

强烈推荐-A (维持)

国瓷材料 300285.SZ

当前股价: 22.31 元

2019 年 10 月 12 日

业绩基本符合预期, 催化材料业务有望迎来放量

基础数据

| | |
|-------------|-------|
| 上证综指 | 2974 |
| 总股本 (万股) | 96334 |
| 已上市流通股 (万股) | 70731 |
| 总市值 (亿元) | 215 |
| 流通市值 (亿元) | 158 |
| 每股净资产 (MRQ) | 3.5 |
| ROE (TTM) | 15.0 |
| 资产负债率 | 20.6% |
| 主要股东 | 张曦 |
| 主要股东持股比例 | 21.1% |

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《国瓷材料 (300285) 一业绩符合预期, 产品多点开花支撑未来成长》2019-08-07
- 2、《国瓷材料 (300285) 一业绩符合预期, 内生外延双轮驱动显成效》2019-02-28
- 3、《国瓷材料 (300285) 一流精密陶瓷材料生产商, 内生外延拓宽成长边界》2018-11-06

周铮

010-57601786
zhouzheng3@cmschina.com.cn
S1090515120001

钟浩

zhonghao1@cmschina.com.cn
S1090518040001

段一帆

duanyifan@cmschina.com.cn
S1090518030001

事件:

公司发布 2019 年前三季度业绩预告, 预计 2019 年前三季度归母净利润为 3.55 亿~3.64 亿元, 同比增长-10%~-8%; 2019 年第三季度归母净利润为 1.07 亿~1.16 亿元, 同比增加-6%~1%。前三季度归母扣非净利 3.41 亿~3.5 亿元, 同比增长 28%~31%。

评论:

1、业绩基本符合预期, 配方粉销量短期受到 MLCC 行业去库存调整的不利影响。

公司 2019 年前三季度归母净利润同比下滑主要是由于 2018 年前三季度非经常性损益金额为 12,878 万元, 主要为公司收购深圳爱尔创产生的投资收益; 而 2019 年前三季度非经常性损益对净利润的影响金额约为 1,400 万元, 主要是政府补助。2019 年第三季度归母净利润同比略降主要原因是受 MLCC 行业去库存调整的影响, 公司 MLCC 配方粉的销售数量有所下滑。公司坚持高壁垒产品开发的竞争战略, 不断突破成长过程中的天花板, 成为高端陶瓷材料行业的前驱者。

2、下游 MLCC 厂商纷纷扩产, MLCC 配方粉需求旺盛。

由于 MLCC 行业自身格局变化, 且汽车电子等新应用领域不断扩展, 下游 MLCC 厂商如村田、三星、国巨等均计划扩产以满足旺盛的需求, 因而公司作为上游 MLCC 配方粉的供应商, 从 2017 年中开始一直处于供不应求的状态, 目前已完成第三阶段扩产达到 1 万吨产能。为满足下游新增需求, 公司下半年将继续扩产至 1.2 万吨/年, 虽然短期受到下游 MLCC 厂商去库存调整的不利影响, 但未来公司配方粉销量仍将继续保持稳定增长。

3、爱尔创并表完善氧化锆产业链, 消费电子领域有望持续放量。

消费升级及人口老龄化趋势导致氧化锆义齿需求处于快速增长期, 公司收购爱尔创将既有的纳米氧化锆产业链延伸至下游陶瓷义齿, 爱尔创在国内高端义齿的市占率 35%, 且布局数字化口腔相关领域, 从工业品纳米氧化锆涉足到消费品义齿, 成为公司打造的又一增长极。与蓝思合作成立子公司, 产品进入苹果 iwatch 和三星 s10 手机供应链, 未来消费电子用氧化锆将持续放量。

4、汽车尾气排放国六标准逐步实施, 催化材料业务有望迎来放量。

公司通过自主研发及并购的方式掌握了蜂窝陶瓷、铈锆固溶体、沸石分子筛及氧化铝等汽车尾气催化材料的核心技术, 打造了除贵金属外的较为完整的催化材料产业链。国六标准将在成渝和珠三角等地区提前实施, 及全国各地实施“黄改绿”改造, 将拉动蜂窝陶瓷的需求, 而道康宁和 NGK 占据蜂窝陶瓷 90% 以上的市场, 国产替代化为国内企业创造机遇。公司收购王子制陶后升级相关技术并在东营扩

产，2019 年上半年蜂窝陶瓷产品技术及市场迎来全面突破，汽油机方面，GPF 进展顺利，且发货量逐步增长；柴油机方面，直通式载体（SCR/DOC）及壁流式载体（DPF）均已进入国六、T4 验证阶段，并取得了阶段性的结果。其他新产品碳化硅 DPF 及船机市场份额大幅增长，后期会有更大的市场空间。2019 年上半年 OEM 市场份额明显上升，随着 GPF 的上量，下半年预计会有进一步的增长。

5、维持“强烈推荐-A”投资评级。

我们预计 2019-2021 年公司净利润为 5.09 亿/6.17 亿/7.4 亿元，EPS 分别为 0.53 元/0.64 元/0.77 元，对应 PE 分别为 42.3/34.8/29 倍，维持“强烈推荐-A”投资评级。

风险提示：产品需求不及预期、新业务整合不及预期、实控人减持。

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 1528 | 1623 | 1806 | 2152 | 2819 |
| 现金 | 504 | 282 | 166 | 210 | 532 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 95 | 92 | 114 | 135 | 160 |
| 应收款项 | 555 | 745 | 905 | 1073 | 1266 |
| 其它应收款 | 10 | 8 | 10 | 11 | 13 |
| 存货 | 312 | 459 | 564 | 667 | 782 |
| 其他 | 52 | 38 | 47 | 56 | 65 |
| 非流动资产 | 1761 | 2755 | 2896 | 3023 | 3137 |
| 长期股权投资 | 122 | 5 | 7 | 10 | 11 |
| 固定资产 | 696 | 862 | 1018 | 1157 | 1283 |
| 无形资产 | 118 | 148 | 134 | 120 | 108 |
| 其他 | 825 | 1740 | 1737 | 1736 | 1734 |
| 资产总计 | 3289 | 4378 | 4701 | 5175 | 5956 |
| 流动负债 | 933 | 744 | 608 | 470 | 534 |
| 短期借款 | 498 | 320 | 194 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 158 | 153 | 191 | 226 | 265 |
| 预收账款 | 4 | 9 | 11 | 13 | 16 |
| 其他 | 272 | 262 | 212 | 231 | 253 |
| 长期负债 | 204 | 151 | 151 | 151 | 151 |
| 长期借款 | 179 | 107 | 107 | 107 | 107 |
| 其他 | 26 | 44 | 44 | 44 | 44 |
| 负债合计 | 1137 | 895 | 759 | 621 | 685 |
| 股本 | 598 | 642 | 963 | 963 | 963 |
| 资本公积金 | 676 | 1432 | 1111 | 1241 | 1383 |
| 留存收益 | 629 | 1142 | 1586 | 2051 | 2606 |
| 少数股东权益 | 249 | 268 | 282 | 299 | 320 |
| 归属于母公司所 | 1903 | 3216 | 3660 | 4255 | 4952 |
| 负债及权益合计 | 3289 | 4378 | 4701 | 5175 | 5956 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|-----------|------------|
| 经营活动现金流 | 130 | 350 | 395 | 498 | 595 |
| 净利润 | 245 | 543 | 509 | 617 | 740 |
| 折旧摊销 | 64 | 87 | 104 | 117 | 130 |
| 财务费用 | 26 | 35 | 22 | 11 | 3 |
| 投资收益 | (37) | (143) | (20) | (20) | (20) |
| 营运资金变动 | (184) | (177) | (242) | (253) | (289) |
| 其它 | 16 | 5 | 23 | 26 | 30 |
| 投资活动现金流 | (812) | (207) | (227) | (228) | (226) |
| 资本支出 | (122) | (214) | (245) | (245) | (245) |
| 其他投资 | (690) | 8 | 18 | 17 | 19 |
| 筹资活动现金流 | 489 | (351) | (284) | (227) | (47) |
| 借款变动 | 656 | (1112) | (197) | (194) | 0 |
| 普通股增加 | 299 | 44 | 321 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | (299) | 756 | (321) | 130 | 142 |
| 股利分配 | (150) | (30) | (64) | (153) | (185) |
| 其他 | (17) | (8) | (22) | (11) | (3) |
| 现金净增加额 | (194) | (208) | (115) | 43 | 323 |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位：百万元 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1218 | 1798 | 2240 | 2658 | 3135 |
| 营业成本 | 747 | 992 | 1241 | 1467 | 1721 |
| 营业税金及附 | 17 | 19 | 27 | 32 | 38 |
| 营业费用 | 36 | 81 | 123 | 146 | 172 |
| 管理费用 | 137 | 202 | 251 | 298 | 351 |
| 财务费用 | 23 | 26 | 22 | 11 | 3 |
| 资产减值损失 | 16 | 27 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 50 | 159 | 20 | 20 | 20 |
| 营业利润 | 291 | 609 | 596 | 724 | 869 |
| 营业外收入 | 3 | 6 | 3 | 3 | 3 |
| 营业外支出 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 294 | 615 | 598 | 726 | 871 |
| 所得税 | 35 | 56 | 75 | 92 | 111 |
| 净利润 | 259 | 559 | 523 | 634 | 761 |
| 少数股东损益 | 14 | 15 | 14 | 17 | 21 |
| 归属于母公司 | 245 | 543 | 509 | 617 | 740 |
| EPS (元) | 0.41 | 0.85 | 0.53 | 0.64 | 0.77 |

主要财务比率

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 78% | 48% | 25% | 19% | 18% |
| 营业利润 | 94% | 109% | -2% | 22% | 20% |
| 净利润 | 88% | 122% | -6% | 21% | 20% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 38.6% | 44.8% | 44.6% | 44.8% | 45.1% |
| 净利率 | 20.1% | 30.2% | 22.7% | 23.2% | 23.6% |
| ROE | 12.9% | 16.9% | 13.9% | 14.5% | 14.9% |
| ROIC | 9.3% | 14.0% | 12.7% | 13.7% | 14.1% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 34.6% | 20.4% | 16.1% | 12.0% | 11.5% |
| 净负债比率 | 22.7% | 11.4% | 6.4% | 2.1% | 1.8% |
| 流动比率 | 1.6 | 2.2 | 3.0 | 4.6 | 5.3 |
| 速动比率 | 1.3 | 1.6 | 2.0 | 3.2 | 3.8 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 存货周转率 | 3.1 | 2.6 | 2.4 | 2.4 | 2.4 |
| 应收帐款周转率 | 2.7 | 2.8 | 2.7 | 2.7 | 2.7 |
| 应付帐款周转率 | 5.8 | 6.4 | 7.2 | 7.0 | 7.0 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.41 | 0.85 | 0.53 | 0.64 | 0.77 |
| 每股经营现金 | 0.22 | 0.54 | 0.41 | 0.52 | 0.62 |
| 每股净资产 | 3.18 | 5.01 | 3.80 | 4.42 | 5.14 |
| 每股股利 | 0.05 | 0.10 | 0.16 | 0.19 | 0.23 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 54.5 | 26.4 | 42.3 | 34.8 | 29.0 |
| PB | 7.0 | 4.5 | 5.9 | 5.1 | 4.3 |
| EV/EBITDA | 18.2 | 9.5 | 9.4 | 8.0 | 6.8 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

段一帆：招商证券基础化工行业高级分析师。天津大学化学工程硕士。2018 年加入招商证券，曾供职于太平洋证券。

钟浩：招商证券基础化工行业高级分析师。复旦大学金融学硕士。2018 年加入招商证券，曾供职于东北证券、国泰君安证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。