

## 功能材料行业

报告原因：三季报公布

2014 年 10 月 27 日

市场数据：2014 年 10 月 24 日

收盘价（元）	34.05
一年内最高/最低（元）	22.86/42.67
市净率	6.56
股息率	-
流通 A 股市值（百万元）	1098.59

基础数据：2014 年 9 月 30 日

每股净资产（元）	5.43
资产负债率%	14.08
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

2014 半年报点评：多元化发展规避风险，延伸下游助力新产品

2013 年半年报点评：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

投资咨询证书编号：S0760514050005

[zhangliang@sxzq.com](mailto:zhangliang@sxzq.com) 021-38529769

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](mailto:zhangxiaoling@sxzq.com)

### 一年内公司股价与大盘对比走势：



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@i618.com.cn](mailto:sxzqyjfb@i618.com.cn)。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

## 国瓷材料 (300285)

增持

核心业务利润受日元贬值拖累，深耕利基市场优化产品结构

维持评级

半年目标价：32.52-38.92 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
2013A	266.4	146.7	78.6	0.62	54.5
2014E	356.6	222.9	79.0	0.63	54.1
2015E	507.0	323.7	99.8	0.79	43.1
2016E	673.0	419.8	142.1	1.12	30.4

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

### 投资要点：

● 公司 2014 年三季报显示：2014 年前三季度营业收入 2.57 亿元，营业成本 1.59 亿元，实现归属母公司净利润 0.44 亿元，同比分别增长 30.84%、51.81% 和 -19.36%。

● 陶瓷墨水业务并表，成营收、应收增长主要原因。由于康立泰并表导致前三季度主营业务收入和应收账款分别增长 30.84%、124.77%，应收账款周转率从去年同期的 3.99 下降至 2.36。上半年 2014 年三水康立泰的业绩承诺为 1800 万元，公司持有国瓷康立泰 60% 股权，2014 年前三季度公司的少数股东损益为 432.11 万元。

● 快速引入高纯氧化铝产品，进入 LED、锂电池产业链。此类产品同公司主营 MLCC 产品同属利基市场范畴，但下游的分布却要广泛得多，有利于公司淡化 MLCC 产品带来的客户过于集中的风险，以及国内下游产业链的逐步完善带来的部分汇率风险的规避。

● 高纯氧化铝技术路线关乎市场定位。2012-2013 年该产品全球的行业龙头日本住友化学分别在日本和韩国 2 次扩建生产线，目前共拥有 4800 吨/年的高纯氧化铝产能，用于 LED 蓝宝石基板、锂电池耐热隔膜、电极涂层的生产。国内厂家分布于大连、山东、重庆等地生产规模相对较小，仅河北鹏达拥有 5000 吨/年的大规模产能。大多国产产品采用水解法，与国外技术龙头采用的高成本醇铝法相比，成本低但纯度相对住友的 99.999% 的纯度有一定差距。所以不同产品路线对应产品定位不同，从而影响定价和利润空间。

● 纳米复合氧化锆扩产丰富产品结构。公司纳米复合氧化锆 200 吨/年中试生产线年初投产至今，目前的状态已经满负荷运行，计划扩产 1500 吨/年，分两期实施。目前纳米复合氧化锆产品单价约在 20 万元/吨以上。纳米复合氧化锆下游也较为分散，有变相增韧材料、耐火材料、精细陶瓷、传感器材料、燃料电池材料、光学材料、电子基板等。

● 我们预测公司 2014-2016 年 EPS 为 0.63、0.79、1.12 元，公司通过股权收购快速进入多个利基市场，与原有大客户市场和服务模式差异较大；经营模式的逐步多元化的确能够帮助公司规避客户集中度过高的风险，但也对市场开发提出了新的挑战；预计新项目的效益最早将于 2015 年上半年显现；我们给予 52 倍市盈率及“增持”评级，半年目标价

32.52-38.92 元。

➤ 核心假设：

1. 1500 吨纳米复合氧化锆产能分两期实施，第一期于 2015 年投产，产能不超过 700 吨。
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. 康立泰业绩承诺按计划履行。
4. 暂不考虑高纯氧化铝项目带来的影响。
5. 股权激励费用按照草案计划执行摊销。
6. 客户集中度进一步随市场开发力度加强而降低。
7. 人民币兑美元、日元汇率继续延续和保持现有趋势。

➤ 风险提示：

1. 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。
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	34.05					单位: 百万						更新日期:	14/10/24
财务报表预测与财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
<b>利润表</b>													
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)		
<b>EBIT</b>	<b>68.82</b>	<b>71.85</b>	<b>79.29</b>	<b>105.52</b>	<b>156.19</b>	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		
<b>营业利润</b>	<b>71.71</b>	<b>76.85</b>	<b>81.59</b>	<b>104.98</b>	<b>153.89</b>	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		
<b>利润总额</b>	<b>77.37</b>	<b>91.59</b>	<b>91.91</b>	<b>116.00</b>	<b>165.29</b>	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	<b>资产总额</b>	<b>611.04</b>	<b>729.77</b>	<b>868.20</b>	<b>1,069.51</b>	<b>1,310.97</b>		
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		
<b>净利润</b>	<b>66.23</b>	<b>78.59</b>	<b>79.04</b>	<b>99.76</b>	<b>142.15</b>	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		
<b>归属母公司净利润</b>	<b>66.24</b>	<b>78.59</b>	<b>79.04</b>	<b>99.76</b>	<b>142.15</b>	<b>流动负债</b>	<b>49.26</b>	<b>65.85</b>	<b>129.13</b>	<b>236.65</b>	<b>346.17</b>		
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		
<b>EPS (元)</b>	<b>1.06</b>	<b>0.62</b>	<b>0.63</b>	<b>0.79</b>	<b>1.12</b>	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
<b>主要财务比率</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	其他长期负债	7.47	11.48	15.49	19.50	23.51		
<b>成长能力</b>						<b>负债总额</b>	<b>56.73</b>	<b>77.33</b>	<b>144.62</b>	<b>256.15</b>	<b>369.68</b>		
营业收入	46.8%	23.5%	33.9%	42.2%	32.7%	少数股东权益	0.00	4.00	4.00	4.00	4.00		
营业利润	64.8%	7.2%	6.2%	28.7%	46.6%	股东权益	554.31	648.44	719.58	809.36	937.29		
净利润	50.3%	18.6%	0.6%	26.2%	42.5%	<b>负债和股东权益</b>	<b>611.04</b>	<b>729.77</b>	<b>868.20</b>	<b>1,069.51</b>	<b>1,310.97</b>		
<b>获利能力</b>													
毛利率(%)	47.1%	44.9%	37.5%	36.2%	37.6%	<b>现金流量表</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>		
净利率(%)	30.7%	29.5%	22.2%	19.7%	21.1%	税后利润	66.24	78.59	79.04	99.76	142.15		
ROE(%)	11.9%	12.1%	11.0%	12.3%	15.2%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
ROA(%)	10.8%	10.8%	9.1%	9.3%	10.8%	公允价值变动	0.98	1.67	1.20	1.32	1.34		
<b>偿债能力</b>						折旧和摊销	9.86	13.49	15.57	18.35	21.23		
流动比率	8.04	6.10	3.38	2.60	2.49	营运资金的变动	6.60	-46.85	-35.12	-59.38	-64.92		
速动比率	6.85	4.95	2.48	1.88	1.84	经营活动现金流	<b>83.68</b>	<b>46.90</b>	<b>60.69</b>	<b>60.05</b>	<b>99.79</b>		
资产负债率%	9.3%	10.6%	16.7%	24.0%	28.2%	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
<b>营运能力</b>						长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
总资产周转率	35.3%	36.5%	41.1%	47.4%	51.3%	固定资产投资	-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	<b>投资活动现金流</b>	<b>-81.08</b>	<b>-125.84</b>	<b>-121.00</b>	<b>-42.00</b>	<b>-19.00</b>		
存货周转天数	200.20	201.67	201.67	201.67	201.67	长期借款的增加/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
<b>每股指标(元)</b>						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	计入循环贷款前副	368.49	8.84	-7.90	-9.98	-14.21		
<b>估值比率</b>						循环贷款的增加(:	-82.54	19.98	28.21	59.92	64.42		
<b>P/E</b>	<b>32.1</b>	<b>54.5</b>	<b>56.2</b>	<b>44.5</b>	<b>31.2</b>	<b>融资活动现金流</b>	<b>278.79</b>	<b>16.50</b>	<b>20.31</b>	<b>49.95</b>	<b>50.21</b>		
<b>P/B</b>	<b>3.8</b>	<b>6.6</b>	<b>6.2</b>	<b>5.5</b>	<b>4.7</b>	<b>现金净变动额</b>	<b>281.39</b>	<b>-62.44</b>	<b>-40.00</b>	<b>68.00</b>	<b>131.00</b>		

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](mailto: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。