

功能材料行业

报告原因：三季报公布

2013年11月1日

市场数据：2013年11月1日

收盘价（元）	24.45
一年内最高/最低（元）	33.81/12.82
市净率	5.11
股息率	-
流通A股市值（百万元）	762.84
基础数据：2013年9月30日	
每股净资产（元）	4.84
资产负债率%	5.83
总股本/流通A股(百万)	124.8/31.2
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究

国瓷材料半年报点评：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

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

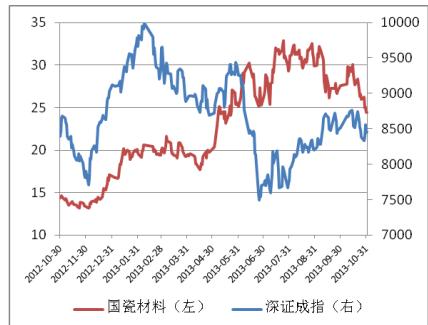
地址：上海浦东新区源深路1088号7层
<http://www.i618.com.cn>

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

保守经营优化回款，国内市场回暖丰富客户结构

维持评级

半年目标价：22.92-27.47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	23.0
2013E	291.6	148.4	87.6	0.70	34.9
2014E	374.1	182.5	122.3	0.98	25.0
2015E	477.1	223.5	165.7	1.33	18.4

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

● **公司2013年三季报显示：**2013年前三季度营业收入1.96亿元，营业成本1.05亿元，实现归属母公司净利润0.54亿元，同比分别增长32.97%、32.25%和30.92%。

● **国内市场回暖带动收入增速。**公司上半年境内、境外收入同比增长61%、29%；与往年相比境外收入增速由负转增大幅扩大；而公司开发境外市场逐步成熟稳定，增速也呈现逐年缩窄态势。根据中国电子信息产业统计年鉴数据，2012年国内瓷介电容器行业较上年有所回暖，当年产量同比恢复增长，增速接近5%，出口数量更是较2010年峰值后同比增长27.1%，再次刷新历史出口数量。

● **三季度营收收缩，实则改善回款情况。**虽然三季度公司营收环比下降速度较去年同期进一步加大，三季度单季收入环比下降21.0%，较去年同期进一步扩大降幅8.2个百分点。但是改善了二季度账款回收状况。三季度末应收票据及账款仅增加2.7%，应收账款周转率达3.99；从单季应收账款及票据总额变化与单季营收比来看，三季度下降至3%，较二季度有明显改善下降17个百分点。

● **大客户结构相对稳定。**由于公司所处行业下游客户较为集中，从应收账款中大客户结构可以基本对大客户今年贡献业绩表现有一个基本的判断。从应收账款前五位客户变动情况来看，公司上半年前五位客户结构较上年同期基本不变，三星、风华、宇阳三家多年位居客户销售收入前五行列，今年上半年应收账款这三家客户应收账款占营业收入总额的35.86%，比去年同期下降0.14个百分点，前五大客户应收账款占总营收比例为36.85%，同比下降2.41个百分点。

● **我们预测公司2013-2015年EPS为0.70、0.98、1.33元，**公司三季度单季销售收入同比增速较二季度有所放缓，但公司保守的销售方式进一步优化了回款状况；并且今年国内瓷介电容器市场回暖，公司国内市场客户开发效果显现保持了高速增长，未来国内市场占比可能将进一步加大；我们给予32倍市盈率及“增持”评级，半年目标价22.92-27.47元。

➤ 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	24.45					单位: 百万	更新日期: 13/11/01				
财务报表预测与财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
利润表											
营业收入	146.94	215.73	291.59	374.10	477.06	现金	7.11	288.50	269.50	337.50	468.50
YOY(%)	45.3%	46.8%	35.2%	28.3%	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	148.41	182.47	223.52	应收款项净额	33.74	46.77	63.22	81.10	103.43
营业税金及附加	0.92	1.59	1.71	2.40	3.05	存货	47.66	58.65	77.07	94.71	116.11
销售费用	5.51	8.81	7.22	12.06	14.88	其他流动资产	9.46	2.09	2.82	3.62	4.62
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	412.61	516.94	692.65
管理费用	16.18	21.31	42.76	44.28	53.47	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	90.40	131.79	181.06	固定资产净额	83.91	115.63	150.93	185.38	218.84
财务费用	6.22	(3.86)	(5.11)	(4.68)	(5.86)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	4.2%	-1.8%	-1.8%	-1.3%	-1.2%	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	94.88	135.80	186.21	无形资产	21.57	27.07	25.99	24.90	23.82
营业外净收入	6.34	5.67	6.94	6.41	6.46	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	49.85	77.37	101.81	142.21	192.67	其他长期资产	0.19	0.40	0.40	0.40	0.40
所得税	5.79	11.14	14.25	19.91	26.97	资产总额	234.72	611.04	716.03	848.11	1,025.86
所得税率(%)	11.6%	14.4%	14.0%	14.0%	14.0%	循环贷款	72.80	0.00	13.37	23.84	37.59
净利润	44.06	66.23	87.56	122.30	165.70	应付款项	17.96	42.74	56.17	69.02	84.61
占营业收入比(%)	30.0%	30.7%	30.0%	32.7%	34.7%	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	9.06	10.90	13.32
归属母公司净利润	44.07	66.24	87.56	122.30	165.70	流动负债	96.22	49.26	78.60	103.75	135.52
YOY(%)	41.0%	50.3%	32.2%	39.7%	35.5%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.94	1.06	0.70	0.98	1.33	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	82.92	104.92	133.54
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%	35.2%	28.3%	27.5%	股东权益	127.88	554.31	633.11	743.19	892.32
营业利润	32.5%	64.8%	32.3%	43.1%	37.1%	负债和股东权益	234.72	611.04	716.03	848.11	1,025.86
净利润	41.0%	50.3%	32.2%	39.7%	35.5%						
获利能力											
毛利率(%)	49.7%	47.1%	49.1%	51.2%	53.1%	现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利率(%)	30.0%	30.7%	30.0%	32.7%	34.7%	税后利润	44.07	66.24	87.56	122.30	165.70
ROE(%)	34.5%	11.9%	13.8%	16.5%	18.6%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	18.8%	10.8%	12.2%	14.4%	16.2%	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	5.25	4.98	5.11	营运资金的变动	-25.92	6.60	-22.49	-24.50	-29.56
速动比率	0.52	6.85	4.27	4.07	4.25	经营活动现金流	24.38	83.68	76.39	111.76	152.82
资产负债率%	45.5%	9.3%	11.6%	12.4%	13.0%	加: 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%	40.7%	44.1%	46.5%	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	减: 长期贷款的增加/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	251.06	200.20	200.20	200.20	200.20	公司债券发行/ (1)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标(元)						股利分配	-4.97	-7.16	-8.76	-12.23	-16.57
每股收益	0.94	1.06	0.70	0.98	1.33	计入循环贷款前副	-4.97	368.49	-8.76	-12.23	-16.57
每股净资产	2.73	8.88	5.07	5.96	7.15	循环贷款的增加(:	24.10	-82.54	13.37	10.47	13.75
估值比率						融资活动现金流	14.16	278.79	4.61	-1.76	-2.82
P/E	26.0	23.0	34.8	24.9	18.4	现金净变动额	-12.99	281.39	-19.00	68.00	131.00
P/B	8.9	2.8	4.8	4.1	3.4						

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 sxzqyjfzb@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。