



谨慎
买入

10%↑

目标价格: 人民币45.00

原评级: 买入

300285.CH

价格: 人民币 40.85

目标价格基础: 30 倍 13 年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 公司 2013 年业绩仍高增速
- 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	21	4	27	-
相对新华富时 A50 指数	21	4	22	-

发行股数(百万)	62.40
流通股(%)	25.00
流通股市值(人民币 百万)	637.26
3 个月日均交易额(人民币 百万)	27
净负债比率(%) (2013E)	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 2013 年 3 月 25 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

13 年业绩继续高增速

虽然受到 3 季度行业景气下滑的影响单季度业绩增速有所下滑, 但是国瓷材料全年业绩增速表现依然突出。随着公司产能的逐步释放, 以及下游市场景气度回升, 我们预计公司今年配方粉产品的产销量仍将有 40% 以上的增长。我们认为公司在未来 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 2012-2015 年三年净利年均复合增长将达到 36%, 给予其 30 倍 2013 年预期市盈率, 维持目标价 45.00 元, 评级下调至谨慎买入。

支撑评级的要点

- 公司 2012 年净利润增长 50%。公司 2012 年实现主营收入 2.16 亿元, 归属于上市公司股东净利润 0.66 亿元, 扣除非经常性损益的净利润 0.62 亿元, 同比分别增长 46.8%、50.3% 和 60.3%, 符合我们预期。报告期内, 公司主营业务收入和利润增长较快, 主要是受惠于智能手机、平板电脑等新型电子产品销售量的增加, 公司 2012 年 MLCC 销售量有一定增长。
- 公司一季度业绩同比上年增长 15%-25%。由于股权激励成本影响净利润下降 239.7 万元, 预计扣非后净利润比上年同期增长 32%-42%。我们认为, 虽受到股权激励成本的影响, 但今年随着电子行业景气度回升和 MLCC 竞争格局的变化, 公司海外市场将进一步扩张, 预计公司 2013、2014 年产销量仍将有 35% 以上的增长。
- 微波陶瓷材料开始放量。公司 2012 年微波陶瓷材料销售收入增长 190%。公司产品已经获得一些企业的技术认证, 下一阶段市场放量可期。我们预计该板块仍将高速增长, 今年将超过千万收入。

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

- 我们预计公司 2013-2015 年每股收益分别为 1.50、2.03 元和 2.67 元。预测 2012-2015 年三年净利年均复合增长将达到 36%, 给予其 30 倍 2013 年预期市盈率, 目标价维持在 45.00 元, 评级下调至谨慎买入。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	147	216	304	409	545
变动(%)	45	47	41	35	33
净利润(人民币 百万)	44	66	94	127	166
全面摊薄每股收益(人民币)	0.942	1.062	1.500	2.034	2.666
变动(%)	87.9	12.7	41.3	35.6	31.1
核心每股收益(人民币)	0.942	1.062	1.500	2.034	2.666
变动(%)	87.9	12.7	41.3	35.6	31.1
全面摊薄市盈率(倍)	43.4	38.5	27.2	20.1	15.3
核心市盈率(倍)	43.4	38.5	27.2	20.1	15.3
每股现金流量(人民币)	0.88	0.67	0.88	1.45	2.35
价格/每股现金流量(倍)	46.5	61.3	46.5	28.2	17.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.3	28.7	21.5	15.4	11.4
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.212	0.300	0.407
股息率(%)	0.0	0.0	0.5	0.7	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值

虽然受到3季度行业景气下滑的影响单季度业绩增速有所下滑,但是国瓷材料全年业绩增速表现依然突出。随着公司产能的逐步释放,以及下游市场景气度回升,我们预计公司今年配方粉产品的产销量仍将有40%以上的增长。我们认为公司在未来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2012-2015年三年净利年均复合增长将达到36%,给予其30倍2013年预期市盈率,目标价维持在45.00元,评级下调至**谨慎买入**。

2012 年公司净利增长 50%

公司2012年实现主营收入2.16亿元,归属于上市公司股东净利润0.66亿元,扣除非经常性损益的净利润0.62亿元,同比分别增长46.8%、50.3%和60.3%,符合我们预期。报告期内,公司主营业务收入和利润增长较快,主要是受惠于智能手机、平板电脑等新型电子产品销售量的增加,公司2012年MLCC销售量有一定增长。

从公司的客户分布上来看,前五大客户的销量占总销售收入的85%。其中三星电机的销量增速较快,从去年的0.62亿元快速上升到1.26亿元,公司和三星的合作日益紧密。此外,还新增6家客户,充分体现了公司海外市场竞争能力的进一步提升。

图表 1. 2012 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年	2012 年	同比变动(%)
营业额	146.94	215.73	47
销售税金	(0.92)	(1.59)	73
净销售额	146.02	214.14	47
销售成本	(73.93)	(114.06)	54
毛利润	72.09	100.08	39
销售费用	(5.51)	(8.81)	60
管理费用	(16.64)	(22.45)	35
经营利润	49.94	68.82	38
投资收益	0.00	0.00	
财务费用	(6.22)	3.86	(162)
资产减值	(0.21)	(0.98)	367
其它	6.34	5.67	(11)
税前利润	49.85	77.37	55
所得税	(5.79)	(11.14)	92
少数股东权益	0.00	0.00	
净利润	44.06	66.23	50
主要比率(%)			
毛利率	49.7	47.1	
经营利润率	34.0	31.9	
净利率	30.0	30.7	

资料来源: 公司数据及中银国际研究

同时,公司公告了一季度的业绩预告。一季度盈利1410万元-1530万元,同比上年增长15%-25%。由于本期股权激励成本增加282万元,影响净利润下降239.7万元,预计报告期扣除非经常性损益后的净利润在1625万元至1745万元之间,比上年同期增长32%至42%之间。我们认为,虽然受到股权激励成本的影响,但是公司净利润仍将高速增长。

产品需求量稳定增长。

公司的配方粉是 MLCC 的主要原料。上世纪 90 年代以来，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。

MLCC 下游是电子产品，主要包括手机、笔记本电脑、平板电视等，相关机构预测该市场在“十二五”期间仍将保持在 8-12% 的增长。

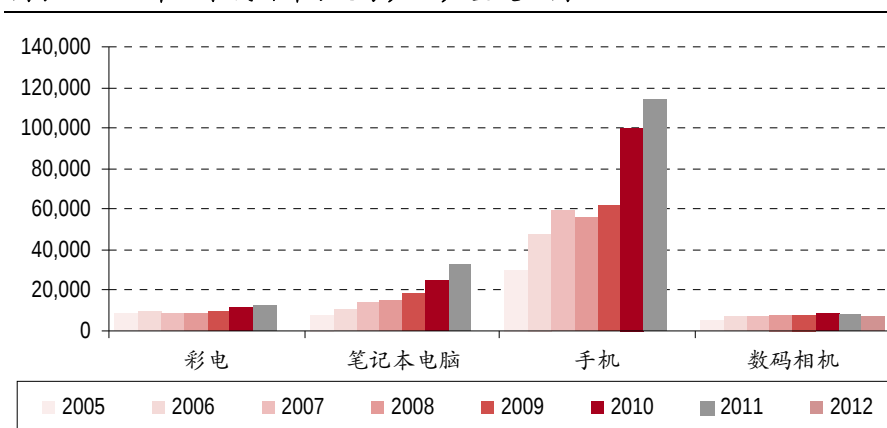
图表 2. 全球电子产品销售量预测（亿台）

	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 3. 2005 年以来我国部分电子产品产量变化图

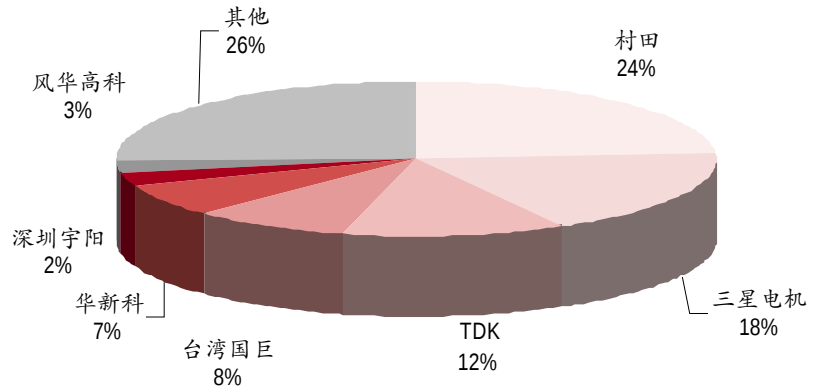


资料来源：工业和信息化部、中银国际研究

产业生产格局向国内转移

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。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 4.2010 年 MLCC 产品产能分布



资料来源：公司数据及中银国际研究

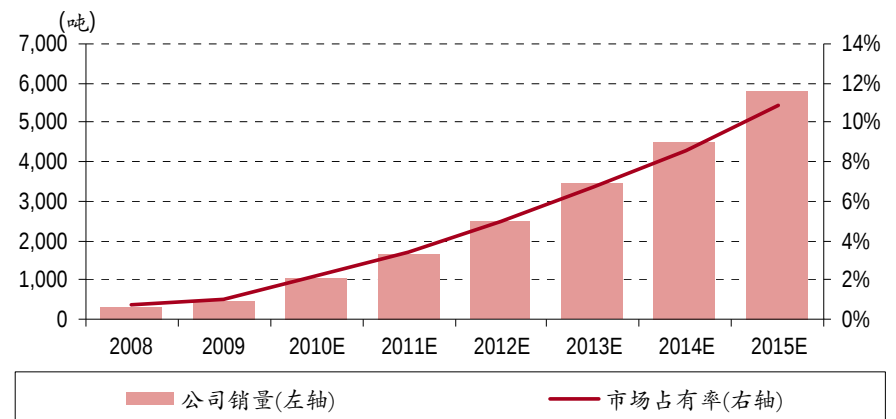
全球市场配方粉产能大部分在日本，预计占全球总供给量的 60%左右，其余产能集中在美国和中国。近两年，公司在市场上的份额不断扩大。

国外：由于日本的大部分企业的主要原料氢氧化钡和四氯化钛都是从中国进口，公司产品在成本方面优势突出，加之水热法的世界一流的生产技术可以保证稳定供应合格的产品，公司产品的竞争优势突出。随着近几年公司与韩国三星合作日益紧密，三星的供货量大幅增长，我们认为随着三星在 MLCC 电容器市场中地位的不断上升，将会带动公司全球配方粉市场的占有率的提升。

国内：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，但这些企业的产销量均较低。加之该行业新进入者技术、认证壁垒高，一般下游客户需要两年以上才可以获得认证通过。因此，国内其他企业短时间内都对公司不构成威胁。

我们认为，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，公司 2013 年募投产能将全部释放，届时将达到 4,000 吨的产能。

图表 5.公司产品销量及市场占有率情况



资料来源：公司数据及中银国际研究

微波陶瓷材料开始放量

公司 2012 年微波陶瓷材料销售收入 261 万元，较 2011 年增长 190%。公司的微波陶瓷材料是 MLCC 配方粉之外又一新型板块。和 MLCC 配方粉一样，微波陶瓷粉主要，拥有巨大的市场。

公司的产品已经开始放量销售，说明公司产品已经获得一些企业的技术认证，下一阶段市场放量可期。我们预计该板块仍将高速增长，今年将超过千万收入。

预计公司 2013-2015 年的营业收入分别为 3.04、4.09 和 5.45 亿元，2013-2015 年的净利润分别为 0.93、1.27 和 1.67 亿元，2013-2015 年每股收益分别为 1.50、2.03 元和 2.67 元。按照 2013 年 3 月 26 日收盘价 40.85 元计算，对应的动态市盈率分别为 27 倍、20 倍和 15 倍。

考虑到公司技术、成本和渠道优势，我们预测 2012-2015 年三年净利年均复合增长将达到 36%，给予其 30 倍 2013 年预期市盈率，维持目标价 45.00 元，评级下调至**谨慎买入**。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	147	216	304	409	545
销售成本	(74)	(114)	(154)	(211)	(285)
经营费用	(17)	(23)	(42)	(45)	(56)
息税折旧前利润	56	79	108	153	205
折旧及摊销	(6)	(10)	(12)	(18)	(22)
经营利润(息税前利润)	50	69	96	135	183
净利息收入/(费用)	(5)	5	10	9	8
其他收益/(损失)	5	4	4	5	5
税前利润	50	77	110	149	196
所得税	(6)	(11)	(17)	(22)	(29)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	44	66	94	127	166
核心净利润	44	66	94	127	166
每股收益(人民币)	0.942	1.062	1.500	2.034	2.666
核心每股收益(人民币)	0.942	1.062	1.500	2.034	2.666
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.212	0.300	0.407
收入增长(%)	45	47	41	35	33
息税前利润增长(%)	37	38	39	41	35
息税折旧前利润增长(%)	38	41	37	42	34
每股收益增长(%)	88	13	41	36	31
核心每股收益增长(%)	88	13	41	36	31

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	50	77	110	149	196
折旧与摊销	6	10	12	18	22
净利息费用	5	(5)	(10)	(9)	(8)
运营资本变动	0	0	0	0	0
税金	(6)	(11)	(17)	(22)	(29)
其他经营现金流	(14)	(35)	(40)	(45)	(33)
经营活动产生的现金流	41	36	55	90	147
购买固定资产净值	(54)	(65)	(106)	(116)	(117)
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	(54)	(65)	(106)	(116)	(117)
净增权益	0	351	0	0	0
净增债务	16	(65)	0	0	0
支付股息	0	0	(13)	(19)	(25)
其他融资现金流	(6)	4	10	9	8
融资活动产生的现金流	9	290	(3)	(10)	(17)
现金变动	(4)	261	(54)	(36)	12
期初现金	20	7	289	234	199
公司自由现金流	(13)	(24)	(41)	(17)	38
权益自由现金流	(2)	(90)	(41)	(17)	38

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	7	289	234	199	211
应收帐款	48	59	79	117	151
库存	38	49	85	104	138
其他流动资产	5	0	0	0	0
流动资产总计	98	396	399	421	500
固定资产	115	188	280	377	471
无形资产	22	27	29	30	32
其他长期资产	0	0	0	1	1
长期资产总计	137	215	309	408	503
总资产	235	611	708	829	1,003
应付帐款	18	43	59	70	104
短期债务	73	0	0	0	0
其他流动负债	5	7	7	8	8
流动负债总计	96	49	66	78	112
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	11	7	7	7	7
股本	47	62	62	62	62
储备	81	492	572	680	821
股东权益	128	554	635	743	884
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	235	611	708	829	1,003
每股帐面价值(人民币)	2.73	8.88	10.17	11.90	14.16
每股有形资产(人民币)	2.27	8.45	9.71	11.42	13.65
每股净负债/(现金)(人民币)	1.40	(4.62)	(3.76)	(3.19)	(3.38)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	38.1	36.5	35.4	37.5	37.6
息税前利润率(%)	34.0	31.9	31.6	33.1	33.5
税前利润率(%)	33.9	35.9	36.3	36.5	35.9
净利率(%)	30.0	30.7	30.8	31.1	30.5
流动性					
流动比率(倍)	1.0	8.0	6.0	5.4	4.5
利息覆盖率(倍)	10.0	89.1	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	51.4	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	7.0	4.8	4.0	3.2
估值					
市盈率(倍)	43.4	38.5	27.2	20.1	15.3
核心业务市盈率(倍)	43.4	38.5	27.2	20.1	15.3
目标价对应核心业务市	42.5	37.7	26.7	19.7	15.0
盈率(倍)					
市净率(倍)	14.9	4.6	4.0	3.4	2.9
价格/现金流(倍)	46.5	61.3	46.5	28.2	17.4
企业价值/息税折旧前利	35.3	28.7	21.5	15.4	11.4
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	181.0	139.3	158.0	163.8	155.6
应收帐款周转天数	102.2	89.9	82.9	87.9	89.7
应付帐款周转天数	54.2	51.5	61.3	57.9	58.3
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	14.2	14.7	15.3
净资产收益率(%)	41.6	19.4	15.7	18.4	20.5
资产收益率(%)	21.3	13.9	12.4	15.0	16.9
已运用资本收益率(%)	29.2	19.6	17.9	20.9	23.5

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 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 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。所有本报告期内使用的商标、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 2DB
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