



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

化工
Chemical

2012 年 01 月 12 日

市场数据	2012 年 01 月 12 日
发行前股本 (万股)	4680
发行量 (万股)	1560
主承销商	招商证券
第一大股东	盈泰石油
发行价格 (元)	26.00
发行市盈率 (摊薄后)	55.32
发行前财务数据 (2010 年)	
每股净资产 (元)	1.79
净资产收益率 (%)	45.03%
资产负债率 (%)	53.59%

合规申明

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

☐ 是 ☒ 否

国瓷材料 (300285) 新股报告

——技术领先的 MLCC 电子陶瓷材料供应商

赢利预测	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	101	142	208	292
主营收入增长率 (%)	85.8%	40.6%	46.1%	40.3%
归属于母公司净利润 (百万元)	31	43	61	84
归属于母公司净利润增长率 (%)	114.3%	37.8%	41.7%	38.3%
每股收益 (元)	0.50	0.69	0.98	1.35
PE	51.9	37.7	26.6	19.2

资料来源: 金元证券研究所

- 1、**公司是全球第二家采用水热法工艺、批量生产纳米钛酸钡粉体材料的企业，是国内规模最大的 MLCC 配方粉生产企业。**公司具有技术优势（水热法钛酸钡及配方粉制备技术）、原材料成本优势（国内钛、钡及稀土类原材料供给充足）、产品价格优势（比堺化学同类产品价格低 30-50%）。公司 MLCC 配方粉占国内市场的 75%，是国内行业龙头。公司 2010 年 MLCC 配方粉销售量为 1046 吨，占全球市场的 2.25%，公司未来出口市场前景广阔。
- 2、**MLCC 是电容器主流产品，前景乐观。**MLCC 具有体积小、高比容、频率特性好、适合自动化表面贴装等优点，成为全球电容器中销量最大的品种。2009 年全球 MLCC 销售额达 53.09 亿美元，在全球电容器市场的占有率达 36%。2010 年全球 MLCC 电子陶瓷材料产量预计为 4.65 万吨，在 MLCC 快速增长的拉动下，预计未来 MLCC 电子陶瓷材料需求复合增速将达到 8%。
- 3、**水热法制钛酸钡技术将对其他技术形成替代。**2008 年全球主流钛酸钡制备方法为草酸法和水热法，市场份额分别为 38%和 33%。水热法钛酸钡具有颗粒细且均匀，成本较低，可用于高端 MLCC 生产等优点，对其他制备方法有逐步替代的趋势。我们预计全球水热法钛酸钡需求增速 10%以上，利好于掌握核心技术的日本堺化学和国瓷材料。
- 4、**全球 MLCC 电子陶瓷材料寡头垄断，公司市场拓展顺利。**日本企业垄断全球 MLCC 电子陶瓷材料 3/4 以上的市场份额，其中日本堺化学市场占有率达 30%。公司作为该行业的后起之秀，陆续开拓了包括风华高科、深圳宇阳电机、韩国三星、美国 JDI、台湾禾伸堂等国内外一线

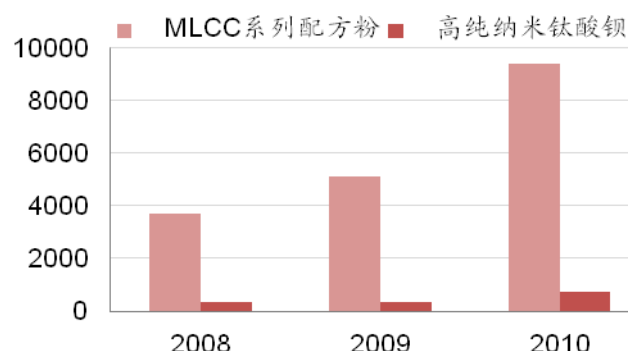
MLCC 企业客户，并与日本京瓷、日本村田、台湾国巨及台湾华新科等企业初步建立了合作关系。MLCC 电子陶瓷材料对最终产品性能的决定性影响以及较高的认证门槛，决定了 MLCC 企业倾向于与供应商保持长期而良好的合作关系。公司良好的市场开拓有利于未来后续产能的顺利释放。

5、公司 IPO 募集 40560 万元，主要投入 1500 吨多层陶瓷电容器用粉体材料项目。公司募集项目系现有产品产能的扩张，预计投产后公司产能翻倍，有利于缓解目前产能紧张局面。

6、估值。预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.69/0.98/1.35 元，对应 PE 为 37.7/26.6/19.2 倍。公司业绩成长性较高，我们认为可按 PEG 进行估值。公司 2011-2013 年归属于母公司所有者净利润复合增速为 39.3%，申万其他化工新材料 PEG 为 0.85，给予公司 2011 年 33.4 倍 PE，合理价值约为 23 元。

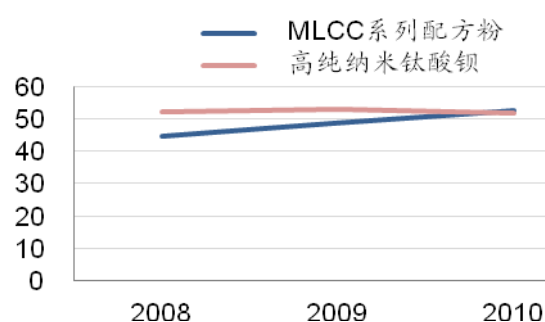
7、风险。股权结构分散风险、人民币升值风险、客户集中风险。

图表 1 公司营业收入保持快速增长（单位：万元）



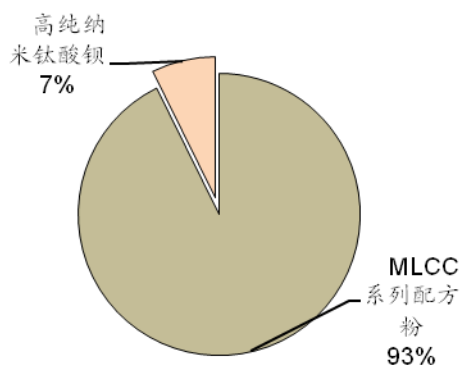
资料来源：wind

图表 2 公司产品毛利率处于较高水平（单位：%）

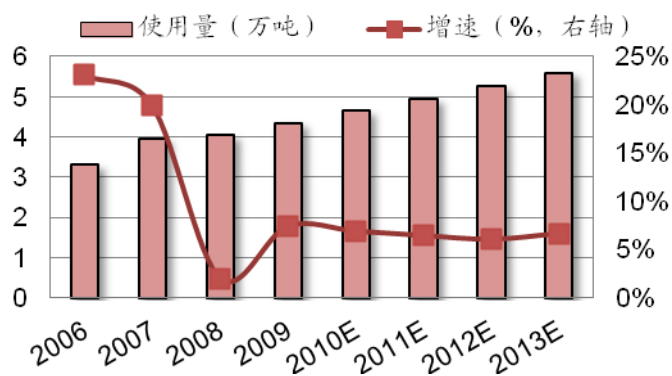


资料来源：wind

图表 3 2010 年公司产品收入构成



图表 4 全球 MLCC 电子陶瓷材料需求变化

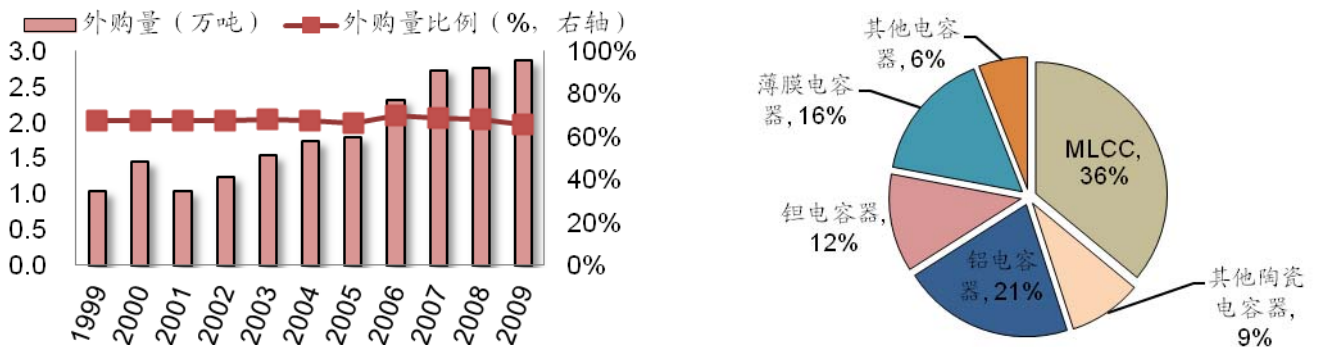


资料来源：wind

资料来源：公司招股书

图表 5 全球 MLCC 电子陶瓷材料外购比例基本稳定

图表 6 MLCC 占全球电容器产量的 36%



资料来源：公司招股书

资料来源：公司招股书

图表 7 全球钛酸钡生产技术以草酸法和水热法为主

图表 8 日本企业钛酸钡产量占全球的 3/4 以上



资料来源：公司招股书

资料来源：公司招股书

图表 9 各种钛酸钡制备方法优缺点

序号	制备方法	优点	缺点
1	固相合成法	工艺简单、设备可靠、生产成本低、技术成熟	颗粒较大；化学成本不均匀；团聚现象严重；粉体纯度低；原料成本较高；一般只用于制作技术性能较低的产品
2	直接沉淀法	工艺简单、反应条件温和、原料成本低、易控制、粉体粒径小、活性高	粒度分布宽、化学组成不易控制
3	草酸盐共沉淀法	产品纯度高、粒度小	其中的洗涤工艺较复杂，成本较高、钛和钡元素的摩尔比难以控制，相应的技术壁垒较高
4	溶胶-凝胶法	化学均匀性好、纯度高、粒度小、化学活性强	条件不易控制、粉体易团聚；原料成本较高、溶剂量较大，难以实现生产工艺的工业化批量生产。

5	水热法	晶体发育完整，粒度分布均匀，颗粒之间少团聚，	温度和压力等反应条件苛刻、技术水平要求较高、产业化困难较大
		颗粒度可控；原料较便宜，生产成本低；可免去煅烧工序避免了其中晶粒团聚和容易混入杂质的问题	

资料来源：公司招股书

图表 10 公司募投项目投资情况

序号	项目名称	投资总额（万元）	收入（万元）	净利润（万元）	建设期（月）
1	年产 1,500 吨多层陶瓷电容器用粉体材料项目	13,101.00	13900.00	3620.77	26
2	山东省电子陶瓷材料工程技术研究中心项目	3,900.00			12
合计		17,001.00			

资料来源：公司招股书

图表 11 公司利润表预测

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	101	142	208	292
营业成本	48	68	104	148
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	5	6	12	16
管理费用	12	15	29	35
财务费用	3	4	-6	-3
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	33	48	69	95
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	35	48	69	95
所得税	4	5	8	11
净利润	31	43	61	84
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	31	43	61	84
EBIT	38	52	63	92
EPS（元）	0.50	0.69	0.98	1.35

资料来源：金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准:**增持:** 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;**中性:** 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;**减持:** 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。**金元证券股票投资评级标准:****买入:** 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;**增持:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;**中性:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;**减持:** 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。**对本报告的评价请反馈至金元证券销售交易总部**

姓名	分工	电话	手机	邮箱
王 睿	总经理	0755-83022499	13924591661	wangrui1@jyzq.cn
郑仲运	高级研究员	0755-83023468	18603064918	zhengzy@jyzq.cn
樊 文	高级经理	0755-83023422	13828864010	fanwen@jyzq.cn
黄李南	高级经理	0755-83023499	18688960542	huanglinan@jyzq.cn

联系地址: 深圳市深南大道4001号时代金融中心17层, 518048 传真: 0755-83024518

本报告仅供金元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）签约客户使用。本公司不因任何人接收到本报告而视其为本公司的客户。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的观点仅供特定客户参考，并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测等仅反映本报告发布日依据一定的标准和假设作出的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司没有通知义务。

本报告仅向特定客户传送，版权归本公司所有。未经本公司书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处，且不得对报告进行有悖原意的引用和删改。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。