



**买入** 11%  
目标价格: 人民币 41.00  
300285.SZ  
价格: 人民币 37.09  
目标价格基础: 25 倍 13 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



(% 绝对 相对新华富时 A50 指数)	今年 至今	1 月 3 月 12 月		
		个月	个月	个月
发行股数 (百万)		62.40		
流通股 (%)		20.00		
流通市值 (人民币 百万)		579		
3 个月日均交易额 (人民币 百万)		41		
净负债比率 (%) (2012E)				
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 8 月 14 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@bocichina.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

## 海外市场放量, 业绩增长确定

2012 年上半年, 公司产能进一步提高, 下游订单充足, 产品销售情况良好。公司 2012 年上半年实现净利润 2,894 万元, 同比增长 59%。展望 2012 年下半年, 我们预计公司的配方粉产品仍有望维持近几年来较高的毛利水平, 同时得益于公司订单的增长和合成长工段产能的增加, 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 41.00 元。

#### 主要发现

- **公司业绩符合预期。** 2012 年上半年公司主营收入和净利润同比分别增长 49.7% 和 58.9%, 符合我们预期。营业收入和利润实现大幅增长主要得益于公司订单的稳定增长和合成长工段产能的增加。
- **公司海外市场增长迅速。** 2012 年上半年公司海外销售额增速达到 80.3%, 占主营收入的 76.0%, 较 2011 年同期的 46.2% 有较大幅度的增长。韩国三星、韩国三合、美国 JDI、台湾禾伸堂等企业的销量均有一定幅度的增长, 国内客户销量稳定。随着下游客户基础的不断扩大, 以及合成长工段的产能的增加, 我们预计公司今年配方粉的产销量增长超过 50%。
- **公司产品毛利略有下滑。** 受到主要原料价格上涨以及下游产业处于景气低点的影响, 公司上半年毛利率为 46.6%, 较去年同期下降了 2.3 个百分点。但是由于公司出口产品比重不断增长 (出口退税增加), 对下游企业仍具有较强的议价能力, 我们预计公司全年配方粉和基础粉的毛利率维持在 47% 和 50%。

#### 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 44.9%, 给予其 25 倍 2013 年预期市盈率, 目标价为 41.00 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	69	102	134
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.668	0.942	1.110	1.640	2.149
变动 (%)	114.2	41.0	17.9	47.7	31.1
市场预期每股收益 (人民币)				1.098	1.593
核心每股收益 (人民币)	0.668	0.942	1.110	1.640	2.149
变动 (%)	114.2	41.0	17.9	47.7	31.1
全面摊薄市盈率 (倍)	55.5	39.4	33.4	22.6	17.3
核心市盈率 (倍)	55.5	39.4	33.4	22.6	17.3
每股现金流量 (人民币)	0.48	0.88	0.66	1.02	1.38
价格/每股现金流量 (倍)	76.7	42.2	56.5	36.4	27.0
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	43.8	32.2	23.8	17.1	12.9
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.141	0.222	0.328
股息率 (%)	0.0	0.0	0.4	0.6	0.9

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 44.9%，考虑到公司技术、成本和渠道优势，给予其 25 倍 2013 年预期市盈率，目标价维持在 41.00 元，维持买入评级。

## 2012 上半年公司净利增长 59%，符合预期

国瓷材料 2012 年上半年实现主营收入 1.01 亿元，归属于上市公司股东净利润 2,894 万元，同比分别增长 49.7% 和 58.9%，符合我们预期。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。

报告期内，公司的生产装置一直处于满负荷的生产状态。虽然自筹资金建设的“年产 500 吨多层陶瓷电容器用粉体材料”建成投产后，公司合成工段的产能提高到 1,700 吨，但是仍不能完全满足下游需求。募投项目之一“1,500 吨多层陶瓷电容器用粉体项目”一期工程厂房主体已经基本完成。新的产能投产将在一定程度上增加公司订单承接的能力和信心。

图表 1. 业绩摘要

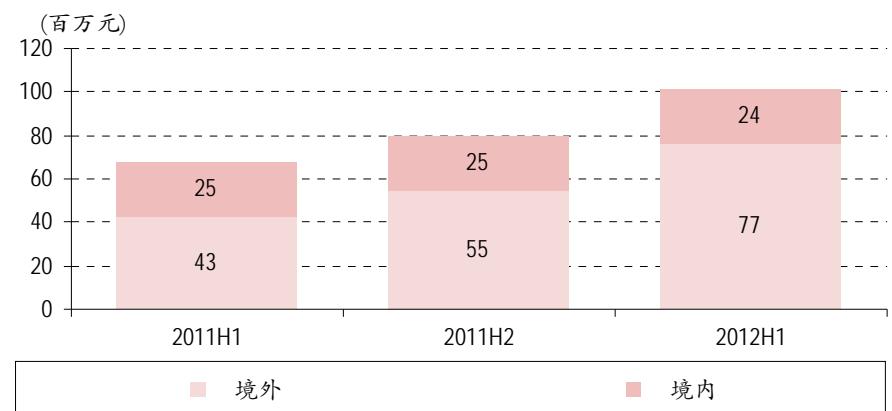
(人民币，百万)	2011 年上半年	2012 年上半年	同比变动(%)
营业额	67.38	100.89	50
销售税金	(0.33)	(0.67)	103
净销售额	67.05	100.22	49
销售成本	(34.46)	(53.91)	56
毛利润	32.59	46.31	42
销售费用	(2.47)	(4.13)	67
管理费用	(6.46)	(9.50)	47
经营利润	23.66	32.68	38
投资收益	0.00	0.00	
财务费用	(2.57)	1.88	(173)
资产减值	(1.09)	(0.83)	(24)
其它	0.82	0.47	(43)
税前利润	20.82	34.20	64
所得税	(2.60)	(5.26)	102
少数股东权益	0.00	0.00	
净利润	18.22	28.94	59
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	48.9	46.6	
经营利润率	35.1	32.4	
净利率	27.0	28.7	

资料来源：公司数据及中银国际研究

## 公司海外市场增长迅速

2012 年上半年公司仍将市场开发放在首位，以总经理为核心的市场开发销售团队加大了新市场的开拓力度，在持续巩固与原有核心客户合作的基础上，进一步加强同战略客户的沟通与交流，争取在短时间内有重大突破。上半年公司海外销售额增速达到 80.3%，占主营收入的 76.0%，较 2011 年同期的 46.2% 有较大幅度的增长。韩国三星、韩国三合、美国 JDI、台湾禾伸堂等企业的销量均有一定幅度的增长。国内客户销量稳定。随着下游客户基础的不断扩大，以及合成工段的产能的增加，我们预计公司全年的配方粉的产销量将超过 2,400 吨，较 2011 年增长超过 50%。

图表 2.公司海外营业收入高速增长



资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 3.公司合成工段产能

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
产能(吨)	350	500	1,100	1,700	2,700	4,200	5200
增速(%)		42.9	120.0	54.5	58.8	55.6	23.8

资料来源：公司数据及中银国际研究

### 强化企业管理、增加研发投入

公司上市以后，逐步加强企业的现代化管理程度。

**建设 ERP 系统。**2012 年上半年，公司进行了 ERP 信息化管理系统的调研、选型等前期准备工作，计划通过 ERP 系统的建设能够将公司内部信息共享，提高工作效率，节约运营成本。

**加强人才队伍建设。**公司一方面通过与省内外高等院校联系，招收应届毕业生 20 余人，进行有计划的培训、培养，另一方面公司通过内部竞聘等方式发现人才，提供平台重点培养。此外通过多种渠道引进外部技术水平高、管理经验丰富的人才。

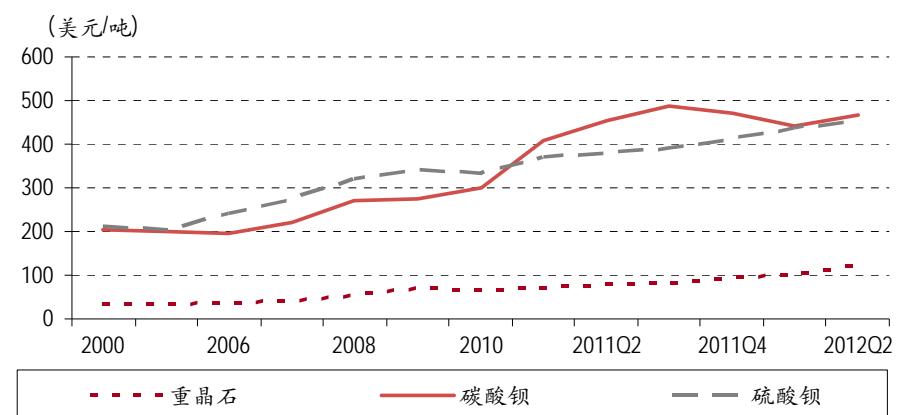
**增强新产品研发能力。**公司设有研发部，上半年研发投入 428.06 万元，较上年同期增长 57.63%，占上半年营业收入的 4.23%。通过建设一体化的研发平台，进一步增强公司的研发实力及提高研发效率，持续不断进行技术创新，及时了解行业发展动态，推动行业产品快速更新换代。

### 公司毛利率略有下滑

2012 年上半年公司毛利率 46.6%，较去年同期下降了 2.3 个百分点。我们认为造成毛利率下降的主要由以下几方面原因：一、公司产品出口比例增加，由于公司出口产品享受出口退税，二、原料钡盐、稀土价格较去年同期有一定的上涨，原料四氯化钛产品价格走势较平。

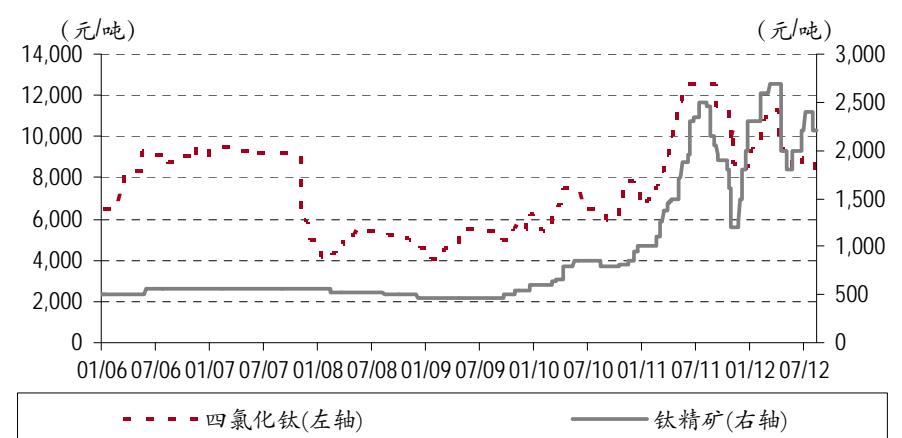
我们认为，虽然下游电子行业景气度依然不高，对公司产品的毛利造成一定的影响。但是由于公司产品的性价比优势突出，对下游的企业仍具有较强的议价能力。我们预计公司全年配方粉和基础粉的毛利率维持在 47% 和 50%。

图表 4. 钡盐价格



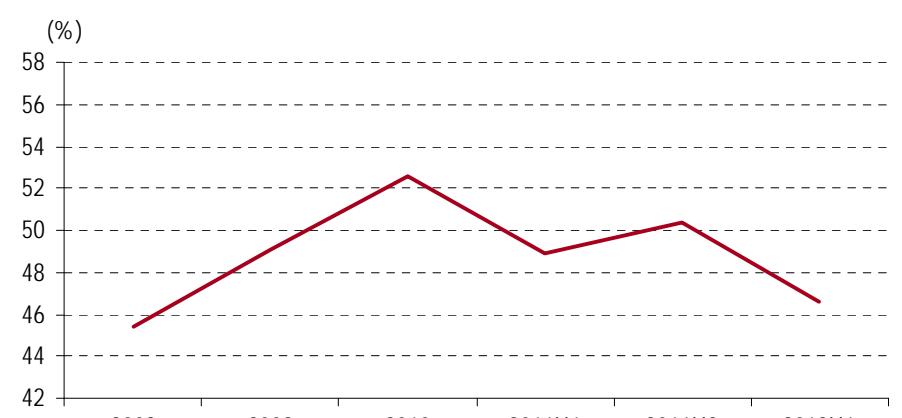
资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 5. 钛系产品价格



资料来源：公司数据

图表 6. 公司毛利率



资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 6. 盈利预测主要假设

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
合成工段产能(万吨)	1,100	1,700	2,700	4,200	5,200
<b>配方粉</b>					
销量(万吨)	1,046.5	1,600	2,500	3,600	5,000
销售价格(不含税, 万元/吨)	9.7	8.68	9.1	9.1	9.1
销售额(百万元)	101.16	138.84	227.5	327.6	455
毛利率(%)	56.09	49.6	47	46	45
毛利(百万元)	56.74	68.85	106.9	150.7	204.8
<b>钛酸钡</b>					
销量(万吨)	92.88	108	100	100	100
销售价格(不含税, 万元/吨)	6.85	7.5	7.5	7.5	7.5
销售额(百万元)	6.36	7.5	7.5	7.5	7.5
毛利率(%)	44.05	51.4	50	48	46
毛利(百万元)	2.8	4.16	3.75	3.6	3.45

资料来源：公司数据及中银国际研究

我们预计，在 2012 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，2012-2014 年将会继续保持较高的增速。预计公司 2012-2014 年的营业收入分别为 2.35、3.35 和 4.63 亿元，2012-2014 年的净利润分别为 0.69、1.02 和 1.34 亿元，2012-2014 年每股收益分别为 1.11 元、1.64 元和 2.15 元。按照 2011 年 08 月 14 日收盘价 37.09 元计算，对应的动态市盈率分别为 33 倍、23 倍和 17 倍。

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 44.9%，给予其 25 倍 2013 年预期市盈率，目标价为 41.00 元，维持买入评级。

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)	(124)	(181)	(254)
经营费用	(13)	(17)	(23)	(30)	(41)
息税折旧前利润	41	56	88	125	167
折旧及摊销	(4)	(6)	(10)	(14)	(19)
经营利润(息税前利润)	37	50	78	110	148
净利润收入/(费用)	(3)	(5)	1	6	6
其他收益/(损失)	1	5	2	4	4
税前利润	35	50	81	120	158
所得税	(4)	(6)	(12)	(18)	(24)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	31	44	69	102	134
核心净利润	31	44	69	102	134
每股收益(人民币)	0.668	0.942	1.110	1.640	2.149
核心每股收益(人民币)	0.668	0.942	1.110	1.640	2.149
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.141	0.222	0.328
收入增长(%)	86	45	60	43	38
息税前利润增长(%)	114	37	56	42	34
息税折旧前利润增长(%)	105	38	57	42	34
每股收益增长(%)	114	41	18	48	31
核心每股收益增长(%)	114	41	18	48	31

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	81	120	158
折旧与摊销	4	6	10	14	19
净利息费用	3	5	(1)	(6)	(6)
运营资本变动	0	0	0	0	0
税金	(4)	(6)	(12)	(18)	(24)
其他经营现金流	(23)	(14)	(42)	(47)	(61)
经营活动产生的现金流	14	41	36	64	86
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)	(20)
其他融资现金流	(3)	(6)	1	6	6
融资活动产生的现金流	31	9	371	(32)	(25)
现金变动	1	(4)	302	(64)	(37)
期初现金	14	20	7	309	245
公司自由现金流	(30)	(13)	(63)	(20)	(3)
权益自由现金流	6	(2)	(56)	(50)	(17)

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	309	245	208
应收帐款	35	48	80	121	166
库存	35	38	75	104	138
其他流动资产	0	5	5	5	5
流动资产总计	90	98	469	476	517
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	700	788	908
应付帐款	25	18	46	69	85
短期债务	58	73	85	60	50
其他流动负债	3	5	4	5	6
流动负债总计	87	96	135	134	141
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	492	581	694
股东权益	84	128	554	643	757
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	181	235	700	788	908
每股帐面价值(人民币)	1.79	2.73	8.89	10.30	12.12
每股有形资产(人民币)	1.32	2.27	8.51	9.90	11.69
每股净负债/(现金)(人民币)	0.81	1.40	(3.59)	(2.97)	(2.53)

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	37.4	37.2	36.1
息税前利润率(%)	36.1	34.0	33.1	32.9	32.0
税前利润率(%)	34.8	33.9	34.7	35.9	34.1
净利率(%)	30.9	30.0	29.5	30.5	29.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.0	1.0	3.5	3.5	3.7
利息覆盖率(倍)	13.7	10.0	15.4	23.8	42.1
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	2.9	2.8	2.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	55.5	39.4	33.4	22.6	17.3
核心业务市盈率(倍)	55.5	39.4	33.4	22.6	17.3
目标价对应核心业务市	51.2	36.3	30.8	20.9	15.9
盈率(倍)					
市净率(倍)	20.7	13.6	4.2	3.6	3.1
价格/现金流(倍)	76.7	42.2	56.5	36.4	27.0
企业价值/息税折旧前利	43.8	32.2	23.8	17.1	12.9
润(倍)					
<b>周转率</b>					
存货周转天数	203.4	181.0	165.6	180.7	173.8
应收帐款周转天数	94.8	102.2	99.3	109.7	113.4
应付帐款周转天数	63.2	54.2	50.1	63.0	60.8
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	0.0	12.7	13.5	15.3
净资产收益率(%)	45.0	41.6	20.3	17.1	19.2
资产收益率(%)	23.7	21.3	14.1	12.6	14.8
已运用资本收益率(%)	33.5	29.2	20.0	18.1	20.8

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

## 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**

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 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