

2020年2月11日

罗健
H70406@capital.com.tw
目标价(元) 29

公司基本信息

產業別	化工		
A 股价 (2020/2/10)	23.67		
深证成指 (2020/2/10)	10728.46		
股價 12 個月高/低	26.36/10.74		
總發行股數(百萬)	963.34		
A 股數(百萬)	707.31		
A 市值(億元)	167.42		
主要股東	张曦 (19.96%)		
每股淨值(元)	3.64		
股價/賬面淨值	6.50		
股价涨跌 (%)	一个月	三个月	一年
	0.3	4.6	117.4

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

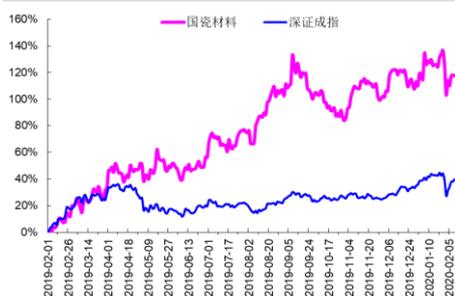
产品组合

电子材料板块	37.71%
医疗器械系列	22.39%
催化剂系列产品	7.64%
其他	20.75%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	25.6%
一般法人	14.4%

股价相对大盘走势



国瓷材料 (300285.SZ)

BUY 买入

全年扣非净利润预增 19~27%，看好公司未来成长空间

结论与建议：

公司前期发布19年业绩预告，预计全年净利润4.95~5.25亿元，yoy-8.8~-3.3%，扣非后净利润4.65~4.95亿元，yoy+19.2~26.9%，每股收益为0.77~0.82元，其中第四季度净利润1.36~1.66亿元，yoy-8.0~+12.3%，扣非后净利润1.19~1.49亿元，yoy-3.6~20.7%，业绩符合预期，业绩同比下滑主要系非经常性损益较上年同期大幅下降所致。

公司以MLCC配方粉为基础，不断发展壮大陶瓷产业，逐步形成电子材料、医疗器械、催化剂材料等业务。后期来看，电子产品智能化、新能源汽车发展、通讯技术升级都将拉动MLCC配方粉的需求增长；“国六”标准的实施，公司催化剂系列产品将充分受益，此外，消费升级及老龄化的推动，公司锆材义齿业务将持续快增长，看好公司未来成长空间，给予“买入”评级。

- **扣非业绩持续增长，爱尔创超额完成业绩承诺：**公司 19 年度非经常性损益对净利润的影响金额预计为 0.3 亿元，主要为政府补助，上年同期为 1.53 亿元，主要是收购深圳爱尔创产生较大的投资收益所致，非经常性收益减少，导致公司业绩下滑。而公司扣非业绩增长，得益于生物医疗材料板块业务发展迅速，爱尔创超额完成 19 年度业绩承诺，仅 19 年上半年实现净利润 0.71 亿元，完成承诺业绩的 79%，另外催化材料板块受益于国六标准的推动，新产品销量逐步增长，电子材料板块短期虽受到 MLCC 行业去库存调整的影响，但整体业务仍然呈上涨趋势。
- **多因素刺激 MLCC 需求增长，上游粉体市场向好：**公司为全球第二家掌握水热法制备 MLCC 配方粉的全球供货商，目前产能达 1 万吨/年，下半年将扩产至 1.2 万吨/年，公司主要客户有风华高科、台湾禾伸堂、SDC、JDI 等，全球市场占有率超 10%。短期因 MLCC 行业去库存调整导致公司粉体销量有所下滑，但后市需求向好。从 MLCC 需求来看，一是电子产品更迭升级，如 iPhone X 对 MLCC 的需求量较 iPhone 7 增 22%；二是新能源汽车对 MLCC 的需求是普通内燃机的 6 倍；三是 5G 通讯信息发展，与 4G 相比仅单个手机 MLCC 需求量增加 40% 以上，因此预计 MLCC 未来需求增速在 6% 以上，从而带动上游粉体需求增加，加上公司技术领先，具备成本及质量优势，料公司配方粉销量将稳步增长。
- **收购爱尔创，锆材义齿成长空间大：**氧化锆是先进陶瓷的一种，白色、无毒且质地坚硬，被广泛用于陶瓷义齿，目前公司超五成氧化锆用于义齿。据前沿产业研究院资料显示，在种植牙渗透率方面，韩国每万人达 600 人，美国则每万人达 84 人，而国内每万人仅有 7 人，同时国内老年人九成以上有龋牙，治疗率不足 15%，成年人超八有龋牙，治疗率不足 30%，种植牙渗透率低、龋牙普遍而治疗率低，为锆材义齿带来巨大发展空间。随着人均医疗支出增加，消费升级及终端推广与普及，预计未来种植牙市场增速保持在 20% 以上。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，其中在国内高端义齿的市占率约 35%，公司收购爱尔创完善陶瓷义齿上下游产业链，借助其业务平台，不断发展国内

市场，并逐步拓展欧美市场，公司锆材义齿业务有望长期增长。

- **“国六”标准实施，催化剂系列迎来快增长：**“国六”标准实施，车辆尾气处理装置大幅增加，其中柴油车、汽油车单车尾气催化剂体积分别增 100%、30%以上，蜂窝陶瓷作为催化剂载体，其体积几乎等同于催化剂体积，受此带动，国内蜂窝陶瓷载体需求快速增长，预计 17-25 年其复合增速达 13%。当前催化剂及载体市场主要由外企主导，其中日本碍子和康宁公司在载体市场市占有率超九成。公司在国内载体市场上其技术、规模均领先，且拥有催化剂全系列产品，如涂层氧化铝、助剂铈锆固溶体等。目前公司在汽油车方面产品逐步放量，柴油车方面产品已进入国六等验证阶段，在自主可控、国产替代的背景下，叠加行业需求快速增长，公司从催化剂系列业务将迎来持续快速增长。
- **盈利预测：**我们预计公司 2019/2020/2021 年实现净利润 5.12/6.21/7.35 亿元，yoy-5.8%/+21.3%/+18.5%，折合 EPS 为 0.80/0.97/1.15 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 30、24、21 倍。看好公司未来成长空间，给予“买入”评级。
- **风险提示：**1、产品需求、国六标准实施等不及预期；2、商誉减值。

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019E	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	244.82	543.03	511.72	620.79	735.49
同比增减	%	87.75%	121.81%	-5.77%	21.31%	18.48%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.41	0.85	0.80	0.97	1.15
同比增减	%	-6.13%	106.64%	-5.77%	21.31%	18.48%
A 股市盈率(P/E)	X	57.85	27.99	29.71	24.49	20.67
股利 (DPS)	RMB 元	0.05	0.10	0.10	0.12	0.14
股息率 (Yield)	%	0.21%	0.42%	0.42%	0.51%	0.59%

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%)；买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1217.62	1797.78	2175.59	2585.35	3008.74
经营成本	747.37	992.05	1170.04	1366.96	1568.17
研发费用	74.01	103.24	124.94	148.47	172.78
营业税金及附加	17.23	18.72	22.65	26.92	31.33
销售费用	36.18	80.73	97.70	116.10	135.11
管理费用	62.89	98.81	119.58	142.10	165.37
财务费用	22.51	26.31	31.84	37.84	44.03
资产减值损失	15.55	27.45	33.22	39.48	45.94
投资收益	37.01	143.04	28.61	28.61	28.61
营业利润	291.46	609.13	573.09	696.27	825.81
营业外收入	3.03	6.04	6.10	6.16	6.22
营业外支出	0.36	1.00	1.01	1.02	1.03
利润总额	294.14	614.18	578.18	701.41	831.01
所得税	34.84	55.92	52.12	63.22	74.91
少数股东损益	14.48	15.22	14.34	17.40	20.61
归属于母公司股东权益	244.82	543.03	511.72	620.79	735.49

附二：合并资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	503.71	281.84	363.14	854.88	1415.85
应收账款	554.88	745.27	857.06	882.77	900.43
存货	311.83	458.86	581.02	560.37	603.76
流动资产合计	1527.91	1622.93	1945.03	2446.14	3071.12
长期股权投资	122.44	4.62	4.85	5.00	5.10
固定资产	696.19	862.48	905.60	932.77	951.43
在建工程	60.74	128.19	179.47	184.85	188.55
非流动资产合计	1761.18	2755.23	2883.90	2970.42	3029.83
资产总计	3289.09	4378.16	4828.94	5416.56	6100.95
流动负债合计	932.71	743.56	783.88	807.40	823.54
非流动负债合计	204.37	150.98	99.57	102.56	104.61
负债合计	1137.08	894.54	883.45	909.95	928.15
少数股东权益	248.70	267.72	282.06	299.46	320.08
股东权益合计	2152.01	3483.65	3945.49	4506.61	5172.80
负债及股东权益合计	3289.09	4378.18	4828.94	5416.56	6100.95

附三：合并现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	129.66	349.76	384.74	461.68	577.10
投资活动产生的现金流量净额	-812.48	-206.84	-165.47	-140.65	-119.55
筹资活动产生的现金流量净额	488.90	-350.68	-140.27	168.33	101.00
现金及现金等价物净增加额	-195.03	-205.55	81.30	491.74	560.97

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。