

功能材料行业

报告原因：半年报公布

2014 年 8 月 21 日

市场数据：2014 年 8 月 21 日

收盘价（元）	35.12
一年内最高/最低（元）	22.86/40.20
市净率	6.65
股息率	-
流通 A 股市值（百万元）	1133.11

基础数据：2014 年 6 月 30 日

每股净资产（元）	5.28
资产负债率%	16.27
总股本/流通 A 股（百万）	126.44/32.26
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

相关研究

2013 年半年报点评：管理费用削弱利润，产品结构优化配合客户需求有望提升盈利能力

2013 年季报点评：保守经营优化回款，国内市场回暖丰富客户结构

调研简报：客户开发进入收获期，多因素促竞争格局调整

研究员：裴云鹏

投资咨询证书编号：S0760511010009

peiyunpeng@sxzq.com

助理研究员：张良

投资咨询证书编号：S0760514050005

zhangliang@sxzq.com 021-38529769

地址：上海浦东新区源深路 1088 号 7 层

销售联系人：张小玲

zhangxiaoling@sxzq.com 0351-8686990

http://www.i618.com.cn

一年内公司股价与大盘对比走势：



国瓷材料

(300285)

增持

多元化发展规避风险，延伸下游助力新产品

维持评级

半年目标价：28.76-38.92 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	266.4	146.7	78.6	0.62	56.2
2013E	356.6	222.9	79.0	0.63	56.2
2014E	507.0	323.7	99.8	0.79	44.5
2015E	673.0	419.8	142.1	1.12	31.2

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- 公司 2014 年半年报显示：2014 年上半年营业收入 1.48 亿元，营业成本 0.93 亿元，实现归属母公司净利润 0.28 亿元，同比分别增长 7.64%、31.71%和-21.54%。
- 核心业务海外市场部分受汇率波动负面影响。国产产品的价格优势在经历了 2013 年的日元兑人民币汇率大幅下挫后只能通过主动降价压缩利润来保住市场份额。2014 年上半年，公司 MLCC 毛利率较去年同期下降 10.13 个百分点，MLCC 销售收入同比下降 22.11%。
- 进一步推进多元化市场规避单一化风险。公司在 2014 年以前的产品结构较为单一，再加上 MLCC 下游客户相对集中。公司通过加强多个市场的开拓来规避大客户所在市场的日元贬值风险。
- 产品多元化有望为增长提供新兴动力。在 MLCC 产品受到汇率波动风险影响下，公司积极开拓新产品陶瓷墨水，优化产品结构，多元化发展规避单一产品带来的风险。
- 注浆形式积极开拓下游渠道。公司预计结合佛山和东营的生产设备，完成所有产能调适后的产能将达到 300 吨/月。通过注浆形式积极开拓下游陶瓷企业康立泰。国瓷康立泰的另一大股东佛山康立泰主营陶瓷制品和工艺品。
- 进口替代产品利润空间趋于稳定。2014 年上半年，公司的陶瓷墨水产品销售收入 3615.51 万元，毛利率 32.91%。据公司透露，目前进口陶瓷墨水价格为 15 万元/吨左右，国产陶瓷墨水价格为 10 万元/吨左右，毛利水平基本回归合理区间，但不排除产能放量后开拓市场有进一步小幅降价可能。
- 我们预测公司 2014-2016 年 EPS 为 0.63、0.79、1.12 元，公司经历了 2013 年日元贬值对主营业务的冲击后积极多元化发展，不仅在核心业务市场开拓多个海外市场，还在产品结构上优化推新；陶瓷墨水业绩在上半年已经初步释放，市场空间可期，但国内竞争者新上产能高峰将集中在 2014 年，今年的市场份额竞争非常关键，将决定国内陶瓷墨水的竞争地位排序，公司的合作对象在业内已经具有一定技术和市场基础；我们给予 48 倍市盈率及“增持”评级，半年目标价 28.76-38.92 元。

- **核心业务海外市场部分受汇率波动负面影响。**公司在产品结构较为单一的情况下，产品下游日本市场占比高，国产产品的价格优势在经历了 2013 年的日元兑人民币汇率大幅下挫后只能通过主动降价压缩利润来保住市场份额。2014 年上半年，公司 MLCC 毛利率较去年同期下降 10.13 个百分点，MLCC 销售收入同比下降 22.11%。
- **进一步推进多元化市场规避单一化风险。**公司在 2014 年以前的产品结构较为单一，再加上 MLCC 下游客户相对集中。公司通过加强多个市场的开拓来规避大客户所在市场的日元贬值风险。

公司主营的片式多层陶瓷电容器 MLCC 多年来占到主营业务收入的 90%以上，公司通过 MLCC 客户的大规模开拓和放量快速扩大企业经营规模。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。由于下游产业链外置导致海外客户占比在 2012 年时达到最高的 70%以上。

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，成功进入三星、风华等大客户的供应体系，实现国产粉体的进口替代，并快速占领市场份额。

图表 1 客户开发与收入规模增长直接相关

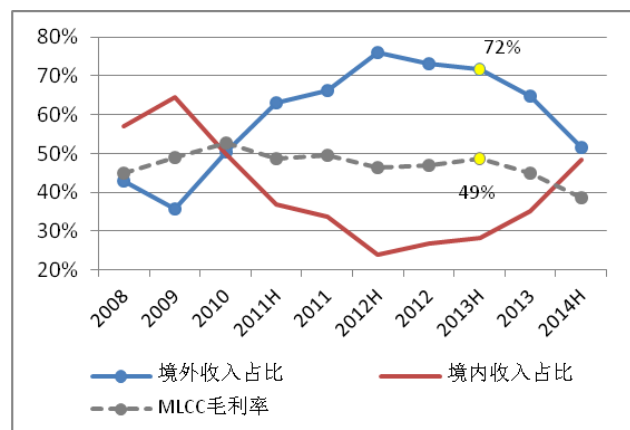
	2009	2010	2011	2012
营业收入增速	35.70%	85.74%	45.26%	46.81%
海外客户数量（家）	5	14	39	40+

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”。

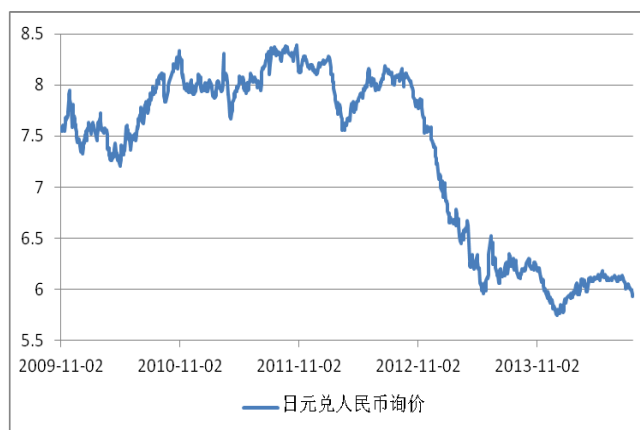
2013 年日元兑人民币汇率大幅贬值，对公司外贸出口形成较大压力。在市场份额的竞争中，国内 MLCC 产品的价格优势在日元贬值的影响下被动降价来维护原有大客户和市场份额。公司 MLCC 产品销售占比和相关营业收入增速随日元快速贬值而大幅下降，毛利率水平在过去一年中也有超过 10 个点的快速下降。公司原有的单一产品结构和客户结构导致外汇波动对公司的市场竞争地位受到一定影响。

图表 2 主营收入境内外占比格局改变



数据来源：公司公告、山西证券研究所

图表 3 日元兑人民币询价走势



数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所

所以 2013 年上半年起受日元大幅贬值推动，公司加大力度发展多元化市场，深入开拓台湾市场，采购金额大幅增加。通过比较 2012-2014 年上半年的应收账款前五大客户结构，公司通过大力发展多元化市场和客户来应对日元单边汇率波动对产品竞争优势的负面影响。2013 年，大客户台湾国巨的放量成为公司的第三大应收账款客户，为公司 MLCC 产品的增长提供了较大动力。2014 年上半年，台湾国巨应收账款同比增长 128%，三星应收账款同比下降 30%。通过应收账款的增长情况可以简单识别公司在多元化市场的努力成果，为应对单一化发展带来的风险提供了有效的防御能力。

图表 4 前五大客户应收账款结构变动 (单位：元)

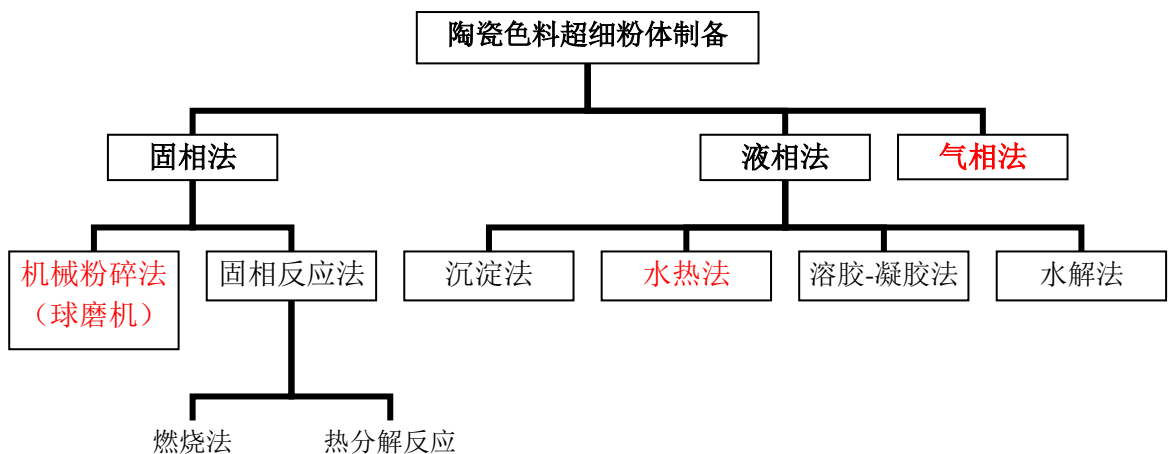
	前五名应收账款			应收账款/营业收入			应收账款增速	
	2012H	2013H	2014H	2012H	2013H	2014H	2013H	2014H
风华	17,403,820	21,161,984	26,443,958	17%	15%	18%	22%	25%
三星	16,819,490	22,916,397	15,942,009	17%	17%	11%	36%	-30%*
国巨		5,241,275	11,966,050		4%	8%		128%
天津三星			6,052,000			4%		
Walsin			1,867,679			1%		
宇阳	2,101,930	3,562,500		2%	3%		69%	
Johanson Dielectrics		1,324,591			1%			
台湾禾申堂	1,928,905			2%				
上海京瓷	1,356,250			1%				
合计	39,610,396	54,206,746	62,271,695	39%	39%	42%	37%	15%

数据来源：公司公告、山西证券研究所。

- **产品多元化有望为增长提供新兴动力。**在 MLCC 产品受到汇率波动风险影响下，公司积极开拓新产品陶瓷墨水，优化产品结构，多元化发展规避单一产品带来的风险。

陶瓷喷墨打印自 2000 年在美国兴起以来，全球范围内其仍是新兴技术。尽管截至 2011 年全球已经研发出 11 种陶瓷墨水，陶瓷墨水的彩色范围仍较窄，绚烂的红色色系、黄色色系和黑色色系陶瓷墨水仍极少见，制约了陶瓷墨水在陶瓷砖装饰上的应用。2000 年我国进入陶瓷墨水实验室研发阶段，2008 年正式进入企业研发阶段。目前我国约有近 20 家陶瓷墨水生产企业，其中具有一定规模的企业 7 家，墨水品种约有 6-8 种，规模化生产能力约 1000-2000 吨/月。我国陶瓷墨水生产企业主要围绕下游陶瓷产品聚集广东佛山，当地就有 11 家陶瓷墨水生产企业，此外在山东、江西、福建、四川等地也有部分生产企业。我国陶瓷墨水生产主要采用球磨分散法，与大多数国产厂商不同的是，公司采用水热法的工艺路线。

图表 5 陶瓷色料超细粉体制备工艺



数据来源：山西证券研究所。

- **注资形式积极开拓下游渠道。**公司预计结合佛山和东营的生产设备，完成所有产能调适后的产能将达到 300 吨/月。通过注资形式积极开拓下游陶瓷企业康立泰，2014 年初公司通过 5400 万元现金增资入股国瓷康立泰，获得其 60% 股权。其中国瓷康立泰的另一大股东佛山康立泰主营陶瓷制品和工艺品。根据公司透露，每台陶瓷喷墨打印机产能每年需要陶瓷墨水 10 吨，目前佛山康立泰目前的喷墨打印机保有量达 100 台以上，年消耗陶瓷墨水将有望达到 1000 吨以上。此外，合作方对三水康立泰 2014-2015 年净利润分别承诺 1800 万元和 3200 万元。公司不仅有效减小了陶瓷墨水新产品推出初期的产能消化和市场开拓压力；同时还对下游进行拓展，在行业内树立起标杆性示范项目。
- **进口替代产品利润空间趋于稳定。**2014 年上半年，公司的陶瓷墨水产品销售收入 3615.51 万元，毛利率 32.91%。据公司透露，目前进口陶瓷墨水价格为 15 万元/吨左右，国产陶瓷墨水价格为 10 万元/吨左右。2008-2010 年间，陶瓷墨水被进口产品占

据，其价格每年以 40% 的速度下降；直至 2010-2014 年间，随进口替代的国产产品的出现，进口墨水价格降至现在的 15 万元，价格以年均超过 20% 的速度继续下降。目前，国产产品毛利率在 30% 以上，毛利水平基本回归合理区间，但不排除产能放量后开拓市场有进一步小幅降价可能。

图表 6 陶瓷墨水价格随国产化进程下降

	2008	2010	2014
陶瓷墨水价格	100	36	15
年均复合增速		-40%	-20%

数据来源：公司公告、山西证券研究所。

图表 7 全球陶瓷墨水厂商分布及研发生产进度

厂商	国家	研发进度	生产进度
FERRO	美国	1 个专利，XAAR1001 认证	工业化大生产
TORRECID	西班牙	XAAR1001 认证	工业化大生产
ESMALGLASS-ITACA	西班牙	XAAR1001 认证	工业化大生产
COLOREBBIA	意大利	XAAR1001 认证	工业化大生产
FRITIA	西班牙		工业化大生产
CHIMIGRAF IBERICA	西班牙	XAAR1001 认证	工业化大生产
BONET	西班牙		工业化大生产
VIDRES	西班牙		工业化大生产
SALQUISA	西班牙		工业化大生产
SMALTIGERAM	意大利		工业化大生产
METCO	意大利		工业化大生产
SIGER	意大利		工业化大生产
INCO	意大利		工业化大生产
华山	中国中山		
道氏	中国佛山	4 个专利	500 吨/月
金鹰	中国佛山	佛山科技学院合作	
大鸿	中国三水	研发成功	计划推广
科信达奥斯博	中国佛山	1 个专利	
博奥科技	中国佛山	研发成功	生产成功，推广阶段
康立泰	中国三水	2 个专利	300 吨/月
天然宝杰	中国珠海	研发成功	生产成功，推广阶段
迈瑞思	中国佛山	研发成功	180-225 吨/月
明朝	中国佛山	4 个专利	生产成功，推广阶段
万兴	中国佛山	研发成功	生产成功，推广阶段
汇龙	中国淄博	研发成功	250 吨/月
三锐	中国淄博	研发阶段	未生产
永坤	中国淄博	研发成功	生产成功，推广阶段
柏华	中国佛山	研发成功	生产成功，推广阶段
华夏建筑陶瓷研发中心	中国佛山	研发阶段	未生产
高明丰霖	中国佛山	研发阶段	未生产

数据来源：山西证券研究所。



➤ 核心假设：

1. 建成新产能在 2013 年投产后在 2014 年分别达产，陶瓷墨水产能按计划达到总共 300 吨/月。
2. 康立泰业绩承诺按计划履行。
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，日本以外的海外市场进一步得到开拓。
6. 日元对人民币汇率预测期内没有大幅度反弹现象。

➤ 风险提示：

1. 公司存在多个新产品投放，存在一定推广压力。
2. 日元进一步贬值，MLCC 日本市场大客户贡献利润空间下降。
3. 陶瓷墨水推广受到全国规模产能投放压力，又正值产品推广阶段，价格和利润空间双双受到挤压。



当前股价

35.12

财务报表预测与财务指标

单位：百万

更新日期：

14/08/21

利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	215.73	266.42	356.62	507.01	673.02	现金	288.50	226.06	186.06	254.06	385.06
YOY(%)	46.8%	23.5%	33.9%	42.2%	32.7%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	114.06	146.68	222.93	323.71	419.78	应收款项净额	46.77	73.64	98.57	140.14	186.03
营业税金及附加	1.59	2.26	2.21	3.63	4.75	存货	58.65	75.64	116.35	171.28	223.39
销售费用	8.81	8.14	8.77	14.85	18.80	其他流动资产	2.09	26.17	35.03	49.80	66.11
占营业收入比(%)	4.1%	3.1%	2.5%	2.9%	2.8%	流动资产总额	396.01	401.51	436.01	615.28	860.59
管理费用	21.31	36.04	42.41	58.29	72.48	固定资产净值	116.61	184.67	218.15	250.40	281.37
占营业收入比(%)	9.9%	13.5%	11.9%	11.5%	10.8%	减：资产减值准备	(0.98)	(1.67)	(1.97)	(2.26)	(2.54)
EBIT	68.82	71.85	79.29	105.52	156.19	固定资产净额	115.63	183.00	216.18	248.13	278.82
财务费用	(3.86)	(6.67)	(3.50)	(0.78)	0.97	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-1.8%	-2.5%	-1.0%	-0.2%	0.1%	在建工程	71.93	119.34	191.11	182.20	148.68
资产减值损失	(0.98)	(1.67)	(1.20)	(1.32)	(1.34)	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	187.56	302.34	407.28	430.33	427.50
营业利润	71.71	76.85	81.59	104.98	153.89	无形资产	27.07	25.32	24.31	23.29	22.28
营业外净收入	5.67	14.74	10.32	11.02	11.40	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	77.37	91.59	91.91	116.00	165.29	其他长期资产	0.40	0.60	0.60	0.60	0.60
所得税	11.14	13.00	12.87	16.24	23.14	资产总额	611.04	729.77	868.20	1,069.51	1,310.97
所得税率(%)	14.4%	14.2%	14.0%	14.0%	14.0%	循环贷款	0.00	0.00	28.21	88.14	152.56
净利润	66.23	78.59	79.04	99.76	142.15	应付款项	42.74	61.84	95.12	140.03	182.64
占营业收入比(%)	30.7%	29.5%	22.2%	19.7%	21.1%	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	6.52	4.01	5.80	8.48	10.97
归属母公司净利润	66.24	78.59	79.04	99.76	142.15	流动负债	49.26	65.85	129.13	236.65	346.17
YOY(%)	50.3%	18.6%	0.6%	26.2%	42.5%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	1.06	0.62	0.63	0.79	1.12	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	7.47	11.48	15.49	19.50	23.51
主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	负债总额	56.73	77.33	144.62	256.15	369.68
成长能力						少数股东权益	0.00	4.00	4.00	4.00	4.00
营业收入	46.8%	23.5%	33.9%	42.2%	32.7%	股东权益	554.31	648.44	719.58	809.36	937.29
营业利润	64.8%	7.2%	6.2%	28.7%	46.6%	负债和股东权益	611.04	729.77	868.20	1,069.51	1,310.97
净利润	50.3%	18.6%	0.6%	26.2%	42.5%						
获利能力						现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
毛利率(%)	47.1%	44.9%	37.5%	36.2%	37.6%	税后利润	66.24	78.59	79.04	99.76	142.15
净利率(%)	30.7%	29.5%	22.2%	19.7%	21.1%	加：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	11.9%	12.1%	11.0%	12.3%	15.2%	公允价值变动	0.98	1.67	1.20	1.32	1.34
ROA(%)	10.8%	10.8%	9.1%	9.3%	10.8%	折旧和摊销	9.86	13.49	15.57	18.35	21.23
偿债能力						营运资金的变动	6.60	-46.85	-35.12	-59.38	-64.92
流动比率	8.04	6.10	3.38	2.60	2.49	经营活动现金流	83.68	46.90	60.69	60.05	99.79
速动比率	6.85	4.95	2.48	1.88	1.84	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	9.3%	10.6%	16.7%	24.0%	28.2%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						固定资产投资	-81.08	-125.84	-121.00	-42.00	-19.00
总资产周转率	35.3%	36.5%	41.1%	47.4%	51.3%	投资活动现金流	-81.08	-125.84	-121.00	-42.00	-19.00
应收账款周转天数	79.13	100.89	100.89	100.89	100.89	股权融资	375.65	21.16	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	200.20	201.67	201.67	201.67	201.67	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	1.06	0.62	0.63	0.79	1.12	股利分配	-7.16	-12.32	-7.90	-9.98	-14.21
每股净资产	8.88	5.15	5.69	6.40	7.41	计入循环贷款前融	368.49	8.84	-7.90	-9.98	-14.21
估值比率						循环贷款的增加/	-82.54	19.98	28.21	59.92	64.42
P/E	33.1	56.2	56.2	44.5	31.2	融资活动现金流	278.79	16.50	20.31	49.95	50.21
P/B	4.0	6.8	6.2	5.5	4.7	现金净变动额	281.39	-62.44	-40.00	68.00	131.00

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方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。