

功能材料行业

报告原因：半年报公布

2013年8月13日

市场数据：2013年8月13日

收盘价(元)	61.49
一年内最高/最低(元)	21.35/67.60
市净率	6.58
股息率	-
流通A股市值(百万元)	959.24

基础数据：2013年6月30日

每股净资产(元)	9.35
资产负债率%	8.23
总股本/流通A股(百万)	62.40/15.60
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究

分析师：裴云鹏

投资咨询证书编号：S0760511010009

peiyunpeng@sxzq.com

研究助理：张良

021-38529769

zhangliang@sxzq.com

地址：上海浦东新区源深路1088号7层

<http://www.i618.com.cn>

销售联系人：张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

一年内公司股价与大盘对比走势：



国瓷材料 (300285)

增持

管理费用削薄利润，产品结构优化配合客户需求
有望提升盈利能力

首次评级

半年目标价：58.92-65.46元

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

	主营收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2012A	215.7	101.7	66.2	1.06	57.93
2013E	300.0	145.8	83.7	1.34	45.84
2014E	370.5	188.0	114.9	1.84	33.38
2015E	472.5	248.9	156.0	2.50	24.60

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- **公司2013年半年报显示：**2013年上半年营业收入1.38亿元，营业成本0.71亿元，实现归属母公司净利润0.36亿元，同比分别增长36.30%、30.98%和25.13%。
- **1500吨多层陶瓷电容器粉体产能年底达产。**公司上半年总产量接近1700吨，其中在建1500吨粉体项目实现产能215吨，预计下半年产能将进一步释放直至年底完全达产。
- **上半年台湾市场增幅较大，产品质量及价格优势深入挖掘市场。**目前公司已经具有一定规模的客户群体以及市场份额，商用粉体份额已近接近10%，深入挖掘已有客户需求，丰富优化产品结构成为增长的动力之一。2013年上半年台湾市场采购金额大幅增加。
- **微波粉有望放量优化产品结构。**公司所处行业新产品是企业生命力的体现，更是企业保持盈利能力的关键所在。今年上半年微波粉收入同比增长33.08%，毛利率达到41.60%，现阶段仍处与客户磨合阶段，工艺调整后将进一步增强新产品的盈利能力。
- **上半年管理费用压力加大，股权激励影响逐年递减。**公司上半年管理费用同比增长107.00%，比去年同期增加1016.87万元，其中股权激励费用547.50万元，研发费用增加206.09万元；管理费用率14.31%，比去年同期上升4.89个百分点。
- **我们预测公司2013-2015年EPS为1.34、1.84、2.50元，**公司作为国内唯一拥有多层陶瓷电容器粉体规模生产能力的企业，今年年底投放1500吨新产能，今明两年是快速放量期；配合上半年公司对市场深入开发情况良好；以及结合新产品投放及其新客户磨合工作的顺利展开；我们给予45倍市盈率及“增持”评级，半年目标价58.92-65.46元。

➤ 上半年台湾市场增幅较大，产品质量及价格优势深入挖掘市场。日本、韩国、美国、台湾企业在业内占主要市场份额，公司是国内为数不多具有自主研发技术和规模化生产能力的企业。产品及下游产品国产化程度都较低，客户主要集中在亚洲地区。

在 2010 年电容器客户成本控制需求高昂时，公司利用原材料采购价格优势及自主研发的水热法技术，凭借与国外产品 30%以上的价差，通过长期的客户积累和产品验证，成功进入多个大客户的供应体系，实现国产粉体的进口替代，并快速占领市场份额。在进入市场前期阶段客户开发与营收增长直接相关。

图表 1 客户开发与收入规模增长直接相关

	2009	2010	2011	2012
营业收入增速	35.70%	85.74%	45.26%	46.81%
海外客户数量（家）	5	14	39	40+

数据来源：山西证券研究所；

注：2011 年数据根据 2011 年年报 “截止 2011 年末公司新增客户 25 家”。

目前公司已经具有一定规模的客户群体以及市场份额，商用粉体份额已近接近 10%，进一步深入挖掘已有客户需求，丰富优化产品结构成为增长的动力之一。2013 年上半年，公司加大力度深入开发海外市场，台湾市场采购金额大幅增加。

➤ **微波粉有望放量优化产品结构。**公司处于寡头垄断的高集中度、高壁垒、高技术含量、高毛利的细分行业，产品种类繁多，根据客户需求和下游行业发展速度，产品价格随产品生命周期的成熟而下降，新产品的推出是企业生命力的体现，更是企业保持盈利能力的关键所在。微波粉从 2011 年批量投放市场以来，公司为发展长期稳定的合作关系不断与客户磨合，不断调整工艺迎合客户需求；今年上半年微波粉收入同比增长 33.08%，毛利率达到 41.60%，工艺调整后将进一步增强新产品的盈利能力。

➤ **上半年管理费用压力加大，股权激励影响逐年递减。**公司上半年管理费用同比增长 107.00%，比去年同期增加 1016.87 万元，其中股权激励费用 547.50 万元，研发费用增加 206.09 万元；管理费用率 14.31%，比去年同期上升 4.89 个百分点。本期管理费用大幅增长主要因为股权激励费用的摊销，我们预计股权激励将增厚公司全年管理费用率 3.91 个百分点，2012 年管理费用率 10.41%。此外，公司为优化产品结构，加强公司研发能力和技术储备，研发投入力度加大也将增厚管理费用支出。

图表 2 股权激励费用对管理费用影响逐年递减（单位：万元）

	2013	2014	2015
股权激励费用分摊	1171.55	635.09	278.66
营业收入	29999.04	37054.23	47253.49
对管理费用影响	3.91%	1.71%	0.59%

数据来源：山西证券研究所；

注：假设股权激励费用分摊按激励草案计划执行；收入数据为预测值。

➤ 核心假设：

1. 1500 吨在建产能到年底完全达产过程中实现部分产能，2014 年开始有能力满产开工。
2. 公司产品结构调整顺利进行，新老产品生命周期交替速度不发生较大改变。
3. 不考虑今明两年有新项目或新产能开建。
4. 股权激励费用按照草案计划执行摊销。
5. 客户集中度进一步随市场开发力度加强而降低。
6. 人民币兑美元、日元汇率不出现大幅波动。

➤ 风险提示：

1. 微波粉等新产品客户磨合周期过长，客户需求无法得到满足，导致产品放量时间点不断推迟，影响公司优化产品结构、规模扩张及盈利能力提升。

当前股价	61.49					单位: 百万	更新日期: 13/08/13				
财务报表预测与财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
利润表						资产负债表					
营业收入	146.94	215.73	299.99	370.54	472.53	现金	7.11	288.50	269.50	337.50	468.50
YOY(%)	45.3%	46.8%	39.1%	23.5%	27.5%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	73.93	114.06	154.23	182.55	223.62	应收款项净额	33.74	46.77	65.04	80.33	102.44
营业税金及附加	0.92	1.59	1.76	2.38	3.02	存货	47.66	58.65	80.29	94.74	116.14
销售费用	5.51	8.81	7.43	11.95	14.74	其他流动资产	9.46	2.09	2.91	3.59	4.58
占营业收入比(%)	3.7%	4.1%	2.5%	3.2%	3.1%	流动资产总额	97.97	396.01	417.73	516.16	691.67
管理费用	16.18	21.31	43.99	43.86	52.96	固定资产净值	84.12	116.61	152.21	186.95	220.70
占营业收入比(%)	11.0%	9.9%	14.7%	11.8%	11.2%	减: 资产减值准备	(0.21)	(0.98)	(1.28)	(1.57)	(1.85)
EBIT	49.94	68.82	91.50	128.72	177.11	固定资产净额	83.91	115.63	150.93	185.38	218.84
财务费用	6.22	(3.86)	(1.11)	0.02	0.58	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	4.2%	-1.8%	-0.4%	0.0%	0.1%	在建工程	31.08	71.93	126.10	120.49	90.14
资产减值损失	(0.21)	(0.98)	(0.63)	(0.68)	(0.71)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	114.99	187.56	277.03	305.87	308.98
营业利润	43.51	71.71	91.99	128.03	175.83	无形资产	21.57	27.07	25.99	24.90	23.82
营业外净收入	6.34	5.67	5.34	5.61	5.53	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	49.85	77.37	97.32	133.64	181.36	其他长期资产	0.19	0.40	0.40	0.40	0.40
所得税	5.79	11.14	13.63	18.71	25.39	资产总额	234.72	611.04	721.15	847.34	1,024.87
所得税率(%)	11.6%	14.4%	14.0%	14.0%	14.0%	循环贷款	72.80	0.00	19.28	33.18	55.47
净利润	44.06	66.23	83.70	114.93	155.97	应付款项	17.96	42.74	58.51	69.04	84.64
占营业收入比(%)	30.0%	30.7%	27.9%	31.0%	33.0%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	5.46	6.52	9.41	10.87	13.29
归属母公司净利润	44.07	66.24	83.70	114.93	155.97	流动负债	96.22	49.26	87.19	113.09	153.40
YOY(%)	41.0%	50.3%	26.4%	37.3%	35.7%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.94	1.06	1.34	1.84	2.50	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	10.62	7.47	4.32	1.17	(1.98)
主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	负债总额	106.84	56.73	91.51	114.26	151.42
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	45.3%	46.8%	39.1%	23.5%	27.5%	股东权益	127.88	554.31	629.64	733.08	873.45
营业利润	32.5%	64.8%	28.3%	39.2%	37.3%	负债和股东权益	234.72	611.04	721.15	847.34	1,024.87
净利润	41.0%	50.3%	26.4%	37.3%	35.7%						
获利能力											
毛利率(%)	49.7%	47.1%	48.6%	50.7%	52.7%	现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利率(%)	30.0%	30.7%	27.9%	31.0%	33.0%	税后利润	44.07	66.24	83.70	114.93	155.97
ROE(%)	34.5%	11.9%	13.3%	15.7%	17.9%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	18.8%	10.8%	11.6%	13.6%	15.2%	公允价值变动	0.21	0.98	0.63	0.68	0.71
偿债能力						折旧和摊销	6.02	9.86	10.69	13.28	15.97
流动比率	1.02	8.04	4.79	4.56	4.51	营运资金的变动	-25.92	6.60	-24.91	-21.30	-29.35
速动比率	0.52	6.85	3.87	3.73	3.75	经营活动现金流	24.38	83.68	70.09	107.59	143.30
资产负债率%	45.5%	9.3%	12.7%	13.5%	14.8%	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	62.6%	35.3%	41.6%	43.7%	46.1%	固定资产投资	-51.53	-81.08	-100.00	-42.00	-19.00
应收账款周转天数	83.81	79.13	79.13	79.13	79.13	投资活动现金流	-51.53	-81.08	-100.00	-42.00	-19.00
存货周转天数	251.06	200.20	200.20	200.20	200.20	长期贷款的增加/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标(元)						公司债券发行/ (:	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.94	1.06	1.34	1.84	2.50	股利分配	-4.97	-7.16	-8.37	-11.49	-15.60
每股净资产	2.73	8.88	10.09	11.75	14.00	计入循环贷款前副	-4.97	368.49	-8.37	-11.49	-15.60
估值比率						循环贷款的增加(:	24.10	-82.54	19.28	13.90	22.30
P/E	65.3	57.9	45.8	33.4	24.6	融资活动现金流	14.16	278.79	10.91	2.41	6.70
P/B	22.5	6.9	6.1	5.2	4.4	现金净变动额	-12.99	281.39	-19.00	68.00	131.00

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfb@1618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。