

业绩预告点评：业绩稳定增长，MLCC 和蜂窝陶瓷需求向好

国瓷材料（300285）

| | | | |
|--------|-------|--------------|-------------|
| 评级： | 增持 | 股票代码： | 300285 |
| 上次评级： | 首次覆盖 | 52 周最高价/最低价： | 25.60/10.21 |
| 目标价格： | / | 总市值(亿) | 242.76 |
| 最新收盘价： | 25.20 | 自由流通市值(亿) | 171.85 |
| | | 自由流通股数(百万) | 707.31 |

事件：

公司发布 2019 年业绩预告，预计全年归母净利润区间 4.95-5.25 亿元，同比变化-8.85%至-3.32%，扣非后归母净利润区间 4.65-4.95 亿元，同比增长 19.23%至 26.92%。其中 Q4 扣非后归母净利润区间 1.19-1.49 亿元，同比变化-4.0%至 20.2%，业绩稳定增长。

分析：

▶ 公司各项业务发展良好，扣非后归母净利润同比增长

2018 年度非经常性损益合计金额为 1.5 亿元，主要源于公司收购深圳爱尔创产生了较大的投资收益。2019 年度非经常性损益主要为政府补助，金额预计为 3000 万元，2019 年归属于上市公司股东的净利润下滑，主要原因是非经常性损益金额较上年同期大幅下降。公司三大板块业务发展良好，其中，电子材料板块虽然短期受到 MLCC 行业下游厂商去库存调整的影响，但整体业务仍然呈上涨趋势；催化材料板块受益于国六标准的推动，蜂窝陶瓷产品销量将逐步增长；生物医疗材料板块，深圳爱尔创超额完成 2019 年度业绩承诺。

▶ 基本度过短期 MLCC 行业去库存阶段，MLCC 粉市场需求向好

公司 2019 年前三季度受 MLCC 行业去库存调整的影响，公司相关产品的销售数量有所下滑，但 MLCC 整体业务仍然呈上涨趋势。四季度下游库存消化基本到位，需求回暖。未来汽车电子等新应用拓展拉动 MLCC 需求增长，下游三星电机、村田等 MLCC 巨头均计划扩产，公司作为上游为保障 MLCC 粉体中长期供应将继续扩产至 1.2 万吨/年。

▶ 国六标准逐步实施，催化材料业务有望放量

随着汽车尾气排放国六标准的实施，极大的增加了蜂窝陶瓷市场的规模。公司利用突出的水热法等材料制备技术打造了全系列的移动源催化产品，产品协同性高、技术水平国内领先，目前在蜂窝陶瓷的薄壁化、GPF、DPF 等产品方面已实现技术突破，达到世界先进水平。

▶ 爱尔创并表完善氧化锆产业链，消费电子领域成为新的增长点

根据公司公告，2018 年 5 月底，公司完成了对深圳爱尔创剩余 75% 股权的收购，使其成为公司全资子公司。深圳爱尔创主营义齿用氧化锆瓷块、数字口腔、光通信陶瓷等业务。2018 年实现销售收入 3.8 亿元，净利润 8854 万元，超额完成了业绩承诺。爱尔创生产的氧化锆修复材料占国内市场份額约 35%，占全球市场份额约 10%。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，超过两百二十余家医疗机构已投入使用。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

预计 2019–2021 年公司归母净利润为 5.13 亿/6.53 亿/8.22 亿元，EPS 分别为 0.53 元/0.68 元/0.85 元，对应 PE 分别为 47.3/37.1/29.5 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

MLCC 粉价格下跌，王子制陶产品需求不及预期，新业务整合不及预期。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 1217.62 | 1797.78 | 2052.05 | 2598.36 | 3251.80 |
| YoY (%) | 78.09% | 47.65% | 14.14% | 26.62% | 25.15% |
| 归母净利润(百万元) | 244.82 | 543.03 | 513.54 | 653.58 | 821.91 |
| YoY (%) | 87.75% | 121.81% | -5.43% | 27.27% | 25.75% |
| 毛利率 (%) | 38.62% | 44.82% | 47.47% | 48.04% | 47.75% |
| 每股收益(元) | 0.25 | 0.56 | 0.53 | 0.68 | 0.85 |
| ROE | 12.86% | 16.89% | 13.77% | 14.91% | 15.79% |
| 市盈率 | 99.16 | 44.70 | 47.27 | 37.14 | 29.54 |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO：S1120519100007

联系人：王天鹤

邮箱：wangth@hx168.com.cn

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 现金流量表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 1797.78 | 2052.05 | 2598.36 | 3251.80 | 净利润 | 558.25 | 564.33 | 718.22 | 903.19 |
| YoY (%) | 47.65% | 14.14% | 26.62% | 25.15% | 折旧和摊销 | 86.97 | 89.41 | 100.73 | 112.27 |
| 营业成本 | 992.05 | 1078.00 | 1350.00 | 1699.00 | 营运资金变动 | -205.11 | 121.93 | -246.21 | -276.21 |
| 营业税金及附加 | 18.72 | 23.92 | 29.21 | 37.01 | 经营活动现金流 | 349.76 | 806.92 | 619.82 | 785.57 |
| 销售费用 | 80.73 | 81.76 | 107.91 | 133.22 | 资本开支 | -212.76 | -175.00 | -200.00 | -225.00 |
| 管理费用 | 98.81 | 110.52 | 140.89 | 175.93 | 投资 | 2.06 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | 26.31 | 10.03 | -1.63 | -6.49 | 投资活动现金流 | -206.84 | -173.83 | -198.00 | -222.00 |
| 资产减值损失 | 27.45 | 18.02 | 42.64 | 42.89 | 股权募资 | 9.80 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 143.04 | 1.20 | 2.00 | 3.00 | 债务募资 | -279.32 | -320.07 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 609.13 | 620.86 | 790.17 | 993.67 | 筹资活动现金流 | -350.68 | -316.85 | -6.43 | -6.43 |
| 营业外收支 | 5.04 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 现金净流量 | -207.76 | 316.24 | 415.39 | 557.14 |
| 利润总额 | 614.18 | 620.86 | 790.17 | 993.67 | | | | | |
| 所得税 | 55.92 | 56.53 | 71.95 | 90.48 | | | | | |
| 净利润 | 558.25 | 564.33 | 718.22 | 903.19 | | | | | |
| 归属于母公司净利润 | 543.03 | 513.54 | 653.58 | 821.91 | | | | | |
| YoY (%) | 121.81% | -5.43% | 27.27% | 25.75% | | | | | |
| 每股收益 | 0.56 | 0.53 | 0.68 | 0.85 | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | | | | |
| 货币资金 | 281.84 | 598.09 | 1013.47 | 1570.61 | | | | | |
| 预付款项 | 25.21 | 27.28 | 34.21 | 43.03 | | | | | |
| 存货 | 458.86 | 394.54 | 504.19 | 630.30 | | | | | |
| 其他流动资产 | 857.03 | 886.69 | 1112.96 | 1392.45 | | | | | |
| 流动资产合计 | 1622.93 | 1906.60 | 2664.84 | 3636.40 | | | | | |
| 长期股权投资 | 4.62 | 4.62 | 4.62 | 4.62 | | | | | |
| 固定资产 | 862.48 | 850.37 | 848.15 | 855.33 | | | | | |
| 无形资产 | 148.42 | 160.12 | 170.60 | 180.15 | | | | | |
| 非流动资产合计 | 2755.25 | 2809.87 | 2868.13 | 2939.87 | | | | | |
| 资产合计 | 4378.18 | 4716.47 | 5532.97 | 6576.26 | | | | | |
| 短期借款 | 320.07 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | |
| 应付账款及票据 | 237.86 | 296.20 | 362.31 | 459.60 | | | | | |
| 其他流动负债 | 185.63 | 203.66 | 235.83 | 278.64 | | | | | |
| 流动负债合计 | 743.56 | 499.86 | 598.14 | 738.24 | | | | | |
| 长期借款 | 107.20 | 107.20 | 107.20 | 107.20 | | | | | |
| 其他长期负债 | 43.78 | 61.43 | 61.43 | 61.43 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 150.98 | 168.63 | 168.63 | 168.63 | | | | | |
| 负债合计 | 894.54 | 668.49 | 766.77 | 906.87 | | | | | |
| 股本 | 642.23 | 642.23 | 642.23 | 642.23 | | | | | |
| 少数股东权益 | 267.72 | 318.51 | 383.15 | 464.44 | | | | | |
| 股东权益合计 | 3483.65 | 4047.98 | 4766.20 | 5669.39 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 4378.18 | 4716.47 | 5532.97 | 6576.26 | | | | | |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

王天鹤：中国人民大学本科，中科院化学所硕士，七年化工实业经验，2019年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |

| 行业评级标准 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
|--------------------------|----|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。