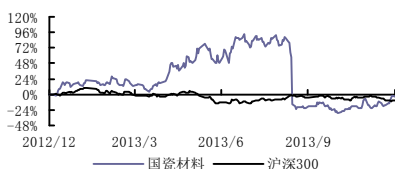


化工 - 化工新材料

2013 年 12 月 31 日

| 市场数据 | 2013 年 12 月 31 日 |
|--------------|----------------------------|
| 当前价格 (元) | 31.72 |
| 52 周价格区间 (元) | 24.45-65.80 |
| 总市值 (百万) | 3958.66 |
| 流通市值 (百万) | 989.66 |
| 总股本 (百万股) | 124.80 |
| 流通股 (百万股) | 31.20 |
| 日均成交额 (百万) | 38.44 |
| 近一月换手 (%) | 101.31% |
| 第一大股东 | 东营市盈泰石油科技有限公司 |
| 公司网址 | http://www.sinocera.com.cn |

一年期行情走势比较



| 表现 | 1m | 3m | 12m |
|--------|--------|--------|--------|
| 国瓷材料 | 0.26% | 60.53% | 87.88% |
| 沪深 300 | -4.47% | -3.28% | -7.65% |

顾静

执业证书号 S1030510120007

(0755)83199599-8206

gujing@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，顾静，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

电子陶瓷材料龙头，业绩增长可期

— 国瓷材料 (300285) 深度研究报告

评级： 增持 (首次)

| 预测指标 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 215.73 | 284.41 | 388.31 | 500.24 |
| 净利润 (百万元) | 66.24 | 85.31 | 109.00 | 138.86 |
| 每股收益 (元) | 0.53 | 0.68 | 0.87 | 1.11 |
| 净利润增长率 % | 50.3% | 28.8% | 27.8% | 27.4% |
| 市盈率 | 59.76 | 46.40 | 36.32 | 28.51 |
| 市净率 | 7.14 | 6.31 | 5.56 | 4.85 |
| EV/EBITDA | 47 | 34 | 24 | 19 |

资料来源：世纪证券研究所

- **国内 MLCC 配方粉龙头。**公司作为国内规模最大的 MLCC 电子陶瓷材料供应商，占国内市场份额达到 80%。公司产品主要用于 MLCC (片式多层陶瓷电容器) 的生产，属于国家鼓励和支持的功能陶瓷这一新型电子功能材料领域。
- **MLCC 陶瓷粉体材料需求稳健增长。**目前 MLCC 已成为电容器市场中最为主流的产品，是全球市场占有率最高的电容器产品，未来将日趋替代其他电容器；MLCC 陶瓷粉行业产量每年增长量 3000 吨，目前全球产量接近 5 万吨并且正以每年 8% 的复合增速增长，国内 12% 的复合速度增长。
- **公司竞争力。**1) 技术、产品质量优势；2) 拥有优质客户群，主要客户经营稳定、需求旺盛。3) 成本优势。公司与国外类似品质产品，价格差距一般为 30%-50%。
- **业绩增长点。**1) 公司募投在建项目“年产 1500 吨多层陶瓷电容器用粉体材料项目”预计今年四季度有望正式投产，产能将达到 4000 吨/年，预计项目完全投产后将实现年销售收入 1.39 亿元，年均税后利润为 3,620.77 万元；2) 微波介质陶瓷材料有望助推未来业绩增长。国内微波介质陶瓷材料国内市场供不应求，预计未来五年维持 15-20% 的增长，公司将逐步扩大规模，分享行业增长；3) 业绩增长新空间：进军陶瓷墨水，探索 3D 打印。陶瓷墨水市场规模和进口替代空间大，国内 95% 的市场份额依赖进口，陶瓷喷墨打印的分层原理与 3D 打印类似，预计合资公司借此积极探索进入 3D 打印材料领域。
- **盈利预测及投资评级。**预计公司 2013 - 2015 年每股收益分别为 0.68/0.87/1.11 元。对应 2013 年 12 月 31 日收盘价(31.72 元)的动态市盈率分别为 46.40/36.32/28.51 倍，与国内电子化学品上市公司估值均值比较略高，但考虑公司现有产品终端市场前景较好，新成立的合资公司产品需求增长可期，可享有一定的估值溢价，首次给予公司“增持”评级。
- **风险提示。**市场拓展情况低于预期；主要客户集中，汇率波动。

目录

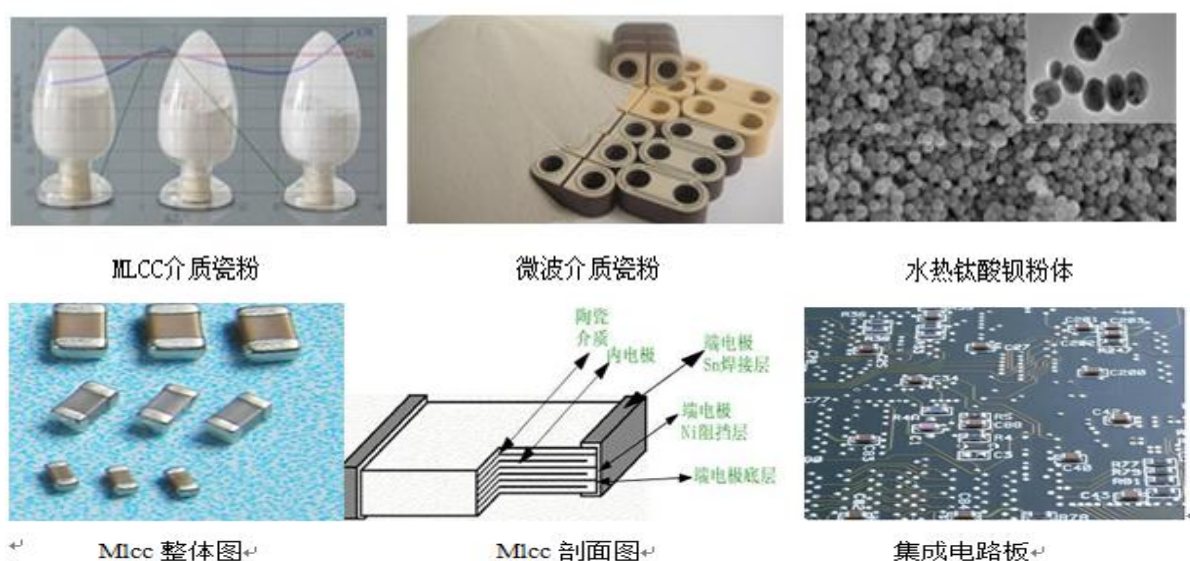
| | |
|--------------------------------------|----|
| 一、公司概况 | 2 |
| 1.1 公司简介 | 2 |
| 1.2 股权结构 | 2 |
| 二、公司所处行业分析 | 3 |
| 2.1 MLCC 电子陶瓷材料行业简介 | 3 |
| 2.2 MLCC 陶瓷粉体材料：全球集中度高 | 3 |
| 2.3 下游市场前景较好，MLCC 陶瓷粉体材料需求稳健增长 | 4 |
| 2.5 行业壁垒：技术、市场、资金 | 7 |
| 三、公司竞争力分析 | 8 |
| 3.1 技术、产品质量优势 | 8 |
| 3.2 客户市场优势 | 8 |
| 3.3 成本优势 | 9 |
| 四、公司主营业务分析 | 9 |
| 五、公司财务分析 | 10 |
| 六、未来业绩增长点 | 11 |
| 6.1 募投陶瓷电容器用粉体材料项目即将投产 | 11 |
| 6.2 微波介质陶瓷材料有望助推未来业绩增长 | 12 |
| 6.3 业绩增长新空间：进军陶瓷墨水，探索 3D 打印 | 12 |
| 七、盈利预测及投资评级 | 13 |
| 八、风险因素分析 | 14 |
| 九、附件：三大报表 | 15 |

一、公司概况

1.1 公司简介

国内 MLCC 配方粉龙头企业。公司作为国内规模最大的 MLCC 电子陶瓷材料供应商，占国内市场份额达到 80%。公司的主营业务为生产、销售高纯度、纳米级钛酸钡基础粉及 X7R、X5R、Y5V、C0G 等系列 MLCC 配方粉在内的电子陶瓷粉体材料，均主要用于 MLCC（片式多层陶瓷电容器）的生产。公司所生产的产品属于国家鼓励和支持的功能陶瓷这一新型电子功能材料领域。

Figure 1 公司主营产品是 MLCC 陶瓷介质粉



资料来源：公司网站、网络收集

1.2 股权结构

股权较为分散。国瓷材料股权较为分散，没有实际控制人，董事长张曦通过控股盈泰石油间接持有公司 19.38% 的股权，是公司第一大股东。公司部分核心管理兼技术人员如总经理张兵、副总经理宋锡滨、司启留通过持有东营智汇股权间接持有公司股权。

Figure 2 公司股权结构

| 股东名称 | 持股数(股) | 持股数变动(股) | 持股比例(%) |
|-----------------|------------|------------|---------|
| 东营市盈泰石油科技有限公司 | 24,182,640 | 12,091,320 | 19.38 |
| 宝利佳有限公司 | 18,720,000 | 9,360,000 | 15.00 |
| 北京市通达宝德科技发展有限公司 | 14,468,472 | 7,234,236 | 11.59 |
| 东营奥远工贸有限责任公司 | 13,842,360 | 6,921,180 | 11.09 |
| 东营智汇企业管理咨询有限公司 | 12,208,680 | 6,104,340 | 9.78 |

资料来源：公司 2013 年 3 季报数据

二、公司所处行业分析

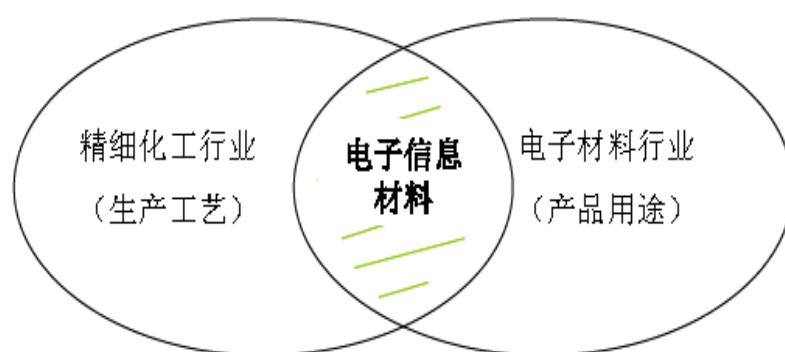
2.1 MLCC 电子陶瓷材料行业简介

公司产品产业链分析。公司产品就生产工艺而言，属于精细化工行业；就产品用途而言，属于电子信息材料行业。公司所处 MLCC 陶瓷粉体材料行业的上游行业是基础化工行业，下游行业是 MLCC 行业。

电子陶瓷材料是应用于电子技术中的各种陶瓷材料的总称，一般具有各类特殊的电学、力学、热学、磁学、声学及光学性质。**MLCC 电子陶瓷材料**既包括 MLCC 配方粉，也包括配方粉的主要原料钛酸钡基础粉；更广泛地说，添加剂是 MLCC 配方粉生产中不可或缺的部分，也可属于 MLCC 电子陶瓷材料的内容。

下游行业 MLCC 主要应用于各类电子整机中的振荡、耦合、滤波等电路中，其终端应用行业包括消费电子类产品、通信通讯、汽车工业、数据传输以及其他电子类产品等。

Figure 3 公司产品属电子信息材料行业



资料来源：公司招股说明书

Figure 4 公司 MLCC 电子陶瓷材料产业链



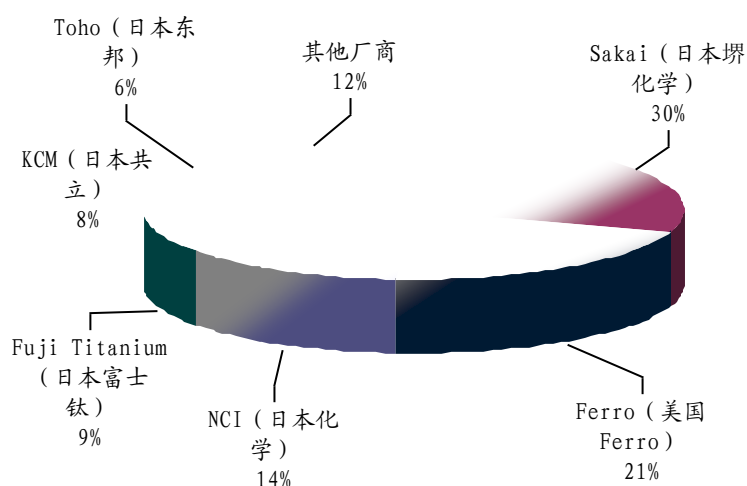
资料来源：公司招股说明书

2.2 MLCC 陶瓷粉体材料：全球集中度高

MLCC 陶瓷粉体材料全球集中度较高。据《中国石油和化工经济分析》报道，MLCC 电子陶瓷材料的供应商主要是日本的厂家，堺化学、日本化学、富士钛等合计控制了全球 95% 以上的电介质陶瓷材料市场，上述日本厂商主要生产并销售钛酸钡粉体。

公司 2010 年在全球 MLCC 电子陶瓷材料整体市场(商业市场及自产自用)的占有率为 2.25%。公司在国内市场的占有率为 80%，位列国内首位。国内从事 MLCC 配方粉批量生产并对外销售的企业极少。国内主要 MLCC 厂家中风华高科具备配方粉的生产能力，潮州三环具备添加剂的生产能力，但仅为自产自用，不对外销售。

Figure 5 全球电子陶瓷材料行业主要企业及其市场份额



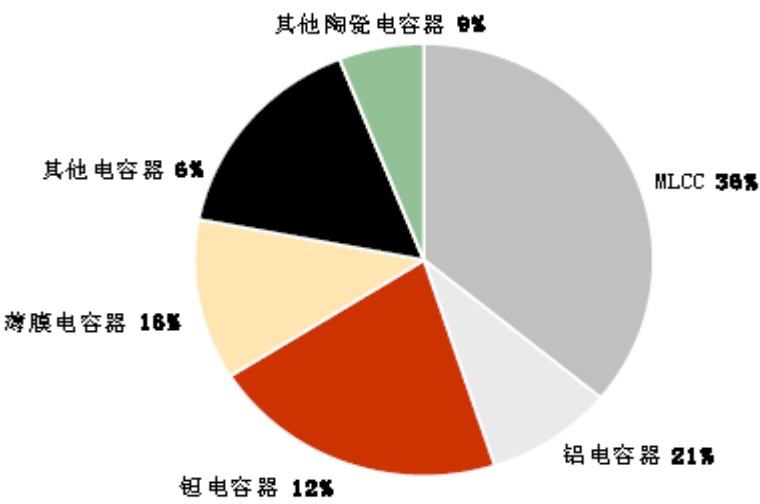
资料来源：Paumanok、世纪证券研究所

2.3 下游市场前景较好，MLCC 陶瓷粉体材料需求稳健增长

MLCC 是电容器主流产品。MLCC 诞生于 20 世纪 60 年代，最先由美国公司研制成功。20 世纪 90 年代以来，在电子信息产业日新月异、信息产品“轻薄短小”的发展趋势下，广泛应用于高频电路及携带性电子产品；由于其高频的特性还被广泛应用于无线通讯类产品，随着全球 MLCC 市场需求不断增长，MLCC 已成为电容器市场中最为主流的产品，约占全部电容器销售额的 36%，是全球市场占有率最高的电容器产品。

MLCC 性价比较好，将日趋替代其他电容器。相比于其它种类电容器，MLCC 性价比较好：MLCC 具备体积小、价格低、产品种类多、高频环境下性能好，等优势，因此对塑料电容及小容量的铝电容、钽电容有较大的替代作用，随着生产技术的进步，MLCC 不断出现高容量的产品，在大容量市场也可部分替代铝电解电容和片式钽电容。预计未来 MLCC 对其他类型电容产品的替代趋势将可能更加明显。

Figure 6 全球电容器市场份额



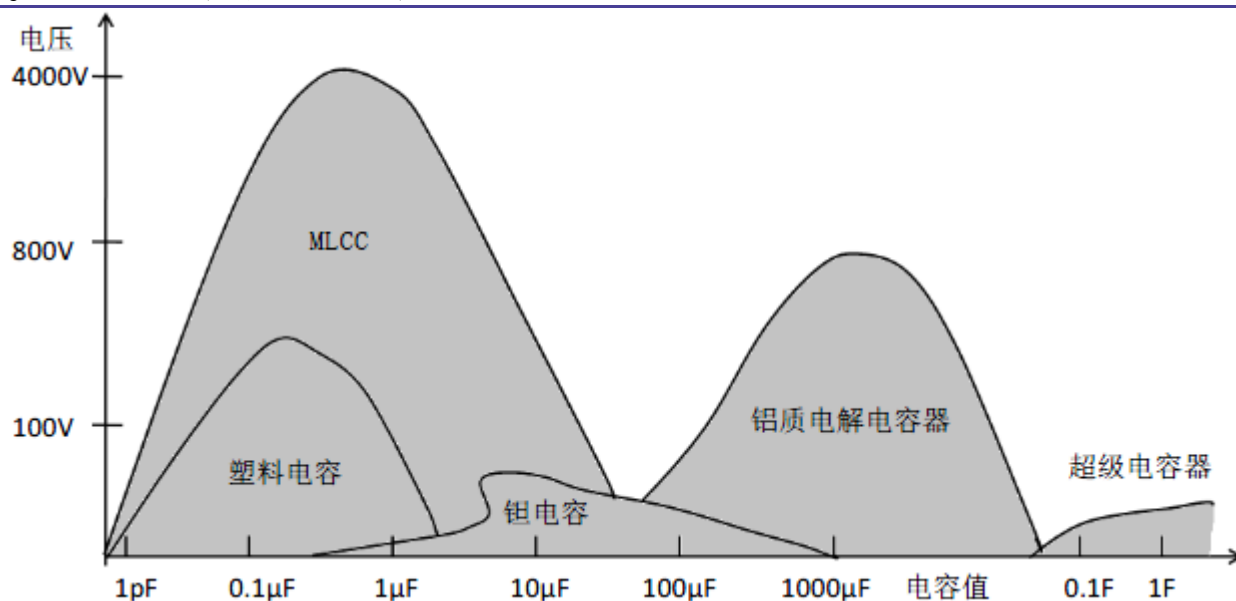
资料来源：公司招股说明书

Figure 7 MLCC 及主要电容种类优势及应用简介

| 产品 | 优势 | 应用 |
|---------|---|--|
| MLCC | MLCC 体积小、轻、薄，非常适合应用于便携式电子类消费品 | 广泛应用于高频电路及携带性电子产品；由于其高频的特性还被广泛应用于无线通讯类产品 |
| | 在额定电压和电容量相同的条件下，高频环境中 MLCC 的等效串联电阻（ESR）小、阻抗低 | |
| | MLCC 品种众多，具体包括耐高压系列（500-5,000V）、EMI 滤波系列、低阻抗系列、高精度调谐系列等等，应用范围较大 | |
| | MLCC 已全面应用 BME 技术，使用贱金属材料使 MLCC 的生产成本不断降低，在价格上较其他电容器更具竞争力 | |
| 铝电解电容器 | 具备大电容量 | 主要应用于低频及电源电路 |
| 钽电解电容器 | 泄漏电流低、高频率特性 | 应用于滤波电路、杂音限制器及耦合电路中 |
| 塑料薄膜电容器 | 具备耐高压特性 | 应用于耐电压电路 |

资料来源：公司招股说明书

Figure 8 各类型电容器应用电压及电容值范围



资料来源：公司招股说明书

国内 MLCC 终端市场需求前景较好。MLCC 被广泛应用于包括消费类电子产品 (Consumer Electronic)、通信通讯 (Communication)、计算机 (Computer) 在内的 3C 产品及其他电子行业等。就单机使用 MLCC 数量而言,以笔记本电脑、LCD/LED 电视及手机用量最大,单台笔记本电脑 MLCC 量约为 400-800 只,单台 LCD/LED 电视用量约 500-800 只,单部手机 MLCC 量 200-400 只不等。随着人们生活质量及技术水平的不断提升,电子消费品的更新换代速度加快,未来全球 MLCC 市场需求将持续增长。

国内的 MLCC 行业迎来了良好的发展契机。中国已成为全球电子整机的生产基地,作为电子整机使用的主要元件之一,2010 年中国市场的 MLCC 需求量高达 1 万亿只,占全球需求占的 53%,年均市场新增需求量高达 990 亿只,预计到 2015 年,我国 MLCC 需求量将突破 1.5 亿只。对于国内的 MLCC 厂商而言,受惠于电子整机生产厂商本地采购、国内电子产品普及和国家政策支持等有利因素推动,未来发展潜力较大。2012 年 MLCC 销售量略有增加,但增速较之前年度有所放缓,2012 年是近几年 MLCC 销量增长速度最低的年份,预计 2013 年-2014 年 MLCC 销量将保持 8%-10% 的增长速度

MLCC 电子陶瓷材料受益政策支持,需求将稳健增长。MLCC 电子陶瓷材料作为新型材料之一,是电子信息产业的基础,其发展状况对我国电子信息产业未来的发展具备重要意义,为扭转我国新材料行业目前的落后局面、推动国内新材料企业的快速发展,政府陆续颁布法律法规,给予包括 MLCC 电子陶瓷材料在内的新材料企业政策扶持; 2008 年 4 月,科技部、财政部、国家税务总局在联合发布的《国家重点支持的高新技术

领域》中明确将“新型微波器件及电容器用介电陶瓷和铁电陶瓷材料制造技术”划归国家重点支持的高新技术领域。2010 年 10 月 10 日，国务院颁布《国务院关于加强培育和发展战略性新兴产业的决定》，再次表示国家将“大力发展稀土功能材料、高性能膜材料、特种玻璃、功能陶瓷、半导体照明材料等新型功能材料”。

随着电子产品微型化和多功能化，MLCC 的薄层化、小型化和高容量化的发展趋势将继续增强，从而对 MLCC 用粉体制备提出了更高的技术要求。高纯超细的 MLCC 用粉体主要使用固相法、草酸盐法和水热法生产，因水热法在高纯、超细、均匀方面的技术优势明显，因而采用水热法生产的 MLCC 用粉体的占比将继续增加。而随着 MLCC 产品价格的下降，对 MLCC 用粉体的价格下降需求将变得更加强烈，这种变化在高容量小型化的 MLCC 产品领域尤为突出。同时为应对原材料技术发展和 MLCC 产品价格下降的趋势，MLCC 生产企业将释放出更多的自制粉的订单，使得商业化 MLCC 粉体的需求量将大大增加。据统计，MLCC 陶瓷粉行业产量每年增长量 3000 吨，目前全球产量接近 5 万吨并且正以每年 8% 的复合增速增长，国内 12% 的复合速度增长，考虑下游需求的支持，预计将保持稳健增长。

2.5 行业壁垒：技术、市场、资金

（1）技术壁垒

电子陶瓷材料生产技术属于高新电子材料技术，MLCC 配方粉必须满足高精度度、高纯度、高分散性、化学均一、高结晶度等一系列严格的技术要求。MLCC 电子陶瓷材料行业的技术壁垒首先体现在钛酸钡粉体制备工艺的精细性、复杂性。其次，由于制备工艺复杂，MLCC 电子陶瓷材料产品工艺的研发周期较长，一般为 5 年至 15 年不等，厂家在大量投入并研发成功后，均采用申请专利的方式加以保护，对于潜在行业进入者而言，行业技术门槛较高。此外，随着 MLCC 行业不断向微型化、大容量、高可靠性、低成本化方向发展，市场对于 MLCC 电子陶瓷材料的质量及技术要求也不断提高。

（2）市场壁垒

高纯纳米钛酸钡基础粉、MLCC 配方粉是 MLCC 的主要原材料，其规格、性能、粒度、纯度、均匀度分布和反应活性等均会直接影响下游 MLCC 产品的内在结构和产品质量，因此下游客户、尤其是大型优质客户，对于电子陶瓷材料产品的性能及质量要求很高，对于合格供应商的筛选需

经过长期而复杂的审查过程，并且会通过两年或以上的试用期进行判断，极为慎重。质量优质、市场口碑较好的供应商易于受到下游客户的青睐。

（3）资金壁垒

电子陶瓷材料行业、尤其是 MLCC 电子陶瓷材料行业，对于技术的要求较高，同时技术保护措施较为严密，因此在进入前期，公司需投入大规模的资金进行设备采购及技术研发。另一方面，随着下游行业对于电介质瓷料产品各方面要求的不断提高，设备更新及研发方面的投入也将随之持续增加。此外，由于国内的安全及环保标准提高，企业在安全及环保设备方面的投资也需不断增加，项目的投资成本和运营成本上升，提高了行业资金门槛。

三、公司竞争力分析

3.1 技术、产品质量优势

公司是继日本堺化学之后国内首家、全球第二家成功运用水热工艺批量生产纳米钛酸钡粉体的厂家，也是中国大陆地区规模最大的批量生产 MLCC 配方粉的厂家。公司应用水热法生产高纯度、纳米级钛酸钡填补了国内电子陶瓷材料行业的空白，打破了日本在这一领域长期的垄断地位，改变了我国在高端钛酸钡及配方粉领域长期以来严重依赖进口的现状，为我国 MLCC 行业的发展奠定了基础。公司生产的产品品质均超过国家标准中对同类产品的相关要求，位居国内前列。公司同时具备钛酸钡基础粉及 MLCC 配方粉的生产能力，掌握了在基础化工原料的基础上进行 MLCC 电子陶瓷材料生产的一系列工艺，并自主拥有上述生产工艺的知识产权。

3.2 客户市场优势

拥有优质客户群，主要客户经营稳定、需求旺盛。公司的主要客户包括风华高科、深圳宇阳、潮州三环、韩国三星电机、韩国三和、美国 JDI、台湾禾伸堂等，在通过细致的审查选定供应商后，MLCC 厂商倾向于与供应商保持长期而良好的合作关系。

目前全球主要的 MLCC 生产国包括日本、韩国和台湾，日本村田、韩国三星电机等均为国际一线 MLCC 厂家，技术水平较高、经营业绩稳定、产品市场占有率较高。公司每年向韩国三星电机销售配方粉逐步增加，2012 年占年度销售总额比例为 58.37%，三星是目前全球智能手机领域龙头企业，需求增速较好，公司作为上游原材料供应商可间接受益。日

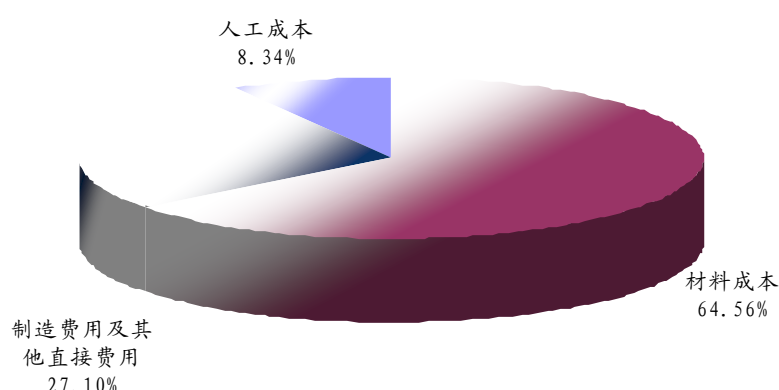
本客户拓展方面，公司已通过日本市场主要客户的产品认证体系，未来有望逐步放量。

3.3 成本优势

与国际竞争对手相比，公司的生产成本相对较低，具备较为突出的成本优势。公司管理层通过市场信息获知，**公司与日本堺化学销售的类似品质的钛酸钡基础粉，价格差距一般为 30%-50%。**

公司的成本优势主要来自于如下几方面：首先，公司注重现有技术的升级，通过生产工艺的改良及先进设备的引进，节能降耗、降低生产成本。其次，国内的钛、钡及稀土类原料相对充裕，公司所在的山东省又属国内化工原料的主要生产地，公司原材料采购成本相对较低。公司还不断引入国际先进的管理理念，通过精细化管理严格控制运营成本。此外，国内的劳动力成本相对较低，在一定程度上提升了公司产品的市场竞争力。

Figure 9 公司产品成本构成



资料来源：公司招股说明书、世纪证券研究所

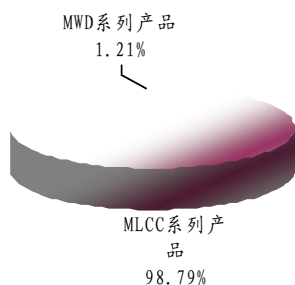
四、公司主营业务分析

公司主营业务收入及利润主要来自 MLCC 系列产品，2012 年占比为 98.5% 以上，其他为微波介质材料，**毛利率较高**，MLCC 系列产品和微波介质材料系列产品分别为 47.02% 和 55.88%。公司毛利率一直保持在较高水平的原因主要在于：1) 公司产品技术含量高，具备一定的议价能力，随

着 MLCC 市场需求的扩大, 进一步增加议价能力; 2) 公司与其他国际同业相比, 生产成本较低。而公司产品采用市场化的定价模式; 3) 随着生产规模的持续扩大, 公司单位产品成本有所下降。

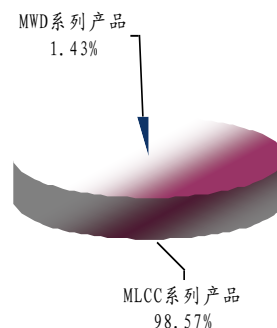
主营业务保持良好。2013 年上半年, 公司 MLCC 用配方粉销售额为 1.36 亿元, 较上年同期增长了 36.32%, 产品毛利率达到 48.71%, 同比上升 2 个百分点, 微波介质材料的销售额为 102 万元, 较上年同期增长了 33.08%, 毛利率为 41.6%, 同比下降 14 个百分点。由于上半年公司和客户处于生产阶段磨合期, 随着设备及生产工艺调试结束, 预计下半年微波介质材料有望量产, 毛利率将恢复至 50% 以上。

Figure 10 主营业务收入构成



资料来源: wind、世纪证券研究所

Figure 11 主营业务利润构成



资料来源: wind、世纪证券研究所

五、公司财务分析

盈利及成长能力较好。近年来, 公司毛利率与净利率均维持在较高的水平, 毛利率为 47% 以上, 净利率为 30% 左右; 2010 年开始, 下游 MLCC 行业受惠于电子消费品行业的复苏, 对于电子陶瓷材料的需求不断增大。公司 2010 年的订单量大幅增长, 2010 年销售收入较上年提升 85.74% 公司营业收入持续较快增长。

2013 年前三季度公司生产和规模继续保持高速增长态势, 且第三季度的盈利水平有加快的趋势。公司前三季度累计实现销售收入 1.96 亿元, 同比增长 33%, 归属上市公司净利 5395 万, 同比增长 31%, 三季度单季度实现营业收入 5882 万, 同比增长 25.8%, 归属净利润 1772 万, 同比增长 44.6%。

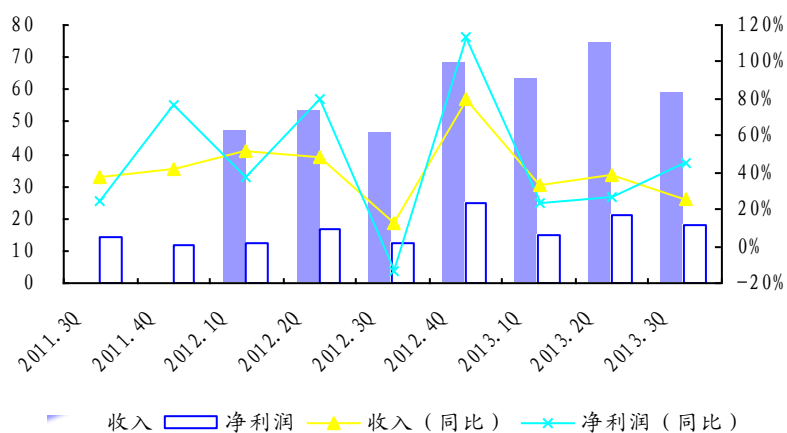
公司运营能力保持较好状态。公司的应收账款周转率保持在较高水平, 应收账款流动性较高, 短期偿债能力较强; 公司实行存货从生产计划到销售的全过程优化控制, 存货管理高效, 变现能力较强。

Figure 12 公司近年来财务数据一览

| 财务指标 | | 2010 | 2011 | 2012 | 2013. 3Q |
|------|------------|---------|---------|--------|----------|
| 盈利能力 | 毛利率% | 52.58 | 49.69 | 47.13 | 48.66 |
| | 净利率% | 30.90 | 29.99 | 30.70 | 26.35 |
| | ROE | 45.03 | 41.63 | 19.42 | 6.37 |
| | 期间费用率 | 19.66 | 19.31 | 12.70 | 16.98 |
| 营运能力 | 存货周转率（次） | 1.83 | 1.80 | 2.15 | 1.10 |
| | 应收账款周转率（次） | 7.94 | 7.77 | 6.91 | 2.80 |
| | 总资产周转率（次） | 0.74 | 0.71 | 0.51 | 0.22 |
| 偿债能力 | 流动比例 | 1.04 | 1.02 | 8.04 | 8.37 |
| | 速动比例 | 0.64 | 0.52 | 6.85 | 6.84 |
| | 资产负债率% | 53.59 | 45.52 | 9.28 | 8.23 |
| 成长能力 | 营业收入增长率 | 85.74% | 169.81% | 46.81% | 32.97% |
| | 营业利润增长率 | 103.87% | 170.03% | 64.81% | 23.43% |
| | 净利润增长率 | 114.22% | 201.96% | 50.32% | 30.92% |

资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 13 公司单季度财务指标



资料来源：wind、世纪证券研究所

六、未来业绩增长点

6.1 募投陶瓷电容器用粉体材料项目即将投产

公司募投在建项目“年产 1500 吨多层陶瓷电容器用粉体材料项目”已经接近基本完工状态，预计今年四季度有望正式投产。若新建项目全部达产，届时公司产能将达到 4000 吨/年，业绩将有显著提升。基于公司

稳定的客户关系和良好的销售渠道，预计公司新增产能顺利消化，公司作为国内 MLCC 电子陶瓷材料市场的主要参与者，技术实力较强、产品品质优异，在商业谈判中具有一定的议价能力，产品毛利率基本维持稳定为 48% 左右。据山东省工程咨询院测算，项目完全投产后将实现年销售收入 1.39 亿元，按照企业所得税率 25% 计算，项目年均税后利润为 3,620.77 万元。

6.2 微波介质陶瓷材料有望助推未来业绩增长

国内市场供不应求，市场前景较好。微波介质陶瓷主要用于用作谐振器、滤波器、介质天线、介质导波回路等微波元器件。可用于移动通讯、卫星通讯和军用雷达等方面，由于技术上的差距，2010 年国内微波介质陶瓷材料还有一半左右需要进口，市场处于供不应求的局面。预计随着我国微波介质陶瓷技术的进步和国外产能的转移，我国微波介质陶瓷器件产量有望在未来五年维持 15-20% 的增长。

公司有望分享行业增长，公司运用现有工艺流程及装备，基于本重叠的客户群成功开拓微波介质陶瓷材料，2011 年开始逐步实现收益，2013 年上半年，公司该项业务收入约为 74 万元，同比增长 33.08%，毛利率为 41.6%，预计随着与客户磨合期的结束，微波介质材料生产步入规模化生产后，毛利率将逐步提升。

6.3 业绩增长新空间：进军陶瓷墨水，探索 3D 打印

陶瓷墨水市场规模和进口替代空间大。陶瓷喷墨打印技术以其着色自然、性能稳定等优势，将逐步取代平板印花和辊筒印花等传统的陶瓷印花方式，代表了陶瓷工业着色技术未来发展的主要方向。目前陶瓷墨水国际市场被 Ferro、Torrecid 等公司垄断，我国 95% 的市场份额依赖进口，国内年需求量在 2 万吨左右，市场规模可达到 30 亿元，由于陶瓷喷墨技术在国内正爆发增长，在未来的三至五年国内的陶瓷墨水年需求将达到 3-5 万吨以上，销售产值可达 45-75 亿元的规模。

优势互补，进军陶瓷墨水，探索 3D 打印材料。2013 年 12 月 24 日，公司发布公告：拟与佛山市康立泰无机化工有限公司共同合资设立“山东国瓷康立泰新材料科技有限公司”（简称“国瓷康立泰”）。合资公司主要进行陶瓷色釉料、陶瓷墨水、3D 打印材料的研发及产业化。公司持有合资公司 60% 的股权。

陶瓷喷墨印刷的关键技术是陶瓷墨水的制备，陶瓷墨水制备的核心技术在于超细陶瓷粉体的制备及其在溶剂中的稳定分散，公司目前主要生产纳米级别的 MLCC 配方粉，同属超细陶瓷材料领域。我们预计未来凭借

合资公司是公司技术优势与康立泰渠道优势，合资公司陶瓷墨水将逐步实现进口替代。由于陶瓷喷墨打印的分层原理与 3D 打印类似，预计公司借此积极探索进入 3D 打印材料领域。

七、盈利预测及投资评级

7.1 关键假设条件

- 1) “年产 1500 吨多层陶瓷电容器用粉体材料项目”预计 2013 年四季度正式投产；
- 2) MLCC 系列配方粉产品价格参照 2012 年水平略有波动；
- 3) 由于“国瓷康立泰”合资公司项目的实施进程和时间，产能规划及资产评估尚未明确，暂不考虑其影响；
- 4) MWD 系列产品参照 2013 年中期毛利率水平略有提升；

Figure 14 盈利预测关键假设

| MLCC 系列配方粉 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 销量 (吨) | 451 | 1046 | 1380 | 2200 | 2900 | 4000 | 5000 |
| 单位价格 (万元/吨) | 12.08 | 9.67 | 10.58 | 9.69 | 9.69 | 9.59 | 9.88 |
| 营业收入(百万元) | 54.46 | 101.16 | 146.04 | 213.12 | 280.94 | 383.62 | 493.92 |
| 同比 | | 85.74% | 44.37% | 45.93% | 31.82% | 36.55% | 28.75% |
| 毛利率 | 49.12% | 52.58% | 49.62% | 47.02% | 48.00% | 48.00% | 48.50% |
| MWD 系列产品 | | | | | | | |
| 营业收入(百万元) | | | 0.90 | 2.61 | 3.47 | 4.68 | 6.32 |
| 同比 | | | | 189.67% | 33.00% | 35.00% | 35.00% |
| 毛利率 | | | 59.80% | 55.88% | 42% | 45% | 50% |

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

我们预计公司 2013-2015 年的净利润分别为 85/109/139 百万元，对应每股收益分别为 0.68/0.87/1.11 元。对应 2013 年 12 月 31 日收盘价 (31.72 元) 的动态市盈率分别为 46.40/36.32/28.51 倍。与国内电子化学品上市公司估值均值比较略高，但考虑公司现有产品终端市场前景较好，新成立的合资公司产品需求增长可期，可享有一定的估值溢价，首次给予公司“增持”评级。

Figure 15 国内可比上市公司估值

| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价 | EPS | | | | PE | | | |
|-----------|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 002326.SZ | 永太科技 | 12.27 | 0.27 | 0.13 | 0.18 | 0.37 | 45.82 | 94.38 | 68.17 | 33.16 |
| 002643.SZ | 烟台万润 | 13.33 | 0.40 | 0.48 | 0.62 | 0.78 | 33.63 | 27.95 | 21.35 | 17.14 |
| 300037.SZ | 新宙邦 | 18.81 | 0.76 | 0.74 | 0.91 | 1.21 | 24.81 | 25.43 | 20.60 | 15.49 |

| | | | | | | | | | | |
|-----------|------|-------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 300285.SZ | 国瓷材料 | 31.72 | 0.53 | 0.68 | 0.87 | 1.11 | 59.76 | 46.40 | 36.32 | 28.51 |
|-----------|------|-------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|

资料来源：wind、世纪证券研究所

八、风险因素分析

- 1) 市场拓展情况低于预期;
- 2) 主要客户集中，汇率波动风险。

九、附件：三大报表

Figure 16 公司三大财务报表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元 | | | | | 单位: 百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 会计年度 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 流动资产 | 396 | 495 | 589 | 663 | 营业收入 | 216 | 284 | 388 | 500 |
| 现金 | 289 | 334 | 376 | 393 | 营业成本 | 114 | 148 | 202 | 258 |
| 应收账款 | 39 | 47 | 66 | 86 | 营业税金及附加 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| 其他应收款 | 2 | 5 | 7 | 8 | 营业费用 | 9 | 12 | 16 | 20 |
| 预付账款 | 2 | 7 | 8 | 10 | 管理费用 | 22 | 31 | 42 | 54 |
| 存货 | 59 | 88 | 116 | 147 | 财务费用 | -4 | -1 | 5 | 10 |
| 其他流动资产 | 6 | 14 | 15 | 20 | 资产减值损失 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 非流动资产 | 215 | 369 | 420 | 536 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 116 | 262 | 334 | 434 | 营业利润 | 72 | 93 | 120 | 155 |
| 无形资产 | 27 | 31 | 37 | 43 | 营业外收入 | 6 | 5 | 6 | 6 |
| 其他非流动资产 | 72 | 75 | 50 | 59 | 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 611 | 864 | 1009 | 1199 | 利润总额 | 77 | 98 | 126 | 160 |
| 流动负债 | 49 | 178 | 188 | 214 | 所得税 | 11 | 13 | 17 | 21 |
| 短期借款 | 0 | 80 | 100 | 100 | 净利润 | 66 | 85 | 109 | 139 |
| 应付账款 | 25 | 31 | 43 | 54 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 25 | 67 | 46 | 60 | 归属母公司净利润 | 66 | 85 | 109 | 139 |
| 非流动负债 | 7 | 59 | 109 | 169 | EBITDA | 78 | 107 | 150 | 198 |
| 长期借款 | 0 | 50 | 100 | 160 | EPS (元) | 0.53 | 0.68 | 0.87 | 1.11 |
| 其他非流动负债 | 7 | 9 | 9 | 9 | 主要财务比率 | | | | |
| 负债合计 | 57 | 237 | 297 | 383 | 会计年度 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 成长能力 | | | | |
| 股本 | 62 | 125 | 125 | 125 | 营业收入 | 46.8% | 31.8% | 36.5% | 28.8% |
| 资本公积 | 362 | 300 | 300 | 300 | 营业利润 | 64.8% | 29.2% | 29.5% | 28.9% |
| 留存收益 | 130 | 203 | 287 | 392 | 归属于母公司净利润 | 50.3% | 28.8% | 27.8% | 27.4% |
| 归属母公司股东权益 | 554 | 627 | 712 | 816 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 611 | 864 | 1009 | 1199 | 毛利率(%) | 47.1% | 47.9% | 48.0% | 48.5% |
| 现金流量表 | | | | | 净利率(%) | 30.7% | 30.0% | 28.1% | 27.8% |
| 单位: 百万元 | | | | | ROE(%) | 11.9% | 13.6% | 15.3% | 17.0% |
| 会计年度 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | ROIC(%) | 21.3% | 19.0% | 20.2% | 20.8% |
| 经营活动现金流 | 36 | 82 | 88 | 148 | 偿债能力 | | | | |
| 净利润 | 66 | 85 | 109 | 139 | 资产负债率(%) | 9.3% | 27.4% | 29.5% | 31.9% |
| 折旧摊销 | 10 | 15 | 25 | 33 | 净负债比率(%) | 0.00% | 54.94% | 67.30% | 67.89% |
| 财务费用 | -4 | -1 | 5 | 10 | 流动比率 | 8.04 | 2.79 | 3.12 | 3.09 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 速动比率 | 6.85 | 2.29 | 2.51 | 2.41 |
| 营运资金变动 | -42 | -5 | -62 | -33 | 营运能力 | | | | |
| 其他经营现金流 | 6 | -12 | 10 | -1 | 总资产周转率 | 0.51 | 0.39 | 0.41 | 0.45 |
| 投资活动现金流 | -65 | -155 | -86 | -147 | 应收账款周转率 | 7 | 6 | 6 | 6 |
| 资本支出 | 66 | 150 | 80 | 140 | 应付账款周转率 | 5.65 | 5.37 | 5.51 | 5.32 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标 (元) | | | | |
| 其他投资现金流 | 0 | -5 | -6 | -7 | 每股收益(最新摊薄) | 0.53 | 0.68 | 0.87 | 1.11 |
| 筹资活动现金流 | 290 | 119 | 40 | 16 | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.29 | 0.66 | 0.71 | 1.19 |
| 短期借款 | -73 | 80 | 20 | 0 | 每股净资产(最新摊薄) | 4.44 | 5.03 | 5.70 | 6.54 |
| 长期借款 | 0 | 50 | 50 | 60 | 估值比率 | | | | |
| 普通股增加 | 16 | 62 | 0 | 0 | P/E | 59.76 | 46.40 | 36.32 | 28.51 |
| 资本公积增加 | 351 | -62 | 0 | 0 | P/B | 7.14 | 6.31 | 5.56 | 4.85 |
| 其他筹资现金流 | -4 | -11 | -30 | -44 | EV/EBITDA | 47 | 34 | 24 | 19 |
| 现金净增加额 | 261 | 46 | 42 | 16 | | | | | |

资料来源：天软、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.