

方正证券研究所证券研究报告

国瓷材料(300285)

公司研究

化工行业

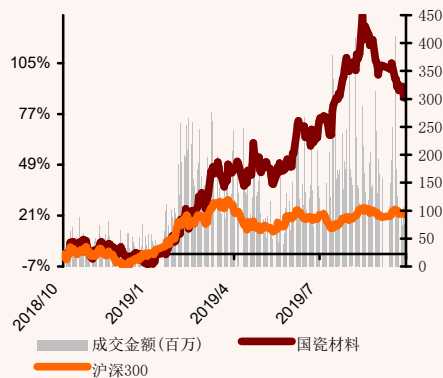
公司财报点评

2019.10.26/强烈推荐(维持)

首席化工分析师：李永磊
 执业证书编号：S1220517110004
 TEL：
 E-mail liyonglei@foundersec.com

联系人：刘万鹏
 TEL：18811591551
 E-mail liuwanpeng@foundersec.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《H1 扣非净利润增长 54%，医疗和电子材料板块功不可没》2019.08.07
 《各板块进展顺利，一季度业绩预增 51%-67%》2019.02.28
 《打造中国无机新材料平台》2018.11.25

请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件描述：

2019 年 10 月 26 日，公司公告 2019Q3 业绩，前三季度实现营业收入 15.37 亿元，同比增长 21.11%；实现归母净利润 3.59 亿元，同比下降 9.18%；扣非归母净利润 3.46 亿元，同比增长 29.83%。

事件分析与结论：

● 受季节因素和 MLCC 行业去库存影响，Q3 环比同比下降

2019 年第三季度实现归母净利润 1.11 亿元，同比下降 3.42%，环比下降 13.80%；扣非归母净利润 1.05 亿元，同比下降 4.61%，环比下降 16.34%。Q3 业绩下降主要受季节因素影响，第三季度是公司产品传统淡季，且今年蜂窝陶瓷处于国五和国六切换之年，蜂窝陶瓷销量增速暂时放缓。前三季度，公司三项费用均有所提高，特别是销售费用，前三季度为 8571.60 万元，同比大幅增长 85.50%。前三季度，公司研发费用为 9947.96 万元，同比增长 20.60%，持续的研发投入有助于公司继续拓展新产品，保持成长活力。

● 催化材料板块：有望成为明年主要增长点之一

今年公司催化材料经营策略主要以申请国六公告为主，同时保持国五市场份额。目前，公司的蜂窝陶瓷已满足国六标准，并已获得 6 个国六公告。汽油机方面，GPF 公告进展顺利，现在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。据我们测算，2020、2021 年中国国六蜂窝陶瓷需求量分别为 15383、17412 万升，新增市场规模分别可达 312、363 亿元。大市场提供公司高速成长所需空间。

● 电子材料板块：5G 基站明年进入爆发期，推动陶瓷粉体业务

目前，公司已完成 MLCC 第三阶段扩产，年产能 1 万吨 MLCC 介质粉，新的制造车间具备生产小颗粒、高可靠基础粉和配方粉的能力，可以满足高容、车载用高可靠 MLCC 的需求，为未来市场的扩产铺平了道路。据公司 2018 年年报，公司也在积极探索与 5G 相关业务的产业结合，为未来业务扩展奠定了基础。据我们测算，5G 陶瓷介质滤波器从 2020 年进入建设高峰期，2020 年 5G 陶瓷介质滤波器所需粉体市场规模可达 80 亿元，2020-2025 年陶瓷介质滤波器粉体有望累计新增 307 亿元市场规模。公司在 MLCC 粉体多年的研发生产积累有助于切入 5G 陶瓷介质滤波器领域。

● 生物医疗材料板块：一体化产业链带动板块快速增长

公司已实现氧化锆粉体-义齿材料一体化产业链布局。随着人口老龄化程度的加深以及居民口腔健康意识的提高，我国齿科材料行业将迎来高速增长；预计到 2025 年，我国氧化锆在种植牙

领域的市场空间可达 39 亿元，陶瓷种植牙的市场空间可达 725 亿元。此外，公司拟开展数字化口腔业务，通过构建牙医“医生集团”绑定种植牙品牌推广渠道，有助于增加上游氧化锆粉体和义齿材料销量。

● 投资评级与估值

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 5.23、6.89、9.05 亿元，EPS 分别为 0.81、1.07、1.41，对应 PE 分别为 25、19、14，给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示

国六标准执行不及预期，公司整合未达预期，下游需求增速不及预期。

盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1797.78	2049.51	2559.25	3216.47
(+/-) (%)	47.65	14.00	24.87	25.68
净利润	543.03	522.52	688.85	904.60
(+/-) (%)	121.81	-3.78	31.83	31.32
EPS(元)	0.56	0.81	1.07	1.41
P/E	36.10	25.01	18.97	14.45

数据来源：wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E	利润表	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1622.93	2961.11	3392.13	4278.11	营业总收入	1797.78	2049.51	2559.25	3216.47
现金	281.84	1414.25	1527.07	1946.75	营业成本	992.05	1156.00	1420.20	1775.25
应收账款	745.27	803.52	955.92	1203.19	营业税金及附加	18.72	29.10	35.83	45.03
其他应收款	7.73	12.01	14.01	17.42	营业费用	80.73	102.48	90.85	93.28
预付账款	25.21	31.01	36.61	46.16	管理费用	98.81	112.72	102.37	106.14
存货	458.86	398.96	494.68	637.05	财务费用	26.31	9.65	-44.70	-50.12
其他	104.03	301.36	363.84	427.53	资产减值损失	27.45	0.00	0.00	0.00
非流动资产	2755.25	2165.69	2545.76	2750.07	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	34.62	134.62	139.62	144.62	投资净收益	143.04	100.00	5.00	5.00
固定资产	990.67	1075.08	1173.93	1254.36	营业利润	609.13	621.88	818.68	1071.41
无形资产	1694.15	920.18	1196.40	1315.28	营业外收入	6.04	0.00	0.00	0.00
其他	35.81	35.81	35.81	35.81	营业外支出	1.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	4378.18	5126.80	5937.89	7028.18	利润总额	614.18	630.02	823.96	1077.57
流动负债	743.56	934.44	1010.61	1136.06	所得税	55.92	72.28	89.05	112.73
短期借款	320.07	320.07	320.07	320.07	净利润	558.25	557.74	734.91	964.84
应付账款	152.90	204.20	237.80	295.20	少数股东损益	15.22	35.22	46.06	60.24
其他	270.59	410.17	452.74	520.79	归属母公司净利润	543.03	522.52	688.85	904.60
非流动负债	150.98	150.98	150.98	150.98	EBITDA	591.20	619.06	874.33	1139.16
长期借款	107.20	107.20	107.20	107.20	EPS(元)	0.56	0.81	1.07	1.41
其他	43.78	43.78	43.78	43.78	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	894.54	1085.41	1161.58	1287.04	成长能力				
少数股东权益	267.72	302.94	349.00	409.24	营业收入	0.48	0.14	0.25	0.26
股本	642.23	642.23	642.23	642.23	营业利润	1.09	0.02	0.32	0.31
资本公积	1431.54	1431.54	1431.54	1431.54	归属母公司净利润	1.22	-0.04	0.32	0.31
留存收益	1142.16	1664.69	2353.54	3258.14	获利能力				
归属母公司股东权益	3215.93	3738.45	4427.30	5331.91	毛利率	0.45	0.44	0.45	0.45
负债和股东权益	4378.18	5126.80	5937.89	7028.18	净利率	0.30	0.25	0.27	0.28
					ROE	0.17	0.14	0.16	0.17
现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E	ROIC	0.13	0.15	0.19	0.22
经营活动现金流	349.76	554.82	623.66	771.41	偿债能力				
净利润	558.25	557.74	734.91	964.84	资产负债率	0.20	0.21	0.20	0.18
折旧摊销	86.97	96.92	117.88	135.39	净负债比率	0.16	0.13	0.11	0.09
财务费用	35.18	23.18	23.18	23.18	流动比率	2.18	3.17	3.36	3.77
投资损失	-143.04	-100.00	-5.00	-5.00	速动比率	1.57	2.74	2.87	3.20
营运资金变动	-205.11	-14.89	-242.03	-340.84	营运能力				
其他	17.50	-8.14	-5.28	-6.15	总资产周转率	0.47	0.43	0.46	0.50
投资活动现金流	-206.84	600.77	-487.66	-328.55	应收账款周转率	2.77	2.65	2.91	2.98
资本支出	-212.76	600.77	-487.66	-328.55	应付账款周转率	11.55	11.48	11.58	12.07
长期投资	2.06	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
其他	3.87	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.56	0.81	1.07	1.41
筹资活动现金流	-350.68	-23.18	-23.18	-23.18	每股经营现金	0.36	0.58	0.65	0.80
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	3.34	3.88	4.60	5.53
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
普通股增加	9.80	0.00	0.00	0.00	P/E	36.10	25.01	18.97	14.45
资本公积增加	0.00	-28.52	-37.01	-32.05	P/B	6.10	5.24	4.43	3.68
其他	-360.48	5.34	13.83	8.87	EV/EBITDA	22.47	-1.48	-1.18	-1.27
现金净增加额	-207.76	1132.41	112.82	419.68					

数据来源：wind 方正证券研究所

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com