



买入

20%↑

目标价格: 人民币 34.20

300285.SZ

价格: 人民币 28.59

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	3	12
		个月	个月	个月
绝对	-	4	3.6	-
相对新华富时 A50 指数	-	3	2.6	-
发行股数(百万)	62.40			
流通股(%)	25.00			
流通股市值(人民币 百万)	441			
3 个月日均交易额(人民币 百万)	61			
净负债比率(%) (2012E)	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 5 月 16 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

## 销量大幅增长, 未来空间广阔

2012 年, 国瓷材料配方粉销量进一步提高, 下游订单充足, 公司发展趋势持续向好。展望全年, 我们预计公司的配方粉产品的销量增长 50% 以上, 同时得益于产品的高毛利, 我们预计其净利润仍将维持 40% 以上的高速增长。考虑公司未来 2-3 年仍将处在高增速的时期, 我们维持买入评级, 目标价格 34.20 元。

### 主要发现

- 2012 年公司销收增速稳定。公司 2012 年 1 季度实现主营收入和净利润同比分别增长 51% 和 37%, 要得益于公司配方粉产品销量的大幅增长。我们预计今年公司的磁粉销售量能够达到 2,400-2,600 吨, 增幅在 50% 以上。
- 增量将主要体现在国外市场上。预计三星电机仍将是公司第一大下游客户, 随着一些新规格产品的推出, 订单及盈利水平也将有一定的提升。预计村田、国巨等其他客户这一、两年的销量也将加速增长。
- 国内市场基本稳定。公司是风华高科最大的供应商, 此外深圳宇阳、潮州三环销量也比较稳定, 公司的策略是在国内市场保持稳定。
- 公司稳健发展, 未来成长空间广阔。公司的发展风格稳健, 我们预计 2013 年公司的配方粉销量将能达到 4,000 吨左右, 届时占全球市场的份额将由 2011 年的 3-4% 提高到 7-8%。我们认为公司产品技术、价格优势突出, 伴随着下游 MLCC 厂商格局的变化, 我们认为公司未来仍具有广阔的增长空间。

### 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

- 考虑到公司技术、成本和渠道优势, 我们预测 2011-2014 年三年净利润年均复合增长将达到 45.7%, 给予其 30 倍 2012 年预期市盈率, 目标价为 34.20 元, 维持买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	101	147	235	335	463
变动(%)	86	45	60	43	38
净利润(人民币 百万)	31	44	71	106	136
全面摊薄每股收益(人民币)	0.668	0.942	1.141	1.698	2.184
变动(%)	114.2	41.0	21.2	48.8	28.6
市场预期每股收益(人民币)			1.08	1.54	
核心每股收益(人民币)	0.668	0.942	1.141	1.698	2.184
变动(%)	114.2	41.0	21.2	48.8	28.6
全面摊薄市盈率(倍)	42.8	30.4	25.1	16.8	13.1
核心市盈率(倍)	42.8	30.4	25.1	16.8	13.1
每股现金流量(人民币)	0.48	0.88	0.72	1.09	1.40
价格/每股现金流量(倍)	59.1	32.5	39.5	26.3	20.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	34.0	25.1	17.3	12.4	9.6
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.141	0.228	0.340
股息率(%)	0.0	0.0	0.5	0.8	1.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 估值

考虑到公司产能进一步释放和订单的持续增长，我们预计我们预测 2011-2014 年三年净利年均复合增长将达到 45.7%，考虑到公司技术、成本和渠道优势，给予其 30 倍 2012 年预期市盈率，目标价维持在 34.20 元，维持买入评级。

## 2012 年公司销收增速稳定

公司 2012 年 1 季度实现主营收入 4,726 万元，归属上市公司股东净利润 1,224 万元，同比分别增长 51% 和 37%。报告期内公司主营收入和净利润实现大幅增长主要得益于公司配方粉产品的销量的大幅增长。

随着公司产能的不断释放，我们预计今年公司的磁粉销售量将在去年 1,500-1,600 吨的基础上大幅度增长，预计今年能够达到 2,400-2,600 吨，增幅在 50% 以上。

**增量将主要体现在国外市场上。**预计三星电机仍将是公司第一大下游客户，随着一些新规格产品的推出，公司将能得到三星更多的订单，产品的盈利水平也将有一定的提升。近期公司也在积极与其他的下游客户进行沟通，村田、国巨等也是公司的重点客户，公司的产品均已获得以上企业的认证，但是目前销量不大，预计这些企业这一、两年的销量增速也较快。

**国内市场基本稳定。**公司是风华高科(000636.SZ/人民币 8.40, 未有评级)最大的供应商，此外深圳宇阳、潮州三环销量也比较稳定，但是整体而言国内市场难有大的增长，公司的策略是在国内市场保持稳定。

**行业壁垒高，新进入者难度大。**下游客户验证要求很高，对于公司的原材料供应商更换、设备更新等都要进行再次验证，这个周期比较快。但对于新客户的认证壁垒比较高，目前需要 1.5-2 年才能进入其供应商体系。

**公司议价能力强，产品价格稳定。**公司目前的定价策略依然是成本加成定价模式，毛利率基本保持在 50% 左右。目前主要的竞争对手是日本企业，公司产品的价格优势明显。由于下游客户对产品质量的稳定性要求十分严格，且不同的客户需求上有所不同，公司采用一户一议的方式，产品价格相对较为稳定。

**公司稳健发展，未来成长空间广阔。**公司的发展风格稳健，希望每条新的生产线都能够发挥最大的效用。今年下半年募投项目的一部分就能够投产，明年上半年募投项目将全部达产，我们预计 2013 年公司的配方粉销量将能达到 4,000 吨左右，届时占全球市场的份额将由 2011 年的 3-4% 提高到 7-8%。我们认为公司产品技术、价格优势突出，并且伴随这以三星电机为代表的韩国、台湾企业的崛起，将进一步降低日本配方粉生产企业的市场份额，我们认为公司未来仍具有广阔的增长空间。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	101	147	235	335	463
销售成本	(48)	(74)	(120)	(174)	(250)
经营费用	(13)	(17)	(25)	(32)	(44)
息税折旧前利润	41	56	90	129	169
折旧及摊销	(4)	(6)	(10)	(14)	(19)
经营利润(息税前利润)	37	50	80	114	150
净利润收入/(费用)	(3)	(5)	1	7	6
其他收益/(损失)	1	5	2	4	4
税前利润	35	50	84	125	160
所得税	(4)	(6)	(13)	(19)	(24)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	31	44	71	106	136
核心净利润	31	44	71	106	136
每股收益(人民币)	0.668	0.942	1.141	1.698	2.184
核心每股收益(人民币)	0.668	0.942	1.141	1.698	2.184
每股股息(人民币)	0.000	0.010	0.141	0.228	0.340
收入增长(%)	86	45	60	43	38
息税前利润增长(%)	114	37	60	43	32
息税折旧前利润增长(%)	105	38	61	43	31
每股收益增长(%)	114	41	21	49	29
核心每股收益增长(%)	114	41	21	49	29

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	35	50	84	125	160
折旧与摊销	4	6	10	14	19
净利息费用	3	5	(1)	(7)	(6)
运营资本变动	0	0	0	0	0
税金	(4)	(6)	(13)	(19)	(24)
其他经营现金流	(23)	(14)	(40)	(46)	(62)
经营活动产生的现金流	14	41	39	68	87
购买固定资产净值	(44)	(54)	(105)	(95)	(98)
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	(44)	(54)	(105)	(95)	(98)
净增权益	(4)	0	366	0	0
净增债务	38	16	12	(25)	(10)
支付股息	0	0	(9)	(14)	(21)
其他融资现金流	(3)	(6)	1	7	6
融资活动产生的现金流	31	9	371	(33)	(25)
现金变动	1	(4)	306	(60)	(36)
期初现金	14	20	7	313	253
公司自由现金流	(30)	(13)	(59)	(16)	(2)
权益自由现金流	6	(2)	(52)	(45)	(15)

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	20	7	313	253	217
应收帐款	35	48	77	117	163
库存	35	38	74	104	138
其他流动资产	0	5	5	5	5
流动资产总计	90	98	469	479	522
固定资产	69	115	208	287	364
无形资产	22	22	23	25	27
其他长期资产	0	0	0	0	0
长期资产总计	91	137	231	312	391
总资产	181	235	701	791	914
应付帐款	25	18	45	67	83
短期债务	58	73	85	60	50
其他流动负债	3	5	4	5	7
流动负债总计	87	96	134	132	140
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	10	11	11	11	11
股本	47	47	62	62	62
储备	37	81	494	586	701
股东权益	84	128	556	648	763
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	181	235	701	791	914
每股帐面价值(人民币)	1.79	2.73	8.92	10.39	12.23
每股有形资产(人民币)	1.32	2.27	8.54	9.98	11.80
每股净负债/(现金)(人民币)	0.81	1.40	(3.65)	(3.09)	(2.67)

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	40.0	38.1	38.4	38.4	36.6
息税前利润率(%)	36.1	34.0	34.0	34.1	32.5
税前利润率(%)	34.8	33.9	35.6	37.2	34.7
净利率(%)	30.9	30.0	30.3	31.6	29.5
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.0	1.0	3.5	3.6	3.7
利息覆盖率(倍)	13.7	10.0	15.8	24.6	42.7
净权益负债率(%)	45.5	51.4	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	0.6	3.0	2.8	2.8
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	42.8	30.4	25.1	16.8	13.1
核心业务市盈率(倍)	42.8	30.4	25.1	16.8	13.1
目标价对应核心业务市	51.2	36.3	30.0	20.1	15.7
盈率(倍)					
市净率(倍)	15.2	9.9	3.0	2.6	2.2
价格/现金流(倍)	59.1	32.5	39.5	26.3	20.5
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	34.0	25.1	17.3	12.4	9.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	203.4	181.0	171.4	186.5	176.4
应收帐款周转天数	94.8	102.2	97.0	105.7	110.5
应付帐款周转天数	63.2	54.2	48.8	60.7	59.2
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	0.0	12.4	13.4	15.5
净资产收益率(%)	45.0	41.6	20.8	17.6	19.3
资产收益率(%)	23.7	21.3	14.5	13.0	15.0
已运用资本收益率(%)	33.5	29.2	20.5	18.6	21.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 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