

内生外延助力公司持续成长

——国瓷材料(300285.SZ) 2019年三季度报点评

公司简报

◆事件：公司发布2019年第三季度报告，报告期内实现营收15.37亿元，同比增长21.11%，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，同比增加29.83%，EPS 0.37元/股。公司Q3单季实现营收5.05亿元，同比增长5.38%，环比下降10.9%，归母净利润1.11亿元，同比下降3.42%，环比下降13.6%，EPS 0.11元/股。

点评：

◆电子材料板块发展稳健

公司MLCC第三阶段扩产全部完成，整体产能拥有1万吨，新的生产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；同时公司也在积极探索与5G相关业务的产业结合，目前已完成了数个产品的前期布局，为未来业务扩展奠定了基础。随着智能汽车、智能家居等新兴应用的发展，电子消费品市场呈现快速增长，受益于MLCC行业需求改善及可穿戴智能产品陶瓷背板逐步放量，未来公司电子材料成长可期。

◆蜂窝陶瓷受益“国六”标准实施，MLCC扩产带动粉体需求

“国六”标准持续推动公司蜂窝陶瓷产品市场空间。公司GPF发货储量逐步增长；SCR/DOC及DPF已进入国六、T4验证阶段，并取得阶段性的结果。虽然受季节性因素及MLCC粉去库存影响，公司2019Q3 MLCC粉销量有所下降，但未来随着智能手机硬件升级，汽车电子等行业快速发展带动MLCC长期需求，村田、三星等龙头企业推进扩产计划，公司粉体有望持续受益。

◆收购爱尔创大力开拓生物医疗材料领域

公司收购爱尔创，大力发展齿科等生物医疗领域，不仅打通了陶瓷粉体到下游义齿的全产业链，还有望实现各环节协同发展，进而增厚公司整体业绩。国内齿科行业快速发展，公司作为义齿材料龙头充分受益于行业需求的快速增长。

◆盈利预测、估值和评级：我们维持对公司的盈利预测，预计公司19-21年EPS为0.59、0.70、0.84元，维持“增持”评级。

◆风险提示：下游需求不及预期风险；收购和扩产项目不达预期风险

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,218	1,798	2,184	2,558	2,986
营业收入增长率	78.09%	47.65%	21.47%	17.15%	16.73%
净利润(百万元)	245	543	566	673	810
净利润增长率	87.75%	121.81%	4.26%	18.85%	20.34%
EPS(元)	0.25	0.56	0.59	0.70	0.84
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.86%	16.89%	15.23%	15.56%	16.02%
P/E	82	37	35	30	25
P/B	10.6	6.2	5.4	4.6	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年10月28日

增持(维持)

当前价：20.86元

分析师

吴裕 (执业证书编号：S0930519050005)
010-58452014
wuyu1@ebsecn.com

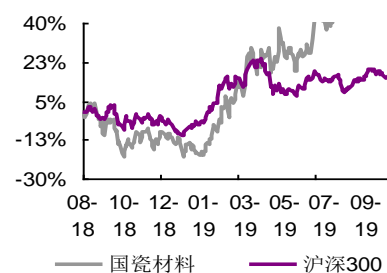
赵启超 (执业证书编号：S0930518050002)
010-58452072
zhaoqc@ebsecn.com

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)
021-52523535
qiuxf@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：9.63
总市值(亿元)：200.95
一年最低/最高(元)：10.03/25.36
近3月换手率：51.00%

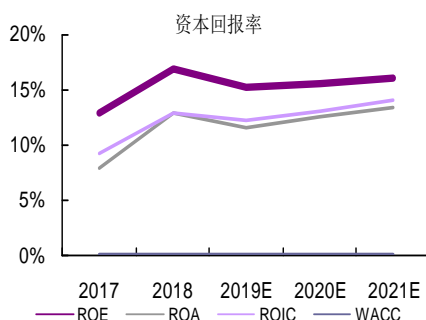
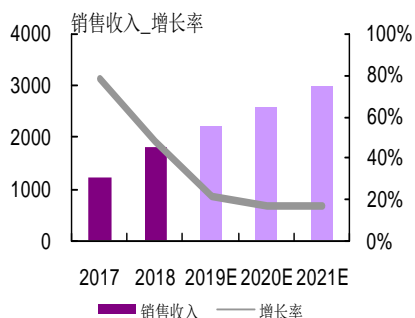
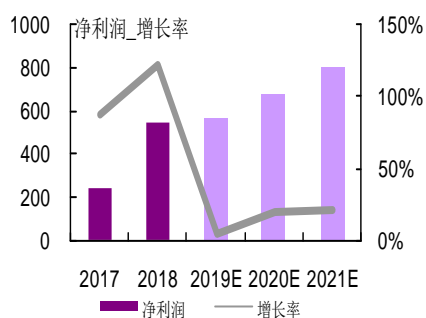
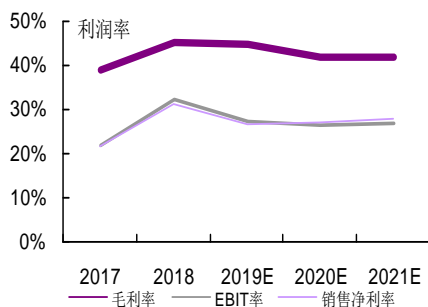
股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.61	7.11	66.70
绝对	-5.70	8.87	90.43

资料来源：Wind



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,218	1,798	2,184	2,558	2,986
营业成本	747	992	1,219	1,498	1,747
折旧和摊销	64	87	116	126	136
营业税费	17	19	23	27	31
销售费用	36	81	98	115	134
管理费用	137	99	246	230	269
财务费用	23	26	24	15	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	37	143	62	81	95
营业利润	291	609	629	744	889
利润总额	294	614	639	748	896
少数股东损益	14	15	15	15	15
归属母公司净利润	245	543	566	673	810

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	3,289	4,378	5,055	5,515	6,222
流动资产	1,528	1,623	2,287	2,673	3,327
货币资金	504	282	546	640	966
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	555	745	1,020	1,143	1,326
应收票据	95	92	144	166	181
其他应收款	10	8	13	16	17
存货	312	459	519	657	780
可供出售投资	30	30	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	122	5	11	19	28
固定资产	696	862	921	985	1,030
无形资产	118	148	141	134	127
总负债	1,137	895	1,055	894	855
无息负债	389	396	602	669	748
有息负债	748	499	453	224	107
股东权益	2,152	3,484	4,000	4,621	5,367
股本	598	642	963	963	963
公积金	744	1,537	1,594	1,661	1,742
未分配利润	561	1,037	1,161	1,700	2,349
少数股东权益	249	268	282	297	312

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	130	350	481	523	617
净利润	245	543	566	673	810
折旧摊销	64	87	116	126	136
净营运资金增加	440	473	290	319	356
其他	-620	-753	-492	-595	-686
投资活动产生现金流	-812	-207	-82	-119	-94
净资本支出	-122	-213	-168	-191	-180
长期投资变化	122	5	-6	-8	-10
其他资产变化	-813	1	92	81	95
融资活动现金流	489	-351	-134	-311	-197
股本变化	299	44	321	0	0
债务净变化	540	-249	-46	-229	-117
无息负债变化	128	7	206	67	79
净现金流	-195	-206	264	94	326

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	78.09%	47.65%	21.47%	17.15%	16.73%
净利润增长率	87.75%	121.81%	4.26%	18.85%	20.34%
EBITDA 增长率	91.69%	103.10%	6.02%	13.72%	15.67%
EBIT 增长率	101.42%	119.38%	1.95%	14.70%	17.06%
估值指标					
PE	82	37	35	30	25
PB	11	6	5	5	4
EV/EBITDA	41	22	30	26	22
EV/EBIT	51	25	36	31	26
EV/NOPLAT	57	28	39	33	28
EV/Sales	11	8	10	8	7
EV/IC	5	4	5	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	38.62%	44.82%	44.20%	41.43%	41.50%
EBITDA 率	26.97%	37.10%	32.38%	31.44%	31.15%
EBIT 率	21.71%	32.26%	27.08%	26.51%	26.59%
税前净利润率	24.16%	34.16%	29.26%	29.22%	30.02%
税后净利润率 (归属母公司)	20.11%	30.21%	25.93%	26.30%	27.12%
ROA	7.88%	12.75%	11.49%	12.47%	13.25%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.86%	16.89%	15.23%	15.56%	16.02%
经营性 ROIC	9.15%	12.81%	12.10%	12.93%	13.98%
偿债能力					
流动比率	1.64	2.18	2.53	3.60	4.72
速动比率	1.30	1.57	1.96	2.71	3.62
归属母公司权益/有息债务	2.54	6.45	8.21	19.28	47.15
有形资产/有息债务	3.29	5.35	7.44	17.10	42.44
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.25	0.56	0.59	0.70	0.84
每股红利	0.03	0.07	0.07	0.08	0.10
每股经营现金流	0.13	0.36	0.50	0.54	0.64
每股自由现金流(FCFF)	-0.26	-0.05	0.21	0.26	0.35
每股净资产	1.98	3.34	3.86	4.49	5.25
每股销售收入	1.26	1.87	2.27	2.66	3.10

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼