



买入

21%↑

目标价格: 人民币 34.20

300285.SZ

价格: 人民币 28.30

目标价格基础: 30 倍 12 年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 公司未来 2-3 年将保持高增速

主要催化剂/事件

- 大额订单的签订
- 技术认证的突破
- 技术创新进步

股价表现



	(%)	今年			
		至今	1 月	3 月	12 月
绝对		5	4	(0.2)	(21.9)
相对新华富时 A50 指数		0	4	(2.0)	(7.3)
发行股数(百万)		62.40			
流通股(%)		20.00			
流通股市值(人民币 百万)		372.9			
3 个月日均交易额(人民币 百万)		150			
净负债比率(%) (2011E)			净现金		
主要股东(%)					
东营市盈泰石油科技有限公司		19.38			

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 2 月 29 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 精细化工

倪晓曼

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

*王喆为本报告重要贡献者

国瓷材料

高速成长的 MLCC 配方粉一体化解决商

公司是国内领先、国际一流的钛酸钡基础粉、MLCC 配方粉生产和供应商。作为中国大陆规模最大的配方粉的厂商, 公司立足于技术、成本两大优势, 在国外市场逐步突破放量的基础上, 未来几年有望继续高速增长。考虑到公司技术、成本和渠道优势, 我们预测 2010-2013 年三年净利年均复合增长将达到 49.1%, 给予公司 30 倍市盈率, 结合 2012 年公司的每股收益, 目标价为 34.20 元, 给予公司买入的首次评级。

主要发现

- **公司技术领先, 价格优势突出。**公司采用水热法生产钛酸钡产品, 产品微细度、均匀度和可靠性均达到国际先进水平, 在目前几种工业化的方法中售价最高。公司也是继堺化学后, 全球第二家掌握此技术的生产企业, 产品质量也与堺化学相当, 但是售价仅为堺化学的 30-50%。
- **MLCC 市场发展稳定, 公司市场份额有望大幅增长。**2009 年全球市场配方粉总需求量为 4.35 万吨, 2009-2013 年的需求增速为 6.5%, 预计 2013 年全球销售额将达到 11.2 亿美元。公司 2010 年仅占市场份额 2.25%, 凭借其技术、成本和渠道优势, 随着产能的释放, 我们预计公司的市场份额将在 2013 年突破 6%。
- **公司客户关系稳固, 新增订单增速可期。**公司的核心客户主要包括风华高科、宇阳科技、潮州三环、美国 JDI、台湾禾伸堂、韩国三和、韩国三星电机等。其中海外客户逐步放量, 2010 年海外客户 14 家, 三星电机增速较快, 目前已经取代风华高科成为公司第一大客户。目前台湾国巨、华新科已有销售, 日本村田已通过验证, 开始小批量供货, 我们预计将在 2013 年海外销量将大幅增长。

评级面临的主要风险

- 重要人才的流失; 核心技术泄露; 产品价格大幅下降; 公司下游客户需求放缓。

估值

- 我们预计将 2011-2013 年全面摊薄的每股收益为 0.94 元、1.14 元和 1.70 元。考虑到公司处在产能快速提升的上升通道, 我们给予 2012 年公司 30 倍市盈率, 目标价为 34.20 元, 给予公司买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	54	101	147	226	335
变动(%)	36	86	45	54	48
净利润(人民币 百万)	15	31	44	71	106
全面摊薄每股收益(人民币)	1.167	0.668	0.943	1.138	1.698
变动(%)	358.2	(42.8)	41.2	20.6	49.2
市场预期每股收益(人民币)			0.91	1.07	1.53
核心每股收益(人民币)	1.167	0.668	0.943	1.138	1.698
变动(%)	358.2	(42.8)	41.2	20.6	49.2
全面摊薄市盈率(倍)	24.2	42.4	30.0	24.9	16.7
核心市盈率(倍)	24.2	42.4	30.0	24.9	16.7
每股现金流量(人民币)	0.30	0.48	0.46	0.73	0.87
价格/每股现金流量(倍)	94.4	58.5	61.2	38.5	32.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.3	33.6	23.8	17.6	12.5
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.142	0.228
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.5	0.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

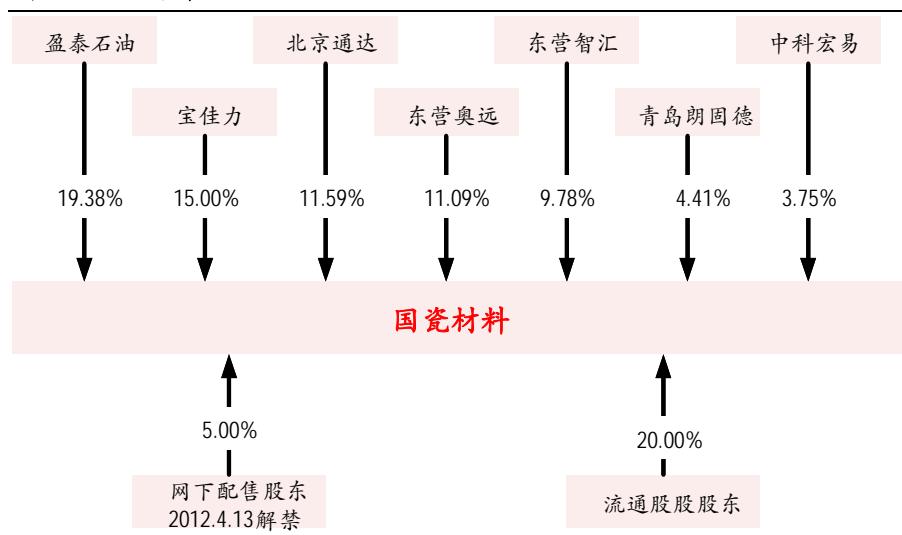
目录

公司概况	3
下游 MLCC 市场发展迅速	5
全球配方粉市场增速稳定	8
公司配方粉市场空间广阔	10
原料供给稳定	12
财务分析	15
估值及投资建议	16
研究报告中所提及的有关上市公司	18

公司概况

公司是一家专注于钛酸钡基础粉、MLCC 配方粉等电子陶瓷粉体材料的生产和销售的企业，其主营业务为生产和销售包括高纯度、纳米级钛酸钡基础粉及 X7R、X5R、Y5V、C0G 等 MLCC 配方粉在内的电子陶瓷粉体材料。公司属于国家鼓励和支持的新型电子功能材料领域，是中国大陆地区规模最大的批量生产并对外销售 MLCC 配方粉的厂家，也是继日本堺化学 (Sakai Chemical Industry) 之后全球第二家成功运用高温高压水热工艺批量生产高纯度、纳米级钛酸钡粉体的厂家。

图表 1. 国瓷材料股权结构



资料来源：公司数据及中银国际研究

公司于 2012 年 1 月 13 日在深交所创业板首次公开发行 1,560 万 A 股股票并成功上市。目前公司总股本 6,240 万股，流通股本为 1,248 万股，公司第一大股东为东营市盈泰石油科技有限公司，实际控制人为盈泰石油的董事长张曦先生。其中公司高管张兵（总经理）、司留启（副总经理）、宋锡滨（副总经理）通过东营智汇间接持有 8.25% 股权。

公司的 MLCC 配方粉中大部分以钛酸钡产品的原料基础，因此公司的产能主要由钛酸钡的合成能力决定。公司现有合成能力 1,700 吨，预计 2012、2013 将新增 1,000 吨和 1,500 吨的产能。2010-2013 年年产能复合增长率达到 56.3%。

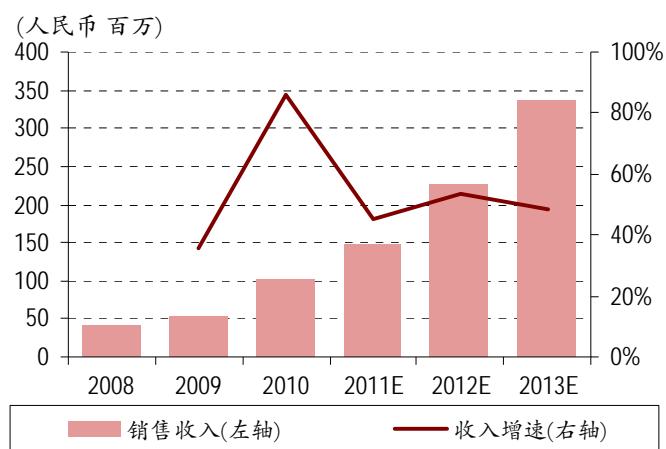
图表 2. 公司合成工段产能

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产能(吨)	350	500	1,100	1,700	2,700	4,200
增速(%)		42.9	120.0	54.5	58.8	55.6

资料来源：公司数据及中银国际研究

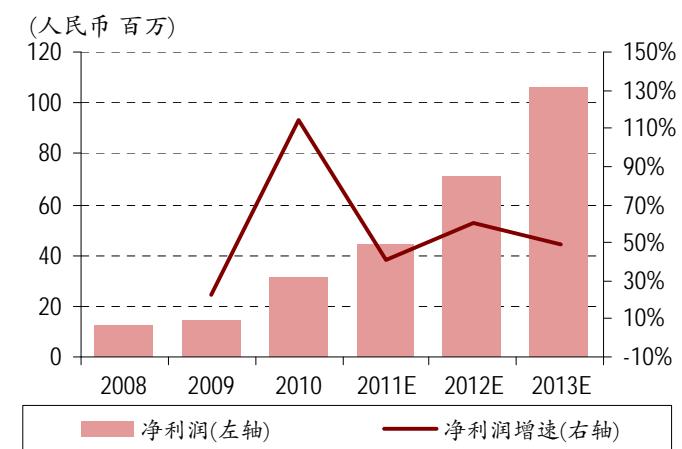
公司前三年业绩大幅增加，2008 年至 2010 年营业收入年均复合增长率为 58.8%，归属于母公司所有者净利润增长 61.9%。去年 1-3 季度公司实现营业收入 1.09 亿元，同比增长 46.4%，实现归属于母公司所有者净利润 0.32 亿元，比 2010 年同期增长 31.4%。

图表 3. 公司营业收入变化情况



资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 4. 公司净利润变化情况



资料来源：公司数据及中银国际研究

下游 MLCC 市场发展迅速

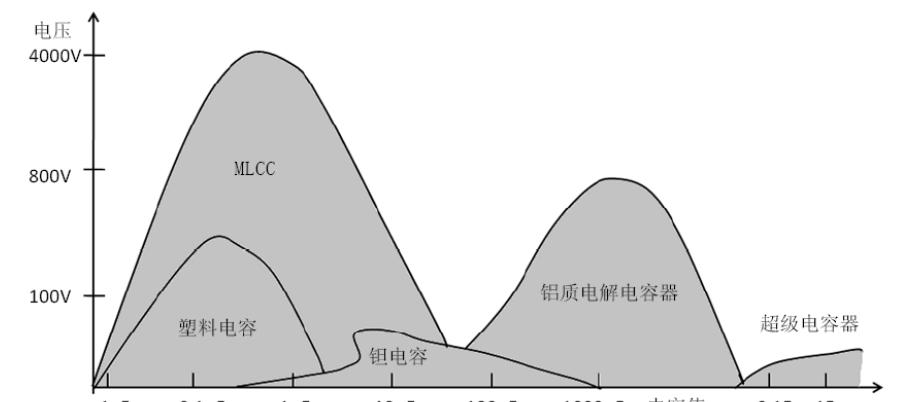
MLCC，多层陶瓷电容器，也可简称为片式电容器、积层电容、叠层电容等，属于陶瓷电容器的一种，由内电极、陶瓷介质膜片、外电极组成。产品特点是体积小、电容量大、耐压性好、损失率低、稳定性高，符合目前电子产业轻、薄、短、小的发展趋势，广泛应用在消费电子、通信通讯、汽车工业和数据传输等领域。单台笔记本电脑用量 400-800 只，单台 LCD/LED 电视用量 500-800 只，单部手机用量 200-400 只，单台数码相机用量 400-600 只，单台 DVD 用量 300-500 只。

图表 5.MLCC 产业链



资料来源：公司招股书

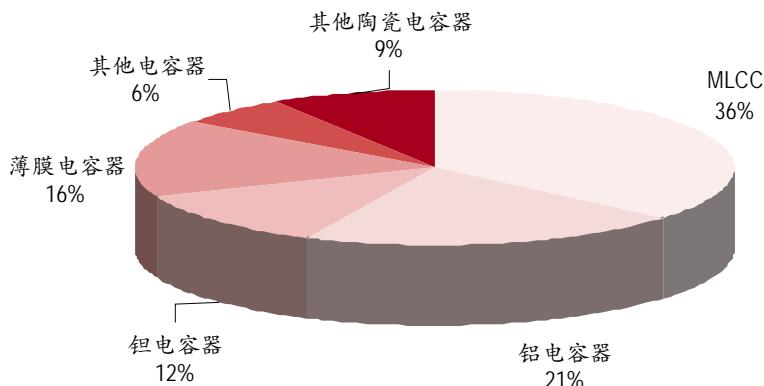
图表 6.MLCC 耐压性好



资料来源：公司招股书

MLCC 市场容量稳定增长。20 世纪 90 年代以来，全球 MLCC 市场需求不断增长，目前 MLCC 已成为全球市场份额最大的电容器产品。据 Paumanok 统计，2009 年全球电容器市场 146.5 亿美元，其中 MLCC 市场 53.1 亿美元，占全部电容器销售额的 36%。国内 MLCC 市场 164 亿元，占全球份额近 50%，2007-2009 年的平均增速为 12.1%，我们预计“十二五”期间仍保持在 8-10% 左右的增速。

图表 7. 2009 年按类别（电介质）划分的全球电容器市场情况



资料来源：公司招股书

图表 8. 全球电子产品销售量预测（亿台）

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2010-2015 平均增速(%)
手机	11.5	12.1	11.6	13.3	14.3	15.4	16.8	18.5	20.5	9.0
笔记本电脑	1.1	1.4	1.75	2.36	2.79	3.23	3.71	4.24	4.83	15.4
平板电视	0.98	1.32	1.6	2.1	2.35	2.52	2.7	2.84	2.99	7.3
数码相机	1.03	1.19	1.06	1.11	1.19	1.27	1.36	1.47	1.59	7.5
PMP		1.95	1.71	1.88	2.07	2.27	2.5	2.78	3.11	10.6

资料来源：中国电子行业信息协会、中银国际研究

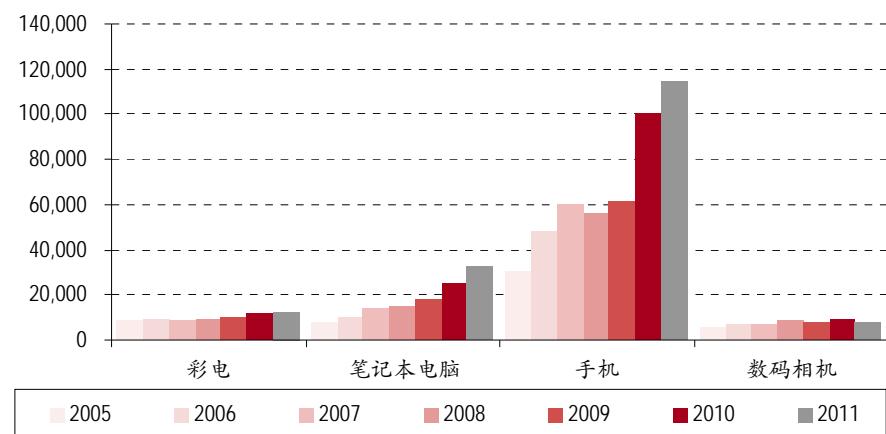
我国消费电子产品行业“十一五”期间发展迅速，直接带动了MLCC产品需求量的增长。2005年到2011年，我国笔记本电脑、手机产量平均增速分别为26.1%和24.7%，彩电和数码相机产量的平均增速分别为6.0%和6.5%。

图表 9. 我国片式多层陶瓷电容器行业产量、产值及增长情况

时间	MLCC 产量 (亿只)	同比增长 (%)	MLCC 行业产值 (亿元)	同比增长 (%)
2010.1-5	3,400	18.90	74.26	n.a.
2009	6,900	11.30	164.11	7.66
2008	6,200	17.00	152.43	9.51
2007	5,300	17.80	139.19	19.22

资料来源：公司招股书

图表 10. 2005 年以来我国部分电子产品产量变化图



资料来源：工业和信息化部、中银国际研究

MLCC 市场竞争激烈，产品盈利能力一般

日本村田是全球最大 MLCC 厂商，三星电机异军突起，2009 年超过日本 TDK 位居全球第二。

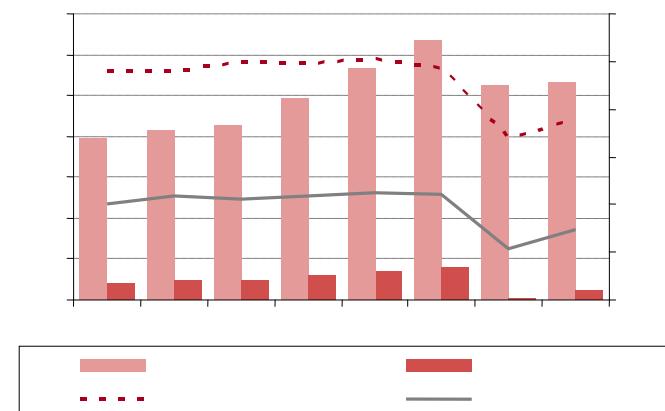
MLCC 产品盈利能力一般。以风华高科为例，公司近几年毛利率在 15-20%，净利率基本低于 10%；日本村田近几年净利率也不超过 15%。

图表 11. 风华高科财务状况



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 12. 日本村田财务状况

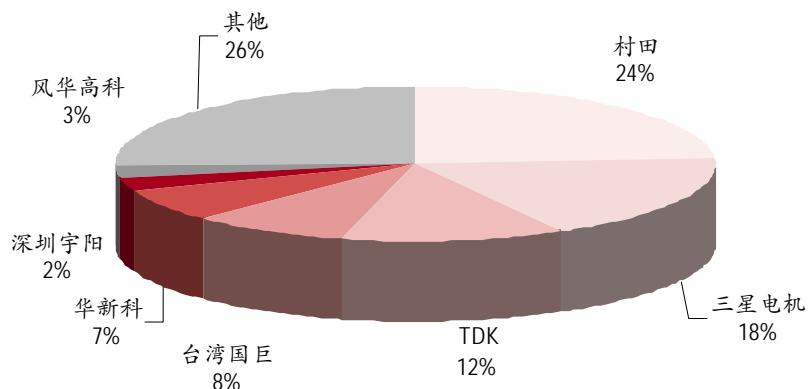


资料来源：彭博，中银国际研究

目前全球 MLCC 生产厂商主要分布于日本、欧美、韩国和台湾。其中日本村田、三星电机、日本电气化学 (TDK)、台湾国巨和华新科是其中市场份额较大的企业，以上 5 家约占据全球 MLCC 总产能的四分之三。其中日本村田规模最大，三星电机近年来增速最快。目前，三星电机（年配方粉需求量约 8,000 吨）为公司最大的客户；公司产品已通过日本村田（年配方粉需求量超过万吨）的验证，开始小批量供货，预计 2013 年供给量将大幅增加。

国内的 MLCC 生产厂商主要包括风华高科、深圳宇阳、潮州三环等。

图表 13.2010 年 MLCC 产品产能分布

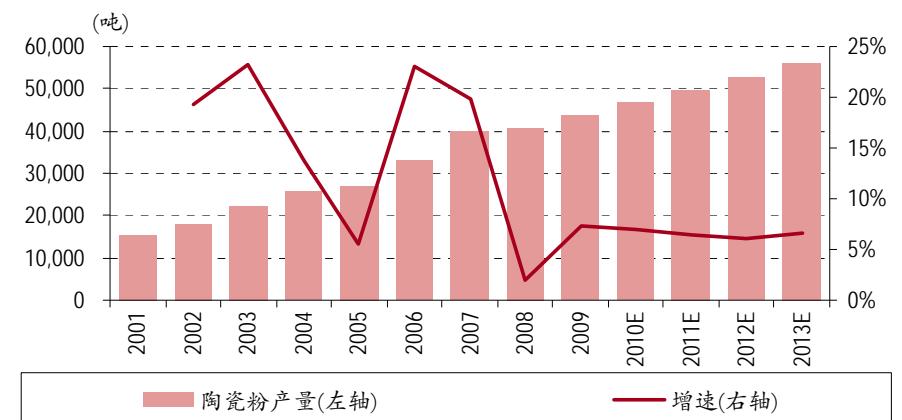


资料来源：公司数据及中银国际研究

全球配方粉市场增速稳定

全球配方粉市场增速稳定。依据 Paumanok 报告，2009 年全球市场配方粉总需求量为 4.35 万吨，2009-2013 年全球配方粉需求增速为 6.5%。根据 20 美元/公斤的均价推算，2010 年至 2013 年全球 MLCC 电子陶瓷材料行业的市场价值将分别达到 9.30 亿美元、9.90 亿美元、10.50 亿美元及 11.20 亿美元。

图表 14. 全球 MLCC 电子陶瓷材料市场规模情况及预测



资料来源：公司数据及中银国际研究

配方粉供给格局很集中。目前全球市场配方粉的生产企业分为两种，一种只生产配方粉，产品全部外售，主要包括堺化学、美国 Ferro、日本化学、富士钛、国瓷等；另一种生产配方粉的同时生产 MLCC，产品自产自用，仍需部分外购产品，主要包括村田、TDK、华新、京瓷、太阳诱电、风华高科等。

市场上的供给基本由第一类企业来提供，目前绝大部分的配方粉供应来自日本，产业竞争格局集中。由于近几年国内稀土出口受配额限制，导致自产配方粉的成本增加。其中三星就成功的利用采购廉价配方粉迅速的扩大了市场份额。我们预计 MLCC 生产商外购配方粉的比例将逐步增加。

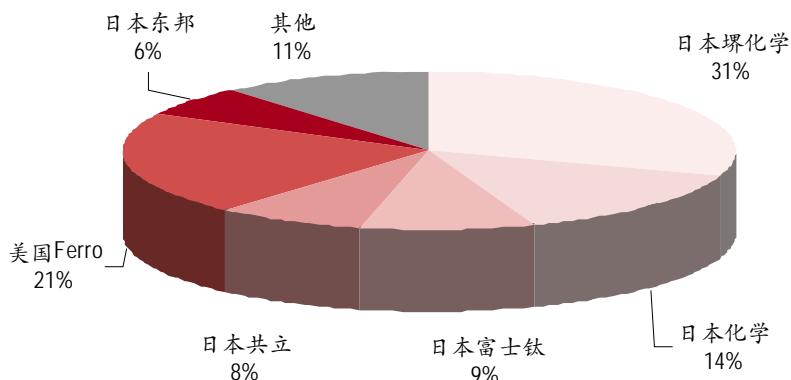
按照公司 2010 年销售量 1,046.5 吨计算，公司 2010 年在全球市场的占有率为 2.25%，公司未来增长空间巨大。

图表 15. 2007 年主要 MLCC 厂商外购及自产电子陶瓷材料情况

MLCC 生产商	总用量	外购量	外购占比(%)	自产量	自产占比(%)
村田	9,800	2,000	20	7,800	80
TDK	5,780	4,880	84	900	16
国巨	5,250	5,250	100	0	0
华新	5,025	3,770	75	1,255	25
三星电机	3,175	3,175	100	0	0
京瓷	3,160	2,360	75	800	25
太阳诱电	2,150	1,700	79	450	21
松下	1,205	1,205	100	0	0
基美	800	625	78	175	22
风华高科	700	400	57	300	43
爱普科斯	325	325	100	0	0
威世	300	300	100	0	0
其他	2,020	1,220	60	800	40
小计	39,690	27,210	69	12,480	31

资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 16.2008 年配方粉供给市场格局



资料来源：公司数据及中银国际研究

公司配方粉市场空间广阔

公司技术领先，价格优势突出。公司采用水热法生产钛酸钡产品，产品微细度、均匀度和可靠性均达到国际先进水平，在目前几种工业化的方法中售价最高。公司也是继堺化学后，全球第二家掌握此技术的生产企业，产品质量也与堺化学相当，但是售价仅为堺化学的 30-50%。目前已通过日本村田、三星电机等公司的认证。

目前公司已拥有发明专利四项，正在申请的发明专利六项，且其中五项已进入实质审查程序。并参与制定了《电子工业用高纯钛酸钡》行业新标准。

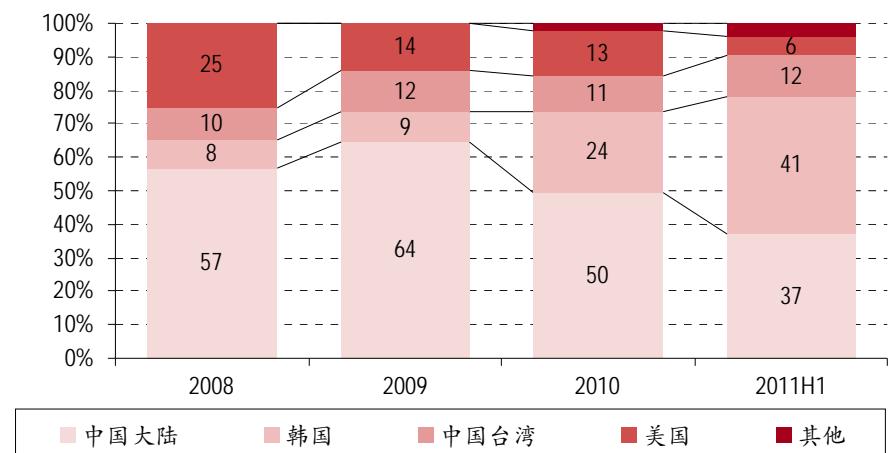
图表 17. 钛酸钡主要生产工艺

制备方法	优点	缺点	生产企业	2008 年价格 (美元/千克)
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；Ferro 原料成本较高；一般只用于制作技术性能较低的产品	日本富士钛、日本共立、美国 Ferro	8.82
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	日本富士钛、美国 Ferro	17.64
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	日本化学、日本富士钛、美国 Ferro	17.64
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；尚未大规模工业化 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		35.27
水热法	晶体发育完整，粒度分布均匀，颗粒之间少团聚，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	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	日本堺化学、山东国瓷	26.46

资料来源：公司招股书

公司市场开拓迅速，增速快。公司的目前核心客户主要包括风华高科、宇阳科技、潮州三环、美国 JDI、台湾禾伸堂、韩国三和、韩国三星电机等。其中三星电机增速较快，目前已经取代风华高科成为公司第一大客户。海外客户逐步放量，2010 年海外客户 14 家，台湾国巨、华新科已有销售，日本村田已通过验证，开始小批量供货，我们预计到 2013 年海外销售的比例将超过 80%。

图表 18. 公司产品销售区域分布图



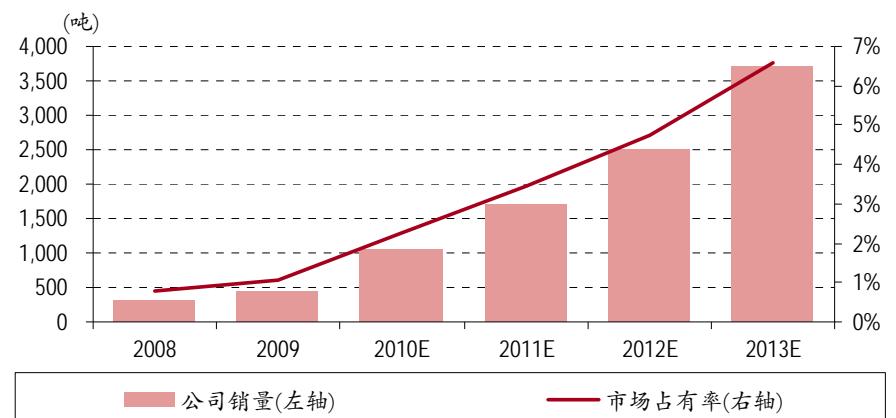
资料来源：公司数据及中银国际研究

国内竞争对手实力较弱。目前国内钛酸钡厂家大多掌握的是固相法技术，制得的粉体纯度低、颗粒粗且大小分布不均匀；使用草酸盐共沉淀法的厂家包括仙桃中星、辛集化工、邢台有色、同生化工等，但这些企业使用草酸法生产的钛酸钡产销量均较低。

新进入者技术、认证壁垒高。由于配方粉及其原料制备工艺复杂，研发周期较长，一般为5年至15年不等，厂家在大量投入并研发成功后，均采用申请专利的方式加以保护，对于潜在行业进入者而言，行业技术门槛较高。下游客户对稳定性要求高，需要两年以上认证，一般不会轻易更换供应商。

公司市场占有率稳步提升。我们认为，公司依靠高质低价的优势，在国内短期内不会出现竞争者的行业格局下，处在突破认证壁垒的高速成长期，市场占有率将会大幅度提升。我们预计，随着产能的释放，公司的市场份额将在2013年突破6%。

图表 19. 公司产品销量及市场占有情况



资料来源：公司数据及中银国际研究

原料供给稳定

公司主要产品为钛酸钡基础粉，其主要原料是八水合氢氧化钡和四氯化钛，此外还有稀土氧化物等，原料占总成本的比重约在 50%。

原料钡盐价格平稳

钡盐是无机盐行业的主要产品，主要包括碳酸钡、硫酸钡、氢氧化钡、氯化钡、硝酸钡、钛酸钡等。其中碳酸钡是其中产量最大的品种，也是制造其它钡盐及陶瓷、搪瓷、颜料、涂料、橡胶、焊条的原料。我国是世界上最大的重晶石资源国和钡盐生产国。预计 2011 年我国重晶石实际产量超过 500 万吨，其中 60% 左右出口。

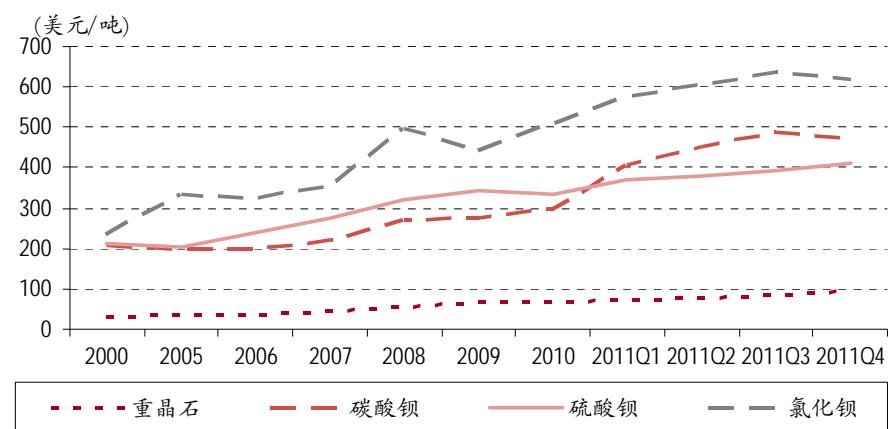
2010 年全球碳酸钡的产能大约为 60 万吨，产量约为 45 万吨碳酸钡。其中我国产能占 80% 以上，其中出口 15.5 万吨。

目前全球市场钛酸钡的需求量在 5 万吨左右，对应的碳酸钡约为 4-5 万吨，占据碳酸钡全球产能的 8% 左右。

碳酸钡价格近年来稳步增长，从 2006 年的 200 美元涨至 2011 年四季度的 400 美元，主要是由于原料重晶石价格的上涨。

公司的主要原料是电子级八水合氢氧化钡，公司对其中 Sr²⁺、Ca²⁺ 等杂质的含量有严格的要求，原料价格也较贵，近几年一直稳定在 6,500 元/吨左右。

图表 20. 我国钡盐出口价格



资料来源：海关数据及中银国际研究

原料四氯化钛价格下行

四氯化钛 (TiCl₄) 是克劳尔法海绵钛工艺和氯化法钛白粉工艺的最重要的中间体，在钛工业中占据及其重要的地位。主要原料是用富钛料（高钛渣、金红石型钛白粉）、石油焦和氯气，通过配料、氯化和精制三个工段反应生成。

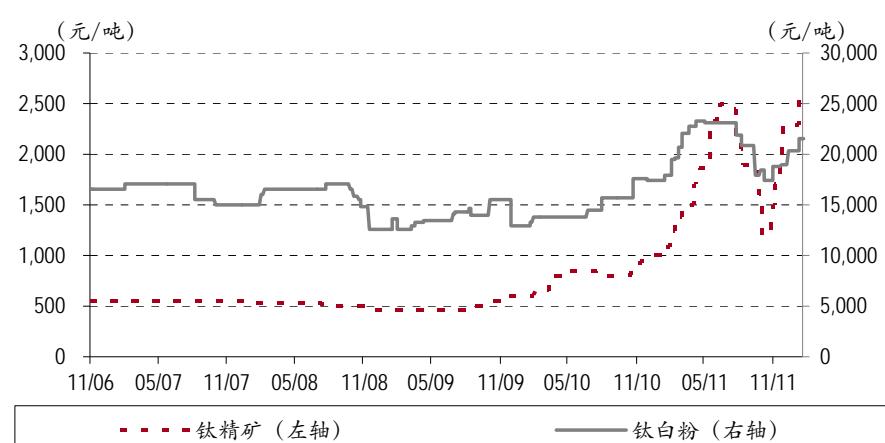
目前国内外海绵钛生产商均配套四氯化钛。据最乐观的预测（日本先进材料公司资料），到 2010 年世界钛材市场会扩大到 12 万吨，对海绵钛的需求量会达 15-16 万吨。根据我国钛工业发展规划，在“十一五”期间，国内海绵钛需求量将按照平均 25% 的速率增长，到 2010 年，国内海绵钛市场需求量预计达到 3.5 万吨。按生产 1 吨海绵钛需要约 4.5 吨四氯化钛估算，海绵钛生产商的四氯化钛总产能在 60-80 万吨以上。

目前全球氯化法钛白粉总产能超过420万吨，按生产1吨钛白粉需要2吨四氯化钛估算，钛白粉生产商的四氯化钛总产能在850万吨以上。

预计全球四氯化钛总产能超过900万吨。全球生产钛酸钡所需的四氯化钛约为3-4万吨，不足总产能的0.5%。

全球钛产品价格直接受到钛白粉价格的影响。2011年上半年受到国外钛白粉产能关闭影响，钛白粉、四氯化钛、钛精矿价格上涨明显。目前全球钛白粉总产能600万吨，其中中国产能175万吨，在建产能120万吨，未来1-2年新增供给很多，价格预计持续下行。

图表 21. 钛产品价格走势



资料来源：百川资讯及中银国际研究

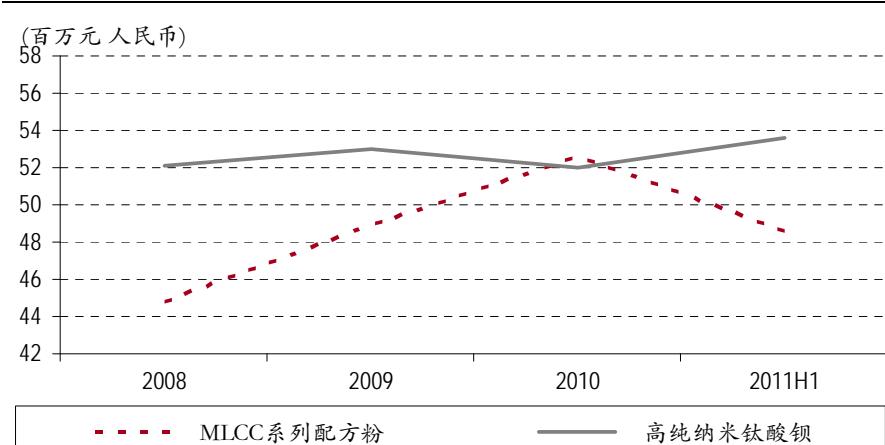
毛利率稳定在50%左右

公司的主要产品为MLCC配方粉和备钛酸钡基础粉。产品毛利率较高，近3年基本都在50%左右。

氢氧化钡、四氯化钛占成本30%出头，2011年上半年受钛白粉价格带动，四氯化钛涨幅近40%，公司毛利率降至48.9%。

由于比竞争对手价格优势明显，公司议价能力较强，4月份提价20%左右，预计2011年下半年毛利率52%左右。我们预计2012年仍将维持在50%。

图表 22. 公司营业利润率稳中有增



资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 23. 公司营业成本拆分

			2008	2009	2010	2011H1
总收入(万元)			4,013.4	5,446.3	10,115.9	6,737.8
总成本(万元)			2,191.4	2,770.9	4,797.4	3,446.3
总销量(吨)			308.7	450.1	1,042.9	811.8
平均单价(万元/吨)			13.0	12.1	9.7	8.3
平均成本(万元/吨)			7.1	6.2	4.6	4.2
毛利率(%)			45.4	49.1	52.6	48.9
原料	八水氢氧化钡	价格(万元/吨)	0.693	0.654	0.651	0.653
		消耗额(万元)	342.6	442.7	1205.6	729.6
		成本占比(%)	15.6	16.0	25.1	21.2
	四氯化钛	价格(万元/吨)	0.63	0.498	0.572	0.798
		消耗额(万元)	151.0	156.7	511.5	409.4
		成本占比(%)	6.9	5.7	10.7	11.9
公用工程	消耗额(万元)		518.3	643.4	1205.1	604.4
	成本占比(%)		12.9	11.8	11.9	9.0

资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 24. 产品、原料价格敏感性分析

2012 年每股收益	原料价格变化幅度								
	(20%)	(15%)	(10%)	(5%)	0%	5%	10%	15%	20%
(20%)	0.95	0.90	0.85	0.80	0.76	0.71	0.66	0.61	0.57
(15%)	1.05	1.00	0.96	0.91	0.87	0.82	0.78	0.73	0.69
(10%)	1.14	1.10	1.05	1.01	0.97	0.93	0.88	0.84	0.80
(5%)	1.22	1.18	1.14	1.10	1.06	1.02	0.98	0.94	0.90
产品价格变化幅度	0%	1.29	1.25	1.21	1.18	1.14	1.10	1.06	1.02
	5%	1.36	1.32	1.28	1.25	1.21	1.17	1.14	1.10
	10%	1.42	1.38	1.35	1.31	1.28	1.24	1.21	1.17
	15%	1.47	1.44	1.40	1.37	1.34	1.30	1.27	1.24
	20%	1.52	1.49	1.46	1.42	1.39	1.36	1.33	1.30

资料来源：公司数据及中银国际研究

财务分析

公司净负债率大幅下降

2008-2011 年，公司的资产负债率整体呈现上升趋势，主要是由于企业处于高速发展的初期，新建生产线等资本开支较大，但产能扩充带来的盈利增加有一定滞后所致。2012 年公司成功上市后，公司的资产负债率预计将从 2011 年的 50% 大幅下降到不到 20%。公司 2012、2013 年计划继续扩大产能以及提升研发能力，预计 2012-2013 年总的资本开支达到 1.8 亿，仍小于公司募集到的 3.66 亿资金，我们认为在公司高速发展的情况下，仍然可以保持净现金的水平，公司现金流充沛，整体的经营风险较小。

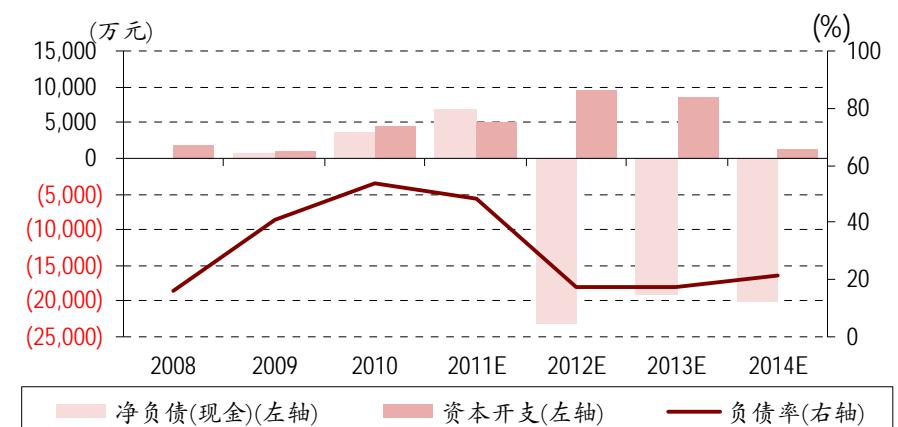
公司 2011-2013 年资本开支约 2.3 亿

公司募投项目共有两个，分别是年产 1,500 吨多层陶瓷电容器用粉体项目和工程技术研究中心项目，投资总额为 1.44 亿元。其中 1,500 吨配方粉项目，投资 1.31 亿，预算 1.39 亿收入，3,621 万净利润，预计 12 年底投产；电子陶瓷材料工程技术研究中心，投资 3,900 万。

此外，公司上市共募集资金 3.66 亿元，超募 1.96 亿，可以再支撑约 2,200 吨生产线的扩建。

我们预计公司 11 年资本支出为 5,010 万，12 年资本支出约为 9,682 万，13 年资本支出约为 8,679 万，三年合计约 2.3 亿。

图表 25. 净负债和资本开支



资料来源：公司数据及中银国际研究

风险

重要人才的流失；核心技术泄露；产品价格大幅下降；公司下游客户需求放缓。

估值及投资建议

公司属于化工板块精细化产品领域，其产品主要为电子化学品。目前在A股市场上产品主要是电子化学品的企业还有永太科技、烟台万润、新宙邦、鼎龙股份和上海新阳，我们将上述公司作为估值参照对象，样本2012年市盈率均为24倍。

图表26. 可比公司估值表

公司	代码	股价	总市值	每股收益			市盈率			市净率			净资产收益率		
				2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
		(元)	(亿元)	(元)		(倍)		(倍)		(倍)		(%)			
永太科技	002326.SZ	16.25	39.05	0.30	0.51	0.74	53.8	32.0	22.0	4.1	3.6	3.1	8.20	12.70	16.50
烟台万润	002643.SZ	24.40	33.63	0.87	1.11	1.37	27.9	21.9	17.8	1.9	1.7	1.6	10.16	8.57	9.76
新宙邦	300037.SZ	30.95	33.12	1.18	1.57	2.17	26.1	19.7	14.3	3.0	2.7	2.4	11.90	13.50	16.26
鼎龙股份	300054.SZ	29.44	26.50	0.63	1.20	1.89	46.9	24.5	15.6	4.3	3.7	3.3	8.80	14.63	19.40
上海新阳	300236.SZ	14.28	12.16	0.48	0.65	0.97	29.6	21.9	14.8	3.3	2.9	2.5	11.69	14.45	17.60
均值							53.8	24.0	22.0	4.1	3.6	3.1	8.20	12.70	16.50
国瓷材料	300285.SZ	28.30	17.66	0.71*	1.14	1.70	40.0*	24.9	16.7	7.7*	3.2	2.7	41.72	20.69	17.64

资料来源：万得资讯及中银国际研究

*考虑上市后公司股本增加带来的每股收益和每股净资产的摊薄

我们预计，在2011年公司净利润同比增幅40%的基础上，随着公司合成能力的增长，2012、13年将会继续保持较高的增速。我们认为公司继续采用成本加成定价的模式来保证产品50%左右的毛利率。

图表27. 盈利预测主要假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
合成工段产能	500	1,100	1,700	2,700	4,200
配方粉					
销量(万吨)	451.2	1,046.5	1,600.0	2,400.0	3,600.0
销售价格(不含税，万元/吨)	12.1	9.7	8.7	9.1	9.1
销售额(百万元)	54.57	101.16	139.44	218.40	327.60
毛利率(%)	51.97	56.09	52.00	50.00	48.00
毛利(百万元)	28.36	56.74	72.51	109.20	157.25
钛酸钡					
销量(万吨)	37.14	92.88	100	100	100
销售价格(不含税，万元/吨)	7.15	6.85	7.50	8.00	8.00
销售额(百万元)	2.66	6.36	7.50	8.00	8.00
毛利率(%)	43.89	44.05	51.00	50.00	48.00
毛利(百万元)	1.17	2.80	3.83	4.00	3.84

资料来源：公司数据及中银国际研究

因此，我们预计公司2011-2013年的营业收入分别为1.47、2.26和3.36亿元，2011-2013年的净利润分别为0.44、0.71和1.06亿元，2011-2013年每股收益分别为0.71元（按上市后股本计算）、1.14元和1.70元。按照2011年2月28日收盘价28.30元计算，对应的动态市盈率分别为41倍、25倍和17倍。

考虑到公司技术、成本和渠道优势，我们预测2010-2013年三年净利润年均复合增长将达到49.1%，参考可比公司估值，给予公司30倍市盈率的溢价，结合2012年公司的每股收益，目标价为34.20元，给予公司买入评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	54	101	147	226	335
销售成本	(28)	(48)	(71)	(113)	(174)
经营费用	(7)	(13)	(18)	(26)	(34)
息税折旧前利润	20	41	59	87	126
折旧及摊销	(3)	(4)	(4)	(6)	(9)
经营利润(息税前利润)	17	37	55	82	117
净利润收入/(费用)	(1)	(3)	(4)	1	7
其他收益/(损失)	0	1	1	0	1
税前利润	16	35	52	84	125
所得税	(2)	(4)	(8)	(13)	(19)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	15	31	44	71	106
核心净利润	15	31	44	71	106
每股收益(人民币)	1.167	0.668	0.943	1.138	1.698
核心每股收益(人民币)	1.167	0.668	0.943	1.138	1.698
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.142	0.228
收入增长(%)	36	86	45	54	48
息税前利润增长(%)	47	114	51	49	43
息税折旧前利润增长(%)	59	105	45	49	45
每股收益增长(%)	358	(43)	41	21	49
核心每股收益增长(%)	358	(43)	41	21	49

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	16	35	52	84	125
折旧与摊销	3	4	4	6	9
净利润利息费用	1	3	4	(1)	(7)
运营资本变动	0	0	0	0	0
税金	(2)	(4)	(8)	(13)	(19)
其他经营现金流	(14)	(23)	(30)	(35)	(54)
经营活动产生的现金流	4	14	22	40	54
购买固定资产净值	(9)	(44)	(50)	(97)	(87)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(9)	(44)	(50)	(97)	(87)
净增权益	0	(4)	0	366	0
净增债务	15	38	27	(25)	(10)
支付股息	0	0	0	(9)	(14)
其他融资现金流	(1)	(3)	(4)	1	7
融资活动产生的现金流	14	31	23	334	(17)
现金变动	9	1	(6)	277	(50)
期初现金	2	14	20	15	292
公司自由现金流	(5)	(30)	(28)	(51)	(22)
权益自由现金流	9	6	(6)	(80)	(35)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	14	20	15	292	242
应收帐款	18	35	51	79	124
库存	18	35	46	76	113
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	50	90	112	446	479
固定资产	41	69	113	203	278
无形资产	2	22	24	26	28
其他长期资产	0	0	0	0	0
长期资产总计	43	91	137	229	306
总资产	93	181	249	674	785
应付帐款	10	25	24	45	74
短期债务	22	58	85	60	50
其他流动负债	1	3	2	3	3
流动负债总计	33	87	111	108	127
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	5	10	10	10	10
股本	13	47	47	62	62
储备	43	37	81	494	586
股东权益	55	84	128	556	648
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	93	181	249	674	785
每股帐面价值(人民币)	4.40	1.79	2.73	8.91	10.38
每股有形资产(人民币)	4.26	1.32	2.19	8.47	9.90
每股净负债/(现金)(人民币)	0.63	0.81	1.51	(3.71)	(3.08)

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	36.2	40.0	39.9	38.7	37.7
息税前利润率(%)	31.4	36.1	37.4	36.2	34.9
税前利润率(%)	30.3	34.8	35.3	37.0	37.2
净利率(%)	26.8	30.9	30.0	31.4	31.6
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.0	1.0	4.1	3.8
利息覆盖率(倍)	21.0	13.7	12.0	17.6	33.2
净权益负债率(%)	14.4	45.5	55.1	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	0.6	0.6	3.4	2.9
估值					
市盈率(倍)	24.2	42.4	30.0	24.9	16.7
心业务市盈率(倍)	24.2	42.4	30.0	24.9	16.7
目标价对应核心业务市	29.3	51.2	36.3	30.1	20.1
盈率(倍)					
市净率(倍)	6.4	15.8	10.3	3.2	2.7
价格/现金流(倍)	94.4	58.5	61.2	38.5	32.6
企业价值/息税折旧前利	18.3	33.6	23.8	17.6	12.5
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	194.3	203.4	210.2	196.7	197.0
应收帐款周转天数	101.2	94.8	106.3	104.8	110.6
应付帐款周转天数	40.9	63.2	60.9	55.8	64.8
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	12.4	13.4
净资产收益率(%)	29.1	45.0	41.7	20.8	17.6
资产收益率(%)	20.6	23.7	21.8	15.1	13.6
已运用资本收益率(%)	27.5	33.5	31.4	21.2	19.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

国瓷材料(300285.SZ/人民币 28.30, 买入)

永太科技(002326.SZ/人民币 16.25, 未有评级)

烟台万润(002643.SZ/人民币 24.40, 未有评级)

新宙邦(300037.SZ/人民币 30.95, 未有评级)

鼎龙股份(300054.SZ/人民币 29.44, 未有评级)

上海新阳(300236.SZ/人民币 14.28, 未有评级)

风华高科(000636.SZ/人民币 8.01, 未有评级)

村田制造所(6981.JP/日元 4985, 未有评级)

以 2012 年 2 月 29 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371