



谨慎
买入

13%↑

目标价格: 人民币42.47

原目标价格: 人民币 26.19

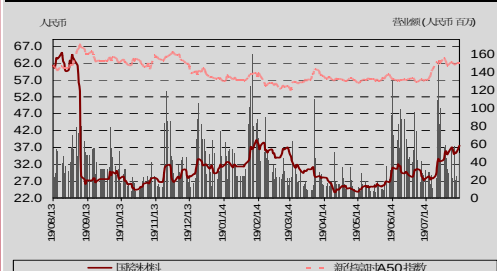
300285.CH

价格: 人民币 37.50

目标价格基础: 40 倍 15 年市盈率

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	18.2	35.6	55.3	(36.8)
相对新华富时 A50 指数	15.7	27.0	46.6	(38.9)

发行股数(百万)	126
流通股(%)	26
流通股市值(人民币 百万)	1,210
3 个月日均交易额(人民币 百万)	42
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
东营市盈泰石油科技有限公司	19.13

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2014 年 8 月 18 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

苏文杰

(8610) 6622 9389

wenjie.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511050001

国瓷材料

纳米级复合氧化锆、新型陶瓷材料有望成为公司新的亮点及增长点

2014 年上半年公司实现营业收入 1.5 亿元, 同比提高 7.6%; 归属母公司净利润 2,644 万元, 同比下降 27.0%; 实现每股收益为 0.21 元。2014 年上半年公司综合毛利率为 37.17%, 同比下降 11.49 个百分点, 同期净利率为 19.21%, 同比下降 7.14 个百分点。2012 年 9 月份以来, 日元不断贬值。公司为了进一步巩固产品的性价比优势, 扩大市场占有率, 年初对原有 MLCC 系列产品采取了主动降价策略, 公司上半年毛利率大幅下降主要是由于 MLCC 系列产品价格下降。随着公司纳米级复合氧化锆、新型陶瓷材料逐渐放量, 公司产品有望出现新的亮点及增长点, 我们给予其 40 倍 2015 年预期市盈率, 目标价上调到 42.47 元, 维持谨慎买入评级。

支撑评级的要点

- 2012 年 9 月份以来, 日元不断贬值, 人民币兑日元汇率从当时的 12.3 贬到目前的 16.7, 贬值幅度达到 36%。2013 年上半年人民币兑日元汇率为 15.4, 今年上半年汇率 16.6, 贬值幅度 7.7%。受日元大幅贬值的影响, 公司为了进一步巩固产品的性价比优势, 扩大市场占有率, 年初对原有 MLCC 系列产品采取了主动降价策略, 根据产品规格不同价格下降幅度不等。
- 公司自行研发的新产品纳米复合氧化锆年初已投入中试生产, 中试生产的设计规模为 200 吨/年, 为了扩大市场份额, 进一步抢占市场先机, 计划扩产规模为 1,500 吨/年。2014 年上半年公司纳米级复合氧化锆收入 481 万元。子公司国瓷康立泰主要生产陶瓷墨水、陶瓷色料、陶瓷釉料等, 隶属于建筑陶瓷行业。2014 年上半年建筑陶瓷系列产品收入 3,616 万元。

评级面临的主要风险

- MLCC 产品价格跌幅超预期; 新产品市场开拓不达预期。

估值

- 我们预计公司 2014-2016 年每股收益分别为 0.67 元、1.06 元和 1.39 元, 考虑到纳米级复合氧化锆、新型陶瓷材料逐渐放量, 我们给予公司 2015 年 40 倍的市盈率, 目标价从 26.19 元上调为 42.47 元, 维持谨慎买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	216	266	332	526	692
变动(%)	47	23	25	58	32
净利润(人民币 百万)	66	79	85	134	176
全面摊薄每股收益(人民币)	0.526	0.624	0.670	1.062	1.394
变动(%)	50.3	18.6	7.2	58.6	31.3
核心每股收益(人民币)	0.494	0.535	0.680	1.077	1.415
变动(%)	61.0	8.3	27.0	58.5	31.3
全面摊薄市盈率(倍)	71.3	60.1	56.0	35.3	26.9
核心市盈率(倍)	75.9	70.1	55.2	34.8	26.5
每股现金流量(人民币)	0.58	0.38	0.71	0.73	1.00
价格/每股现金流量(倍)	64.3	98.0	52.8	51.4	37.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.1	52.7	40.3	25.4	19.1
每股股息(人民币)	0.003	0.003	0.149	0.100	0.100
股息率(%)	0.0	0.0	0.4	0.3	0.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

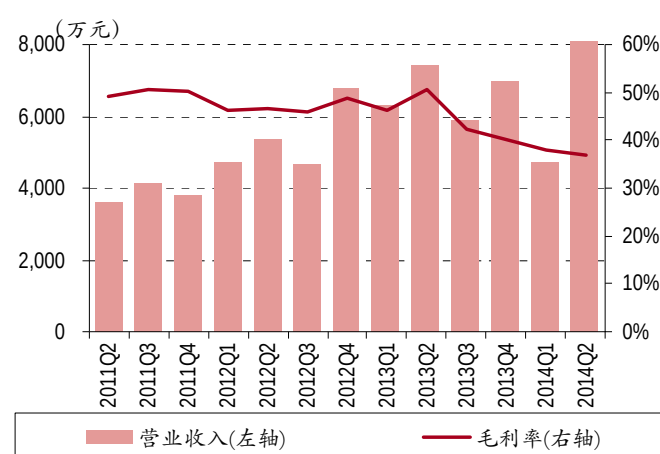
2014 年上半年经营情况分析

2014 年上半年公司实现营业收入 1.5 亿元，同比提高 7.6%；归属母公司净利润 2,644 万元，同比下降 27.0%；实现每股收益为 0.21 元。2014 年上半年公司综合毛利率为 37.18%，同比下降 11.49 个百分点，同期净利率为 17.86%，同比下降 7.14 个百分点。公司上半年毛利率大幅下降主要是由于 MLCC 系列产品价格下降。

2012 年 9 月份以来，日元不断贬值，人民币兑日元汇率从当时的 12.3 日元/人民币贬到目前的 16.7 日元/人民币，贬值幅度达到 36%。2013 年上半年人民币兑日元汇率为 15.4，今年上半年汇率 16.6，贬值幅度 7.7%。受日元大幅贬值的影响，公司为了进一步巩固产品的性价比优势，扩大市场占有率，年初对原有 MLCC 系列产品采取了主动降价策略，根据产品规格不同价格下降幅度不等，目前价格保持平稳。

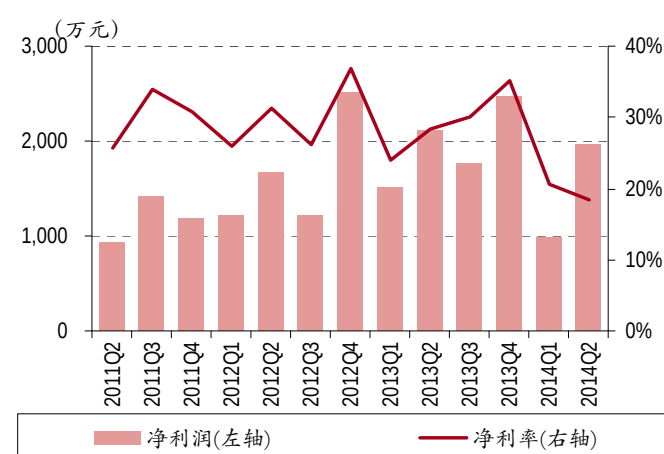
2014 年 2 季度公司实现营业收入 1.01 亿元，同比提高 35.4%，环比提高 113%；归属母公司净利润 1,965 万元，同比下降 7.1%，环比提高 101%；实现每股收益为 0.13 元。2014 年 2 季度公司综合毛利率为 36.86%，同比大幅下降 13.67 个百分点，同期净利率 18.51%，同比大幅下降 9.89 个百分点。2 季度毛利率同比大幅下降主要是因为日元贬值所导致的 MLCC 系列产品降价。

图表 1. 分季度收入、毛利率情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 2. 分季度净利润、净利率情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

纳米级复合氧化锆、新型陶瓷材料有望成为公司新的增长点

公司的原来主营业务为生产、销售电子陶瓷粉体材料，主要应用于多层陶瓷电容器的制造；2014 年初，公司自主研发的新产品纳米级复合氧化锆产品进入中试阶段，该产品广泛应用于光纤插件、齿科、氧传感器、燃料电池、陶瓷切削工具、磨介、热喷涂等领域，是特种陶瓷不可替代的一种原材料。国瓷材料是目前国内第一家成功运用水热工艺批量生产高纯超细纳米复合氧化锆粉体的厂家，能够为客户提供完整的全系列产品以满足各类客户的不同需求，带动了公司客户基础的不断扩大，另一方面国瓷材料具有低成本控制能力，凭借国内充足的原材料供应优势，产品性价比优势显著放大，高纯超细纳米复合氧化锆粉体的市占率将逐步增加。

公司自行研发的新产品纳米复合氧化锆年初已投入中试生产，中试生产的设计规模为 200 吨/年，为了扩大市场份额，进一步抢占市场先机，公司利用自有资金进行纳米复合氧化锆项目的扩产，目前计划扩产规模为 1,500 吨/年。2014 年上半年公司纳米级复合氧化锆收入 481 万元。

公司控股子公司——山东国瓷康立泰新材料科技有限公司主要生产陶瓷墨水、陶瓷色料、陶瓷釉料等，隶属于建筑陶瓷行业。2014 年上半年建筑陶瓷系列产品收入 3,616 万元。

陶瓷墨水是伴随陶瓷喷墨打印技术出现的一种新型陶瓷上色材料，陶瓷喷墨打印技术以其着色自然、性能稳定等技术优势，将逐步取代平板印花和辊筒印花等传统的陶瓷印花方式，成为陶瓷工业着色技术未来发展的主要方向。陶瓷喷墨技术在陶瓷生产应用方面具有显著优势，改变了传统的接触式压力印花，不与砖面接触，大幅度降低印花缺陷，可以生产出图案变化较大、较自然的产品，提高产品整体质量和档次，使陶瓷印刷得以实现数码化和个性化的功能；还可实现快速的产品研发，灵活处理各种不同批量及不同品种的订单节省成本，缩短生产周期，减少浪费且更清洁更环保。目前公司已经拥有佛山和东营两个生产基地，全线采用进口设备，生产的高品质墨水可以和任何机器、喷头都有良好的兼容性，保证无间歇转换，且已涵盖国内外各品牌的喷墨打印机机器及喷头。

公司估值

我们预计公司 2014-2016 年每股收益分别为 0.67 元、1.06 元和 1.39 元。按照 2014 年 8 月 18 日收盘价 37.50 元计算，对应的动态市盈率分别为 56.0 倍、35.3 倍和 26.9 倍。考虑到公司在 MLCC 配方粉方面成本技术优势以及公司进军新型陶瓷材料的预期，我们给予公司 2015 年 40 倍的市盈率，目标价从 26.19 元上调为 42.47 元，维持 **谨慎买入** 评级。

图表 3.14 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2013 年中报	2014 年中报	同比变动(%)
一、营业总收入	137.52	148.02	7.64
营业收入	137.52	148.02	7.64
二、营业总成本	96.10	118.08	22.87
营业成本	70.61	92.99	31.70
营业税金及附加	1.15	0.91	(20.87)
销售费用	3.91	3.43	(12.28)
管理费用	19.67	22.26	13.17
财务费用	(0.22)	(2.40)	990.91
资产减值损失	0.99	0.88	(11.11)
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益			
投资净收益			
汇兑净收益			
四、营业利润	41.42	29.94	(27.72)
加：营业外收入	0.76	3.36	342.11
减：营业外支出	0.08	0.00	(100.00)
五、利润总额	42.09	33.30	(20.88)
减：所得税	5.86	4.87	(16.89)
加：未确认的投资损失			
六、净利润	36.23	28.43	(21.53)
减：少数股东损益		1.99	
归属于母公司所有者的净利润	36.23	26.44	(27.02)
七、每股收益：			
(一) 基本每股收益(元)	0.29	0.21	(27.02)
(二) 稀释每股收益(元)	0.29	0.21	(27.02)
主要指标(%)			
营业利润率	48.65	37.18	
息税前利润率	30.12	20.23	
净利润率	26.35	17.86	

资料来源：公司数据、中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	216	266	332	526	692
销售成本	(114)	(147)	(191)	(306)	(403)
经营费用	(23)	(34)	(31)	(47)	(64)
息税折旧前利润	79	85	111	173	224
折旧及摊销	(10)	(13)	(15)	(20)	(25)
经营利润(息税前利润)	69	72	95	153	200
净利息收入/(费用)	4	7	5	7	8
其他收益/(损失)	5	13	(1)	(2)	(3)
税前利润	77	92	99	157	205
所得税	(11)	(13)	(14)	(23)	(30)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	66	79	85	134	176
核心净利润	62	67	86	136	179
每股收益(人民币)	0.526	0.624	0.670	1.062	1.394
核心每股收益(人民币)	0.494	0.535	0.680	1.077	1.415
每股股息(人民币)	0.003	0.003	0.149	0.100	0.100
收入增长(%)	47	23	25	58	32
息税前利润增长(%)	38	4	33	60	31
息税折旧前利润增长(%)	41	8	30	56	30
每股收益增长(%)	50	19	7	59	31
核心每股收益增长(%)	61	8	27	59	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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	77	92	99	157	205
折旧与摊销	10	13	15	20	25
净利息费用	(4)	(7)	(5)	(7)	(8)
运营资本变动	(42)	(57)	(5)	(56)	(65)
税金	(11)	(13)	(14)	(23)	(30)
其他经营现金流	6	20	0	0	(1)
经营活动产生的现金流	36	48	90	92	126
购买固定资产净值	(66)	(117)	(20)	(20)	(20)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	5	0	0	0
投资活动产生的现金流	(65)	(112)	(20)	(20)	(20)
净增权益	376	21	0	0	0
净增债务	(73)	0	0	0	0
支付股息	(1)	0	0	(19)	(13)
其他融资现金流	(12)	(12)	5	7	9
融资活动产生的现金流	290	9	5	(12)	(3)
现金变动	261	(55)	75	60	103
期初现金	12	273	218	292	352
公司自由现金流	(24)	(64)	75	79	114
权益自由现金流	(98)	(64)	75	79	114

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	289	226	283	350	454
应收帐款	49	99	91	141	196
库存	59	76	96	153	202
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	396	402	469	644	852
固定资产	188	302	307	307	303
无形资产	27	25	25	25	25
其他长期资产	0	1	1	1	2
长期资产总计	215	328	333	333	330
总资产	611	730	803	978	1,182
应付帐款	43	62	66	117	155
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	7	4	5	7	8
流动负债总计	49	66	71	123	163
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	7	11	12	13	13
股本	62	126	126	126	126
储备	492	523	588	710	874
股东权益	554	648	715	836	1,000
少数股东权益	0	4	4	5	6
总负债及权益	611	730	803	978	1,182
每股帐面价值(人民币)	8.88	5.15	5.65	6.62	7.91
每股有形资产(人民币)	8.45	4.95	5.45	6.41	7.65
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.62)	(1.80)	(2.24)	(2.77)	(3.59)

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	36.5	32.0	33.3	32.9	32.4
息税前利润率(%)	31.9	27.0	28.7	29.0	28.9
税前利润率(%)	35.9	34.4	29.8	29.9	29.6
净利率(%)	30.7	29.5	25.5	25.5	25.5
流动性					
流动比率(倍)	8.0	6.1	6.6	5.2	5.2
利息覆盖率(倍)	46.9	23.6	56.0	84.2	91.4
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	6.8	4.9	5.2	4.0	4.0
估值					
市盈率(倍)	71.3	60.1	56.0	35.3	26.9
核心业务市盈率(倍)	75.9	70.1	55.2	34.8	26.5
目标价对应核心业务市	85.9	79.3	62.5	39.4	30.0
盈率(倍)					
市净率(倍)	4.2	7.3	6.6	5.7	4.7
价格/现金流(倍)	64.3	98.0	52.8	51.4	37.6
企业价值/息税折旧前利	26.1	52.7	40.3	25.4	19.1
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	170.1	167.1	163.5	148.3	160.4
应收帐款周转天数	73.6	101.6	104.4	80.5	89.0
应付帐款周转天数	51.5	71.8	70.5	63.6	71.7
回报率					
股息支付率(%)	0.3	0.6	22.3	9.4	7.1
净资产收益率(%)	19.4	13.1	12.4	17.3	19.2
资产收益率(%)	13.9	9.2	10.6	14.7	15.8
已运用资本收益率(%)	19.6	13.5	14.9	20.6	22.8

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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士，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 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