



买入 15%↑
目标价格: 人民币 35.00
300285.CH
价格: 人民币 30.51
目标价格基础: 26 倍 13 年市盈率
板块评级: 增持

本报告要点

- 公司前三季度业绩低于预期
 - 仍看好公司长期发展趋势

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 个月	3 个月	12 个月
绝对	-	(4)	(8.7)	-
相对新华富时 A50 指数	-	(9)	(5.0)	-
发行股数(百万)				62.40
流通股(%)				20.00
流通股市值(人民币 百万)				476
3个月日均交易额(人民币 百万)				38
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10月19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

倪曉曼

(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

业绩受行业景气下滑拖累

公司 2012 年前三季度归属于上市公司股东净利润 4,121 万元，同比增长 27.4%，受到下游电子行业不景气的影响，公司 3 季度订单增速下滑，净利率下降，导致 3 季度净利润同比下滑。但是公司技术、成本和渠道优势依然突出，我们仍看好公司长期的发展前景。随着公司产能的不断扩大以及下游市场景气回升，公司在未来 2-3 年内仍将高速增长。考虑到公司技术、成本和渠道优势，我们预测 2011-2014 年三年净利年均复合增长将达到 36.7%，给予其 26 倍 2013 年预期市盈率，目标价为 35.00 元，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 2012 前三季度公司净利增长 28%。前三季度实现主营收入 1.48 亿元，归属于上市公司股东净利润 4,121 万元，同比分别增长 35.5% 和 27.4%，收入和净利增速均低于市场预期。低于市场预期的主要原因是由于下游电子产品行业景气度持续下滑，公司订单增速下滑及其产品净利率下滑所致。
 - 股权激励方案彰显公司发展信心。近日，公司公布了股权激励计划的草案，行权的条件要求公司 2012-2014 年净利润较 2011 年度净利润增长率分别不低于 30%、62.5% 和 120%，扣除分摊成本后，2011-2014 年的复合增长率将超过 32.7%。

评级面临的主要风险

- 电子行业景气周期持续下行；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

- 我们下调了公司 2012-2014 的盈利预测，预计公司的每股收益分别为 0.92 元、1.35 元和 1.80 元。预测 2012-2014 年三年净利年均复合增长将达到 36.7%，给予其 26 倍 2013 年预期市盈率，目标价为 35.00 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	195	305	398
变动(%)		45.3	32.7	56.4	30.5
净利润(人民币 百万)	31.3	44.1	57.6	84.1	112.5
全面摊薄每股收益(人民币)	0.50	0.71	0.923	1.348	1.802
变动(%)		41.0	30.6	46.1	33.7
市场预期每股收益(人民币)			0.984	1.388	1.784
先前预测每股收益(人民币)			1.110	1.640	2.149
调整幅度(%)			(16.8)	(17.8)	(16.1)
核心每股收益(人民币)	0.668	0.942	0.923	1.348	1.802
变动(%)	114.2	41.0	(2.0)	46.1	33.7
全面摊薄市盈率(倍)	45.7	32.4	33.1	22.6	16.9
核心市盈率(倍)	45.7	32.4	33.1	22.6	16.9
每股现金流量(人民币)	0.48	0.88	0.77	0.68	1.30
价格/每股现金流量(倍)	63.1	34.7	39.7	44.8	23.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	36.2	26.7	22.6	16.8	12.4
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.141	0.185	0.270
股息率(%)	0.0	0.0	0.4	0.5	0.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

估值

虽然公司目前受到行业不景气影响较大，但是公司技术、成本和渠道优势依然突出，我们仍看好公司长期的发展前景。随着公司产能的不断扩大以及下游市场景气回升，公司在未来2-3年内仍将高速增长。考虑到公司技术、成本和渠道优势，我们预测2011-2014年三年净利年均复合增长将达到36.7%，给予其26倍2013年预期市盈率，目标价为35.00元，维持买入评级。

2012前三季度公司净利增长28%

国瓷材料2012年前三季度实现主营收入1.48亿元，归属于上市公司股东净利润4,121万元，同比分别增长35.5%和27.5%，收入和净利增速均低于市场预期。低于市场预期的主要原因是由于下游电子产品行业景气度持续下滑，公司订单增速下滑及其产品净利率下滑所致。

图表1.业绩摘要

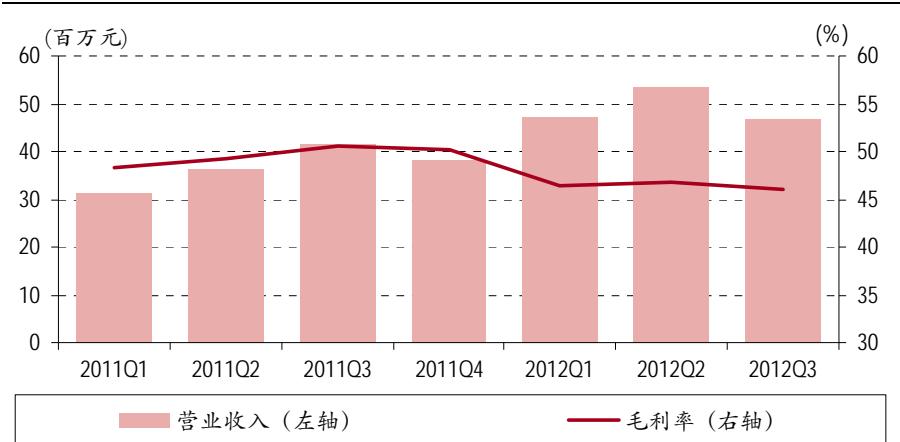
(人民币，百万)	2011年前三季度	2012年前三季度	同比变动(%)
营业额	108.97	147.65	35
销售税金	(0.87)	(0.90)	3
净销售额	108.10	146.75	36
销售成本	(55.05)	(79.13)	44
毛利润	53.05	67.62	27
销售费用	(3.90)	(6.76)	73
管理费用	(9.80)	(14.99)	53
经营利润	39.35	45.87	17
投资收益	0.00	0.00	
财务费用	(4.61)	2.51	(154)
资产减值	(0.74)	(0.75)	1
其它	3.04	0.99	(67)
税前利润	37.04	48.62	31
所得税	(4.73)	(7.41)	57
少数股东权益	0.00	0.00	
净利润	32.31	41.21	28
主要比率(%)			
毛利率	49.5	46.4	
经营利润率	36.1	31.1	
净利率	29.7	27.9	

资料来源：公司数据及中银国际研究

公司营业收入增速下降，毛利率基本稳定

公司3季度实现营业收入4,675万元，同比增长12.4%。基本与今年1季度持平、低于今年2季度的5,364万元，充分反映出下游电子元件行业景气度下滑对公司订单的影响。公司3季度毛利率为46.1%，基本上保持在今年以来46-47%的水平。

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

费用率、所得税率上升导致公司 3 季度净利润下降

公司 3 季度归属于上市公司净利润为 1,225 万元，比上年同期下降 13.17%。这主要是由于公司 3 季度销售费用率和管理费用率较去年同期均有一定幅度的上涨，同时所得税率也由去年的 12.5% 提高到 15%。

图表 3.公司费用率



资料来源：公司数据及中银国际研究

股权激励方案彰显公司发展信心

今日，公司公布了股权激励计划的草案。公司计划共授予激励对象 206 万份股票期权，占本计划草案公告时国瓷材料股本总额 6,240 万股的 3.30%。

共计划行权三次，行权的条件要求公司 2012-2014 年净利润较 2011 年度净利润增长率分别不低于 30%、62.5% 和 120%；净资产收益率分别不低于 9%、9.5% 和 10.5%。

如果明年股权激励方案开始执行，2013-2016 年将要逐年分摊激励成本。预计明年、后年分摊将分别超过 1,100 万和 600 万。如果扣除该部分，公司 2012-2014 年的净利润将分别不低于 5,730 万、8,300 万和 10,300 万元，2011-2014 年的复合增长率将超过 32.7%。

预计公司 2012-2014 年的营业收入分别为 1.95、3.05 和 3.98 亿元，2012-2014 年的净利润分别为 0.58、0.84 和 1.13 亿元，2012-2014 年每股收益分别为 0.92 元、1.35 元和 1.80 元。按照 2011 年 10 月 19 日收盘价 30.51 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 年三年净利年均复合增长将达到 36.7%，给予其 26 倍 2013 年预期市盈率，目标价为 35.00 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	195	305	398
销售成本	(48)	(74)	(104)	(164)	(217)
经营费用	(13)	(17)	(17)	(37)	(39)
息税折旧前利润	41	56	74	103	142
折旧及摊销	(4)	(6)	(10)	(14)	(19)
经营利润(息税前利润)	37	50	64	89	123
净利润收入/(费用)	(3)	(5)	1	6	5
其他收益/(损失)	1	5	2	4	4
税前利润	35	50	68	99	132
所得税	(4)	(6)	(10)	(15)	(20)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	31	44	58	84	112
核心净利润	31	44	58	84	112
每股收益(人民币)	0.668	0.942	0.923	1.348	1.802
核心每股收益(人民币)	0.668	0.942	0.923	1.348	1.802
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.141	0.185	0.270
收入增长(%)	86	45	33	56	30
息税前利润增长(%)	114	37	28	39	38
息税折旧前利润增长(%)	105	38	32	39	37
每股收益增长(%)	114	41	(2)	46	34
核心每股收益增长(%)	114	41	(2)	46	34

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	68	99	132
折旧与摊销	4	6	10	14	19
净利润利息费用	3	5	(1)	(6)	(5)
运营资本变动	0	0	0	0	0
税金	(4)	(6)	(10)	(15)	(20)
其他经营现金流	(23)	(14)	(24)	(50)	(45)
经营活动产生的现金流	14	41	42	42	81
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)	(12)	(17)
其他融资现金流	(3)	(6)	1	6	5
融资活动产生的现金流	31	9	371	(30)	(22)
现金变动	1	(4)	308	(83)	(39)
期初现金	14	20	7	315	233
公司自由现金流	(30)	(13)	(56)	(41)	(8)
权益自由现金流	6	(2)	(49)	(71)	(22)

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	315	233	194
应收帐款	35	48	67	110	142
库存	35	38	62	95	118
其他流动资产	0	5	5	5	5
流动资产总计	90	98	449	443	459
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	680	755	850
应付帐款	25	18	39	63	72
短期债务	58	73	85	60	50
其他流动负债	3	5	3	6	6
流动负债总计	87	96	127	129	129
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	480	553	649
股东权益	84	128	543	615	711
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	181	235	680	755	850
每股帐面价值(人民币)	1.79	2.73	8.70	9.86	11.39
每股有形资产(人民币)	1.32	2.27	8.33	9.46	10.96
每股净负债/(现金)(人民币)	0.81	1.40	(3.69)	(2.77)	(2.31)

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	40.0	38.1	38.0	33.9	35.7
息税前利润率(%)	36.1	34.0	32.8	29.2	30.9
税前利润率(%)	34.8	33.9	34.7	32.4	33.2
净利率(%)	30.9	30.0	29.5	27.6	28.3
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.0	3.5	3.4	3.6
利息覆盖率(倍)	13.7	10.0	12.7	19.2	35.0
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	2.7	2.6
估值					
市盈率(倍)	45.7	32.4	33.1	22.6	16.9
核心业务市盈率(倍)	45.7	32.4	33.1	22.6	16.9
目标价对应核心业务市	51.2	36.3	37.1	25.4	19.0
盈率(倍)					
市净率(倍)	17.0	11.2	3.5	3.1	2.7
价格/现金流(倍)	63.1	34.7	39.7	44.8	23.4
企业价值/息税折旧前利	36.2	26.7	22.6	16.8	12.4
润(倍)					
存货周转天数	203.4	181.0	176.1	174.4	179.7
应收帐款周转天数	94.8	102.2	107.2	105.9	115.4
应付帐款周转天数	63.2	54.2	53.2	60.8	62.0
周转率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	15.3	13.7	15.0
净资产收益率(%)	45.0	41.6	17.2	14.5	17.0
资产收益率(%)	23.7	21.3	11.9	10.5	13.0
已运用资本收益率(%)	33.5	29.2	17.0	15.3	18.3
回报率					

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。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级 (NR) 。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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