡献为-1566 万元，与实际变化值-1771 万元较为接近。

#### MLCC 配方粉：水热法支撑核心技术

技术方面，公司拥有核心水热法制备工艺，是国内首家、全球第二家掌握此核心技术的厂家；公司 2018 年 8 月 3 日发布公告成立合资子公司以保障原材料供应，同时在去年 3 季度扩产 MLCC 配方粉至 1 万吨，今年仍有扩产计划。此前公司业绩的高增长很大程度上受益于 MLCC 行业的高景气，目前行业短期面临调整，致使公司业绩出现下滑。

#### 国六标准到来，公司尾气催化剂业务有望持续受益

2019 年 7 月 1 日起，北京、上海、天津、河北、广东等多地已开始实施国六排放标准，而根据工信部规划，最迟到 2020 年 7 月 1 日全国范围内都应实施国六 b 排放标准。国六标准与国五标准相比，对污染物的限额普遍趋严一倍有余，排放标准的趋严将引起汽车催化剂用量增加，同时国六标准下汽车加装 GPF，柴油车转为 DOC+DPF+沸 SCR+ASC，单车蜂窝陶瓷用量翻倍。蜂窝陶瓷市场目前道康宁和 NGK 仍占据 90% 市场份额，公司在完成对王子制陶的收购之后，薄壁化产品逐渐突破，未来有望加速进口替

**维持**
**买入**
**郑勇**

zhengyong@csc.com.cn

010-85130262

执业证书编号：S1440518100005

**研究助理：胡世超**

010-86451498

hushichao@csc.com.cn

发布日期：2019 年 10 月 28 日

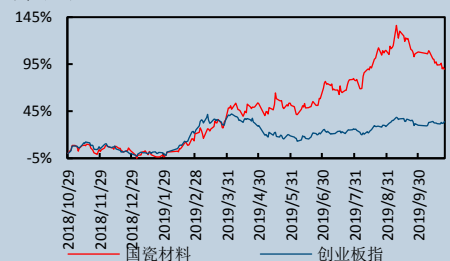
当前股价：20.35 元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-8.0/-9.69	6.21/-1.06	85.77/53.15
12 月最高/最低价 (元)		25.36/14.73
总股本 (万股)		96,334.11
流通 A 股 (万股)		70,731.08
总市值 (亿元)		196.04
流通市值 (亿元)		143.94
近 3 月日均成交量 (万)		825.09
主要股东		
张曦		19.96%

#### 股价表现



#### 相关研究报告

- 19.08.09 【中信建投化学原料】国瓷材料(300285):主营业务多点开花叠加爱尔兰并表,扣非业绩同比大幅增长
- 19.07.15 【中信建投化学制品】国瓷材料(300285):各项业务多点开花,扣非利润实现 50% 增长
- 【中信建投化学原料】国瓷材料(300285):2019 年一季报简评:业绩符

代。同时公司在汽车尾气催化领域有高纯氧化铝、蜂窝陶瓷载体、铈锆固溶体、分子筛的完整布局，且是国内蜂窝陶瓷龙头。伴随国六标准全面铺开，公司相关产品市场有望大幅扩展。

### 收购爱尔创，打通义齿完整产业链

公司于 2018 年 5 月底彻底完成收购爱尔创剩余 75% 股权，打通氧化锆-齿科的完整产业链，氧化锆目前广泛应用于牙齿修复，相比其他齿科材料具有性能优势，随着人们收入增加、人口老龄化，氧化锆在义齿修复市场渗透率提高，国内义齿市场规模扩大，且爱尔创在高端义齿的市场占有率达到 50%，并帮助公司切入认证门槛非常高的医疗设备领域。此外，氧化锆也成了手机背板原料的新宠，先前成立的蓝思国瓷将主导公司在此领域的研发推广，预计背板业务也将不断发力，同时提升产品附加值。

预计公司 2019、2020、2021 年归母净利分别为 4.9、6.1、6.8 亿元，对应 PE 40、32、29X，维持买入评级

**表 1：预测和比率**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	1,217.62	1,797.78	2,069.66	2,429.93	2,850.79
主营收入增长率	78.09%	47.65%	15.12%	17.41%	17.32%
EBITDA（百万元）	377.99	721.75	678.94	809.98	893.97
EBITDA 增长率	112.61%	90.94%	-5.93%	19.30%	10.37%
净利润（百万元）	244.82	543.03	492.32	608.21	682.84
净利润增长率	87.75%	121.81%	-9.34%	23.54%	12.27%
ROE	12.86%	16.89%	13.28%	14.09%	13.66%
EPS（元）	0.410	0.870	0.511	0.631	0.709
P/E	49.63	23.39	39.82	32.23	28.71
P/B	6.40	4.06	3.52	3.03	2.61
EV/EBITDA	32.86	18.41	18.88	15.20	13.12

数据来源：Wind，中信建投研究发展部

## 分析师介绍

**郑勇**：化工行业首席分析师，北京大学地质专业硕士、经济学双学位，2 年壳牌石油工作经验，3 年基础化工研究经验。2018 年万得金牌分析师第一名，2017 年新财富基础化工入围团队成员、2017 年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

**研究助理 胡世超**：北京大学化学博士，曾获国家奖学金、校长奖学金等，在《Chemical Science》等一区期刊发表多篇论文；2018 年 7 月加入中信建投化工组。

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn  
郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn  
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn  
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn  
高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn  
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn  
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn  
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn  
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn  
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

### 社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn  
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn  
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn  
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn  
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn  
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn  
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn  
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn  
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn  
沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn  
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn  
章政 zhangzheng@csc.com.cn  
李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn  
范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn  
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn  
薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn  
王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn  
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn  
XU SHUFENG 0755-23953843  
xushufeng@csc.com.cn  
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn  
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859