

国瓷材料 (300285.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

四季度依然承压,新一年有望逐季改善

业绩简评

2023年4月17日公司披露年报,2022年实现营收31.67亿元,同比增长0.16%;实现归母净利润4.97亿元,同比下降37.49%。其中,Q4实现营收7.24亿元,同比下降18.52%;实现归母净利润0.4亿元,同比下降79.33%。

经营分析

终端需求不振影响延续,多业务受到明显压制。四季度,国内电子行业受消化库存影响,订单表现相对较弱,蜂窝陶瓷受到商用车等新车销量不振的影响,国产化进程有明显滞后,同时疫情对于齿科需求也有持续压制,公司多领域的影响叠加,四季度的营收环比基本平稳,利润受到开工不足的影响较大,毛利率和净利率分别为29.62%、6.59%,相比较有公司正常运行水平承压明显。电子材料、蜂窝陶瓷销售量大幅下降,新能源材料销量大幅提升。从公司的主要板块来看,电子材料销量同比下降43%,催化材料同比下降28%,公司新建产能投产后,产能利用率不足,摊销提升,导致两大业务领域毛利率下降超过9个点、12个点,整体带动公司的毛利率下降,而公司最近两年重点进行产能建设和客户突破的新能源材料领域实现了快速成长,氧化铝和勃姆石产能达到4万吨,2022年销量实现133%增长,营收增长约1倍,是公司短期实现快速提升的主要产品。先比之下,公司2022年医药业务领域运行相对平稳,营收实现小幅增长,由于海外布局的费用提升,毛利率略有下降,预期伴随疫情的逐步缓解,国内的医药业务也有望实现快速修复。

明确发展战略,新的一年有望实现逐季度回暖:公司明确发展规划,电子材料保持竞争力稳步发展,医药业务需要长期布局 and 全球化发展,精密陶瓷领域成为新的成长点。在大的方向指引下,公司新的一年电子、医药、环保业务将逐步复苏修复,并逐季稳步提升,而新的业务布局新能源材料及精密陶瓷材料业务将逐步进入成长快车道,形成新的拉动力。

盈利预测、估值与评级

由于疫情影响,下调公司2023年盈利预测35%,预测2022-2024年公司归母净利润分别为7.33、9.74、11.75亿元,EPS分别为0.73、0.97、1.17元,对应的PE分别为40.68、30.61、25.4倍,维持“买入”评级。

风险提示

新产品技术突破不及预期风险;下游客户突破认证不及预期;下游需求不足及库存影响下游客户订单风险。

基础化工组

分析师:陈屹(执业S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

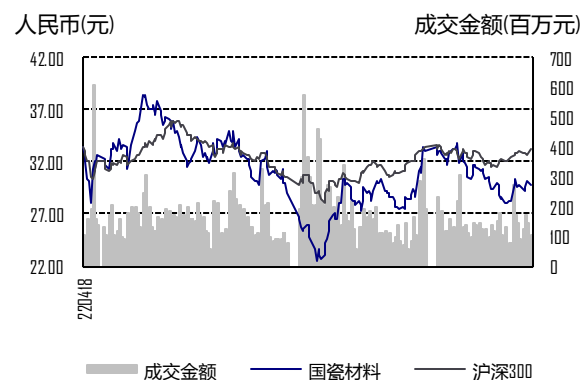
分析师:杨翼荣(执业S1130520090002)

yangyiyong@gjzq.com.cn

市价(人民币):29.72元

相关报告:

- 《努力克服疫情影响,新能源、新材料加速布局-【国金化工】国瓷材...》,2022.8.26
- 《业绩稳步增长,费用管控进一步提升-【国金化工】国瓷材料点评》,2022.4.26



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,162	3,167	3,871	4,891	5,846
营业收入增长率	24.37%	0.16%	22.24%	26.35%	19.52%
归母净利润(百万元)	795	497	733	974	1,175
归母净利润增长率	38.57%	-37.49%	47.54%	32.88%	20.53%
摊薄每股收益(元)	0.792	0.495	0.731	0.971	1.170
每股经营性现金流净额	0.57	0.20	0.75	0.69	0.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.85%	8.45%	10.87%	12.79%	13.51%
P/E	53.74	55.68	40.68	30.61	25.40
P/B	7.44	4.70	4.42	3.91	3.43

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,542	3,162	3,167	3,871	4,891	5,846
增长率		24.4%	0.2%	22.2%	26.3%	19.5%
主营业务成本	-1,364	-1,738	-2,062	-2,376	-2,922	-3,495
%销售收入	53.7%	55.0%	65.1%	61.4%	59.7%	59.8%
毛利	1,178	1,424	1,105	1,495	1,969	2,350
%销售收入	46.3%	45.0%	34.9%	38.6%	40.3%	40.2%
营业税金及附加	-26	-23	-19	-25	-34	-41
%销售收入	1.0%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-105	-110	-135	-163	-210	-251
%销售收入	4.1%	3.5%	4.3%	4.2%	4.3%	4.3%
管理费用	-141	-165	-188	-213	-289	-345
%销售收入	5.6%	5.2%	5.9%	5.5%	5.9%	5.9%
研发费用	-161	-206	-225	-252	-318	-380
%销售收入	6.3%	6.5%	7.1%	6.5%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	745	920	538	843	1,118	1,333
%销售收入	29.3%	29.1%	17.0%	21.8%	22.9%	22.8%
财务费用	-30	-16	29	15	28	37
%销售收入	1.2%	0.5%	-0.9%	-0.4%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	-32	-40	-40	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	0	0	0	0
投资收益	4	20	-14	0	0	0
%税前利润	0.6%	2.1%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	712	945	577	858	1,145	1,370
营业利润率	28.0%	29.9%	18.2%	22.2%	23.4%	23.4%
营业外收支	3	12	-15	0	0	0
税前利润	715	957	562	858	1,145	1,370
利润率	28.1%	30.3%	17.8%	22.2%	23.4%	23.4%
所得税	-94	-112	-35	-93	-126	-151
所得税率	13.2%	11.7%	6.3%	10.8%	11.0%	11.0%
净利润	621	845	527	765	1,019	1,220
少数股东损益	47	50	30	32	45	45
归属于母公司的净利润	574	795	497	733	974	1,175
净利率	22.6%	25.1%	15.7%	18.9%	19.9%	20.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	621	845	527	765	1,019	1,220
少数股东损益	47	50	30	32	45	45
非现金支出	160	207	234	206	239	279
非经营收益	12	-28	-17	-1	0	0
营运资金变动	-21	-452	-540	-215	-568	-534
经营活动现金净流	772	572	204	755	690	965
资本开支	-218	-522	-525	-54	-187	-457
投资	-18	2	-161	0	0	0
其他	-100	63	71	0	0	0
投资活动现金净流	-336	-457	-614	-54	-187	-457
股权募资	858	1	0	232	0	0
债权募资	-308	0	0	-80	12	62
其他	-99	559	-859	-103	-102	-102
筹资活动现金净流	451	560	-859	49	-90	-40
现金净流量	881	672	-1,267	750	413	468

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,170	1,907	566	1,305	1,711	2,173
应收款项	1,186	1,560	1,686	1,907	2,410	2,880
存货	493	706	891	976	1,201	1,437
其他流动资产	217	192	106	123	140	159
流动资产	3,067	4,365	3,249	4,312	5,461	6,648
%总资产	50.9%	55.4%	43.3%	51.3%	57.4%	61.1%
长期投资	53	80	131	131	131	131
固定资产	1,189	1,489	2,025	2,167	2,116	2,294
%总资产	19.7%	18.9%	27.0%	25.8%	22.2%	21.1%
无形资产	1,676	1,711	1,702	1,703	1,705	1,706
非流动资产	2,958	3,514	4,252	4,402	4,052	4,230
%总资产	49.1%	44.6%	56.7%	48.7%	42.6%	38.9%
资产总计	6,025	7,879	7,502	8,414	9,513	10,879
短期借款	0	31	19	19	21	19
应付款项	408	615	575	664	817	977
其他流动负债	140	251	220	251	273	304
流动负债	548	897	814	934	1,111	1,299
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	108	845	382	279	281	339
负债	656	1,743	1,196	1,212	1,392	1,638
普通股股东权益	4,995	5,743	5,882	6,747	7,621	8,695
其中：股本	1,004	1,004	1,004	1,004	1,004	1,004
未分配利润	1,922	2,546	2,892	3,525	4,399	5,473
少数股东权益	374	393	423	455	500	545
负债股东权益合计	6,025	7,879	7,502	8,414	9,513	10,879

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.572	0.792	0.495	0.731	0.971	1.170
每股净资产	4.976	5.721	5.860	6.721	7.592	8.662
每股经营现金净流	0.769	0.570	0.203	0.752	0.687	0.961
每股股利	0.100	0.110	0.000	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	11.49%	13.85%	8.45%	10.87%	12.79%	13.51%
总资产收益率	9.52%	10.09%	6.63%	8.72%	10.24%	10.80%
投入资本收益率	12.04%	13.16%	7.97%	10.41%	12.22%	12.81%
增长率						
主营业务收入增长率	18.08%	24.37%	0.16%	22.24%	26.35%	19.52%
EBIT 增长率	17.89%	23.48%	-41.51%	56.68%	32.62%	19.26%
净利润增长率	14.64%	38.57%	-37.49%	47.54%	32.88%	20.53%
总资产增长率	25.37%	30.77%	-4.79%	12.16%	13.06%	14.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	135.1	129.4	153.0	150.0	150.0	150.0
存货周转天数	142.3	125.9	141.3	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	53.0	59.2	70.1	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	157.2	145.5	194.9	161.5	139.0	121.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.58%	-32.23%	-8.67%	-17.86%	-20.81%	-23.31%
EBIT 利息保障倍数	24.6	57.3	-18.4	-55.3	-40.2	-35.8
资产负债率	10.88%	22.12%	15.95%	14.41%	14.63%	15.06%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-07-28	买入	44.63	N/A
2	2021-10-22	买入	44.10	N/A
3	2022-04-26	买入	28.25	N/A
4	2022-08-26	买入	32.40	N/A

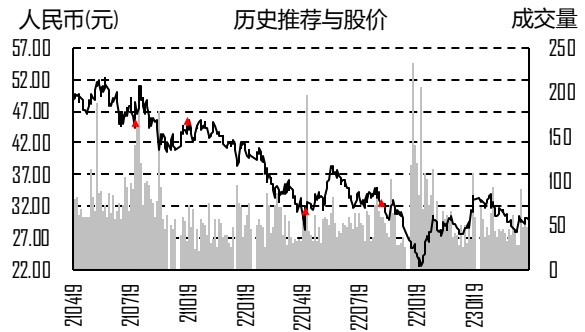
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402