



布局新产品，抓住新机遇

——国瓷材料（300285）深度报告

2016年05月23日

推荐/首次

国瓷材料 深度报告

报告摘要：

国瓷材料是国内领先的纳米无机陶瓷材料公司。公司主营产品包括：电子陶瓷材料、喷墨打印机用陶瓷墨水材料、纳米级氧化锆材料以及高纯超细氧化铝材料四大业务单元，应用领域涉及电子信息和通讯领域、建筑陶瓷、生物医药以及新能源汽车等多个方面。公司专注于高端纳米材料，产品毛利率处于40%左右的较高水平，在细分领域具备竞争优势。

- 公司发展坚持“技术+渠道”的路线，围绕优势技术扩展产品种类。凭借多年积累的技术优势和良好的合作渠道，公司在进入陶瓷墨水材料制备的2年不到的时间里，已经从一个行业新进入者跃升为国内陶瓷墨水产业的领导者之一。
- 公司积极进行产业链扩展，布局氧化锆、氧化铝系列产品。参股“爱尔创”，进入齿科陶瓷、光通讯器件行业；收购“鑫美宇”，高纯氧化铝业务起步；收购“王子制陶”，获得蜂窝陶瓷技术，进入催化剂载体行业，抓住汽车尾气排放市场的机遇。

资产规模快速增长，盈利能力稳步提升。通过自身积累和资本市场募集资金，公司2015年底总资产规模达到12亿元，较2012年实现翻倍。现金流数据显示，从2013年至今，公司仍处于快速扩张期，投资规模稳定在每年1亿元左右。

- 2016年3月非公开发行募集资金7.96亿元，其中3.9亿元用于“年产3500吨纳米级复合氧化锆材料项目”建设，3.6亿元用于“年产5000吨高纯超细氧化铝材料项目”建设。新项目将支撑公司未来的业绩增长。

公司盈利预测及投资评级：考虑到公司近几年保持了持续稳步的外延扩张步伐，预计公司2016-2018年公司营业收入将保持增长势头，到2018年公司营业收入或将达到9.74亿元，较2015年增长约83%。

- 预计公司综合毛利率水平将维持在35%-40%之间，预计公司2016-2018年EPS分别为0.51元、0.66元和0.70元，对应PE分别为65倍、50倍和47倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

财务指标预测

指标	14A	15A	16E	17E	18E
营业收入（百万元）	375	533	721	842	974
增长率（%）	40.7%	42.1%	35.4%	16.8%	15.7%
净利润（百万元）	72.4	98.3	152.3	197.3	210.7
增长率（%）	-7.9%	35.8%	54.9%	29.5%	6.8%
净资产收益率（%）	8.8%	10.7%	15.8%	17.6%	16.3%
每股收益(元)	0.50	0.34	0.51	0.66	0.70
PE	66.2	97.4	65.0	50.2	47.0
PB	5.8	10.6	10.3	8.8	7.7

目 录

1. 公司基本情况: 纳米陶瓷材料专家	4
1.1 专注纳米无机陶瓷业务, 下游应用领域广阔	4
1.2 营收持续增长, 氧化锆系列、建筑陶瓷系列产品占比上升	5
1.3 股权结构较为分散, 员工持股提升团队凝聚力	6
2. 电子陶瓷收入稳定, 氧化锆、陶瓷墨水业务高速增长	8
2.1 电子陶瓷材料收入规模稳定	8
2.2 陶瓷墨水收入迅速提升, 促进进口替代	9
2.3 氧化锆系列产品高端应用前景广阔	10
2.4 氧化铝系列产品处于储备阶段	12
2.5 融资情况及募投项目进展	14
3. “技术+渠道”的发展战略清晰, 行业处于上升期	15
3.1 技术优势: 陶瓷粉末领域技术储备丰富	15
3.2 渠道优势与产业链整合	17
3.3 小结: 国瓷材料发展战略清晰, 市场前景乐观	19
4. 财务分析	19
4.1 资产负债表分析: 规模持续扩张, 应收账款增长快	19
4.2 盈利能力分析: 毛利率和 ROE 小幅下降	21
4.3 现金流分析: 仍处于投资高峰期	22
5. 盈利预测及投资评级	23
6. 风险提示	23

表格目录

表 1: 截至 2016 年 4 月主要股东明细	6
表 2: 公司主要参股公司 2015 年经营情况	8
表 3: 几种主要氧化锆全瓷品牌比较	12
表 4: 电子陶瓷粉体制备技术比较(以钛酸钡基础粉为例)	15
表 5: 公司收入预测	23

插图目录

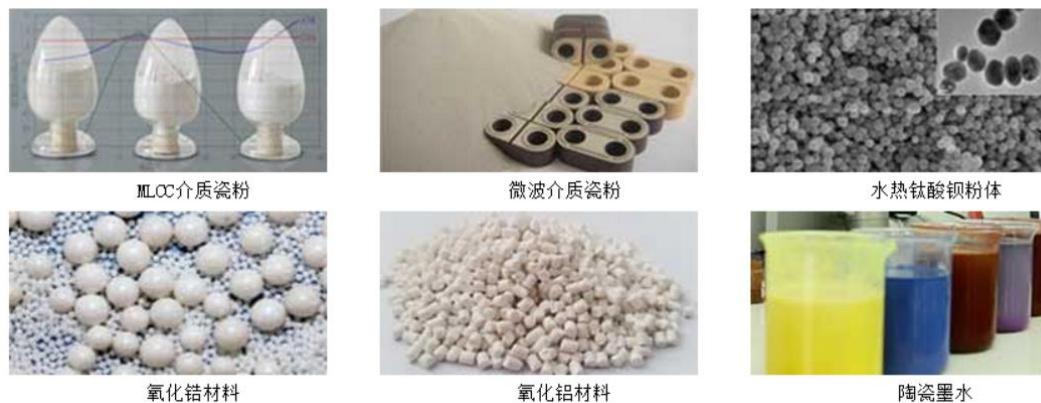
图 1: 公司主要产品	4
图 2: 上下游行业状况	5
图 3: 营业收入及增长情况	5
图 4: 2008 年至 2015 年各产品营业收入	6
图 5: 2015 年营业收入构成	6
图 6: 控股及参股公司	7
图 7: MLCC 结构图	8
图 8: MLCC 工艺流程图示	8
图 9: 电子陶瓷系列营业收入及毛利率小幅下滑	9
图 10: 2015 年陶瓷墨水系列营业收入同比增长约 90%	10
图 11: 氧化锆材料应用	11
图 12: 氧化铝粉体应用	13
图 13: 研发投入及占比总收入比例超 6%	16
图 14: 公司产业链整合情况	17
图 15: 资产负债率保持低水平	19
图 16: 资产规模快速增长	19
图 17: 存货周转率、应收账款周转率下降	20
图 18: 应收账款周转天数增加, 营业周期拉长	20
图 19: 公司应收账款增长较快	20
图 20: 公司综合毛利率及净利润率小幅下降	21
图 21: 三项费用率保持平稳	21
图 22: 2015 年 ROE 止跌回升	22
图 23: 资产周转率下降是 ROE 下降的主因	22
图 24: 投资支出处于高位	22

1. 公司基本情况：纳米陶瓷材料专家

1.1 专注纳米无机陶瓷业务，下游应用领域广阔

山东国瓷功能材料股份有限公司（简称：国瓷材料，股票代码：300285）是国内领先的纳米无机陶瓷材料公司。公司主营产品包括：多层陶瓷电容器（MLCC）用电子陶瓷材料（包括MLCC介质瓷粉、微波介质瓷粉、水热钛酸钡粉体）、喷墨打印机用陶瓷墨水材料、纳米级氧化锆材料以及高纯超细氧化铝材料四大业务单元，应用领域涉及电子信息和通讯领域、建筑陶瓷、生物医药以及新能源汽车等多个方面。

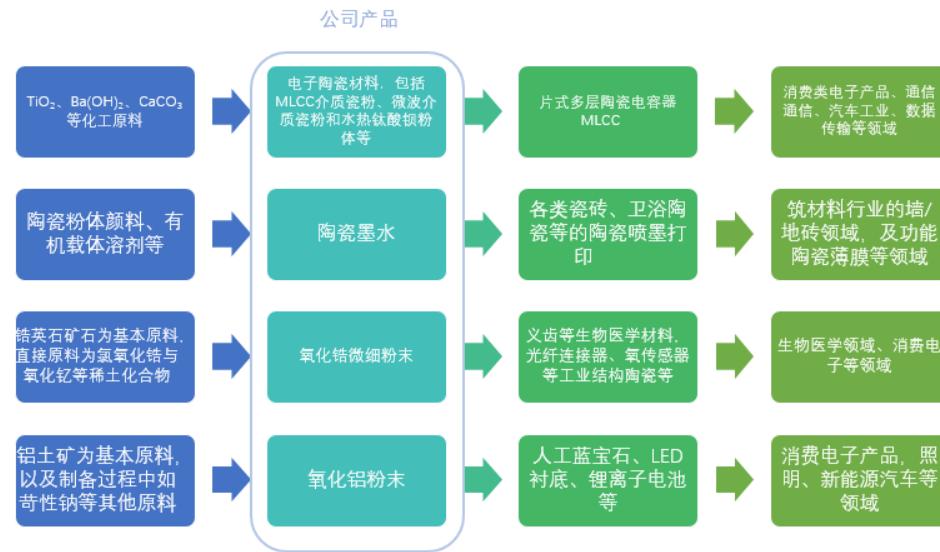
图 1：公司主要产品



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

公司上游为基础化工材料行业，公司所需原料包括八水氢氧化钡，四氯化钛，锆英石矿石、铝土矿以及氧化钇等稀土类氧化物，市场供应较为充足。虽然原料价格波动会影响公司的盈利水平，但由于公司在工艺技术创新控制成本同时积极拓展采购业务渠道，公司对供应商议价能力较强，因此对采购成本的控制力较高，由原材料价格波动造成的风险较小。

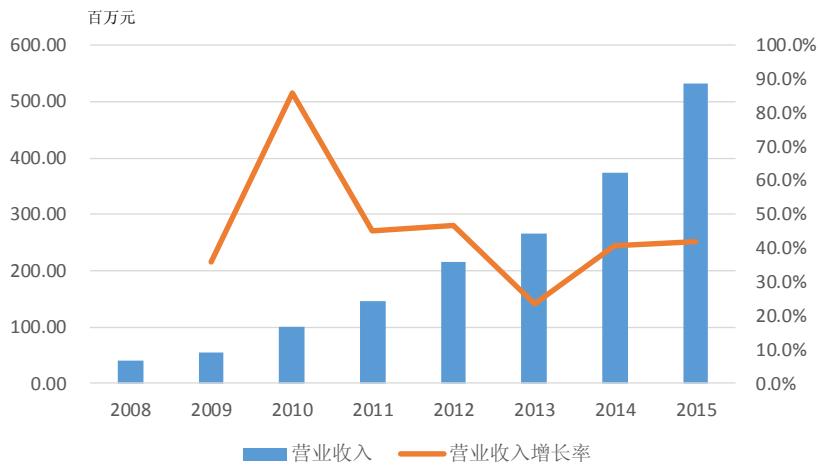
公司下游行业为MLCC、建筑陶瓷制造、生物医药材料等行业，终端涵盖电子信息和通讯、生物医药、新能源汽车及建筑行业等诸多领域。近年来电子信息、生物医药及筑材行业为代表的终端应用领域发展，带动国瓷材料作为上游原料供应商的业绩持续增长。

图 2: 上下游行业状况


资料来源: 招股说明书, 公司官网, 《工程陶瓷材料》, 东兴证券研究所

1.2 营收持续增长, 氧化锆系列、建筑陶瓷系列产品占比上升

2012 年 1 月上市以来, 公司营业收入保持上升趋势, 增长率维持在 25%~40%。2015 年公司营业收入为 5.33 亿元, 增长率达到 42.09%。从收入构成来看, 多层陶瓷电容器 (MLCC) 用电子陶瓷材料一直为公司主要收入来源; 纳米级复合氧化锆、喷墨打印用陶瓷墨水 (建筑陶瓷系列) 两项产品的营业收入于 2014 年后显著提升, 是公司近几年业绩增长的主要因素。

图 3: 营业收入及增长情况


资料来源: wind, 东兴证券研究所

2014 年起,公司产品由单一的电子陶瓷系列向多元化发展。2014 年公司电子陶瓷系列产品收入占比降至 62.87%,并于 2015 年进一步降低至 40.22%;与之相应,建筑陶瓷系列产品收入占比由 2014 年的 36.13% 提升至 2015 年的 48.14%,氧化锆系列产品收入从无到有,2015 年占总收入的比例达到 10.26%。公司 2016 年第一季度季报数据显示,陶瓷墨水系列产品、纳米氧化锆系列产品分别实现营业收入 3908.10 万元、1847.12 万元,占比一季度总收入的 36.54% 和 17.27%。

我们认为随着建筑陶瓷材料、高端纳米陶瓷材料不断向中国的转移,公司建筑陶瓷及氧化锆两方面业务未来仍有巨大的发展空间,是公司最主要的看点。此外,产品向多元化的发展,在提升企业整体抵御风险能力的同时,也有利于公司业务拓展,打造多样化纳米陶瓷材料平台。

图 4: 2008 年至 2015 年各产品营业收入

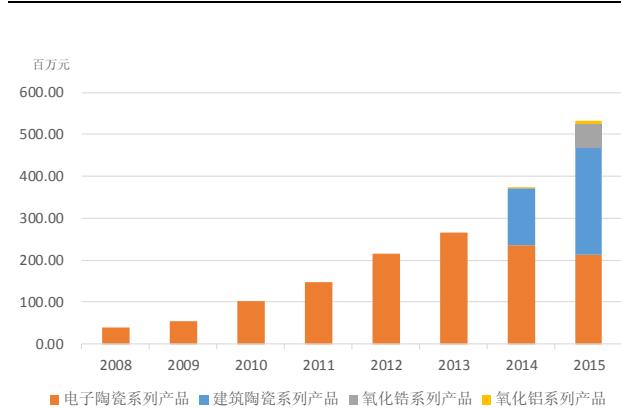
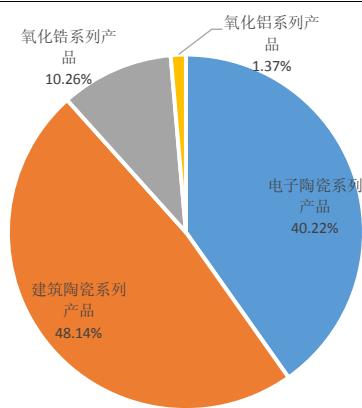


图 5: 2015 年营业收入构成



资料来源: wind, 东兴证券研究所

资料来源: wind, 东兴证券研究所

1.3 股权结构较为分散, 员工持股提升团队凝聚力

山东国瓷功能材料有限公司成立于 2005 年,2010 年整体变更为股份有限公司,并于 2012 年 1 月 13 日在深圳证券交易所上市。2016 年 3 月 31 日,公司定向增发 4381.06 万股,募集资金净额 7.88 亿元用于新项目建设。增发后,公司总股本增加至 25534.00 万股,其中非限售流通股为 20618.34 万股。

公司的股权结构较为分散,但管理层持股比例超过 35%。国瓷材料目前除实际控制人张曦先生外,其余股东持股比例均不足 10%。但公司管理层合计持股约 9071 万股,占公司总股本的比例约 35.5%。管理层持股比例较高,管理层与股东利益趋于一致。

表 1: 截至 2016 年 4 月主要股东明细

序号	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	张曦	73,585,544	24.6000	限售流通 A 股,A 股流通股

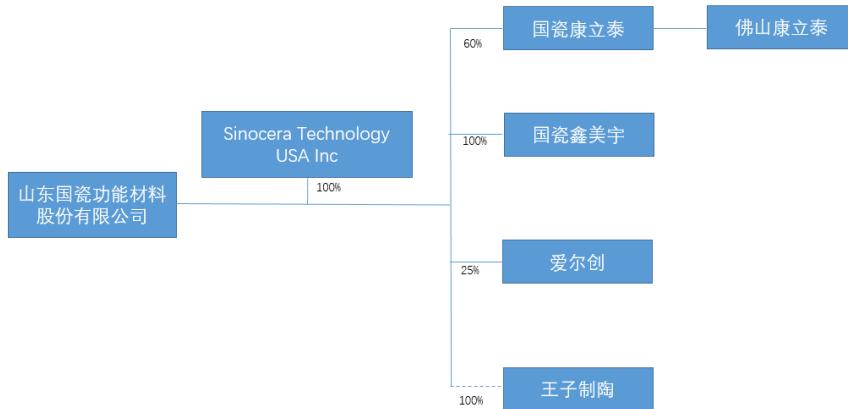
2	东营奥远工贸有限责任公司	21,684,720	7.2500	A股流通股
3	新余赛瑞祥投资管理有限公司	16,750,000	5.6000	A股流通股
4	庄丽	11,013,215	3.6800	限售流通 A股
5	中国建设银行股份有限公司-富国城镇 发展股票型证券投资基金	8,000,000	2.6700	A股流通股
6	上海证券-国瓷 1 号定向资产管理计划	7,577,092	2.5300	限售流通 A股
7	挪威中央银-自有资金	6,606,327	2.2100	A股流通股
8	新余德恒投资咨询有限公司	6,509,896	2.1800	A股流通股
9	张兵	6,362,526	2.1300	限售流通 A股,A股流通股
10	司留启	5,479,502	1.8300	限售流通 A股,A股流通股

资料来源: wind, 东兴证券研究所

公司于 2015 年 6 月公布了第一期员工持股计划, 计划向不超过 351 名员工募集 1.42 亿元, 用于购买公司股份。员工持股计划的实施将有助于提升公司凝聚力和员工积极性, 同时帮助公司留住核心员工。

国瓷材料目前含有 3 家子公司, 分别为山东国瓷康立泰新材料科技有限公司(简称“国瓷康立泰”)控股子公司、山东国瓷鑫美宇氧化铝(简称“国瓷鑫美宇”)有限公司和 Sinocera Technology USA Inc 全资子公司; 一家孙公司, 佛山市三水区康立泰无机合成材料有限公司; 以及一家联营企业, 深圳爱尔创科技股份有限公司。

图 6: 控股及参股公司



资料来源: wind, 公司公告, 东兴证券研究所

国瓷康立泰成立于 2013 年 12 月, 主营陶瓷色料、陶瓷釉料、陶瓷墨水及 3D 打印材料的生产、研发、销售和进出口业务。国瓷鑫美宇由公司与淄博鑫美宇氧化铝有限公司于 2014 年 9 月共同合资设立, 主营氧化铝的生产和销售, 2016 年 1 月公司完成国瓷鑫美宇剩余 30% 股权收购, 实现 100% 股权持有。2014 年 4 月, 国瓷材料在美国设立全资子公司 Sinocera Technology USA Inc, 主营销售、售后技术服务等业务; 2015

年11月,公司出资参股深圳爱尔创,爱尔创主营齿科陶瓷、光通讯器件两大产业,是中国产销量最大的齿科用氧化锆高技术陶瓷专业制造厂商之一。

公司2016年4月公告拟收购宜兴王子制陶有限公司100%股权,王子制陶成立于2004年,近年来专注于蜂窝陶瓷的研发、生产与销售业务。王子制陶2015年净利润4479万元,且在收购中作出承诺,2016至2018年王子制陶三年扣非后净利润分别不少于5000万元,6000万元和7200万元。

表2:公司主要参控股公司2015年经营情况

序号	被参控公司	参控关系	直接持股比例	投资额	营业收入	净利润	主营业务
1	山东国瓷康立泰新材料科技有限公司	子公司	60%	6,000	25,666	3,125.10	陶瓷墨水
2	深圳爱尔创科技股份有限公司	联营企业	25%	8,417	12,034	2,738.94	氧化锆
3	山东国瓷鑫美宇氧化铝有限公司	子公司	100%	3,200			高纯氧化铝

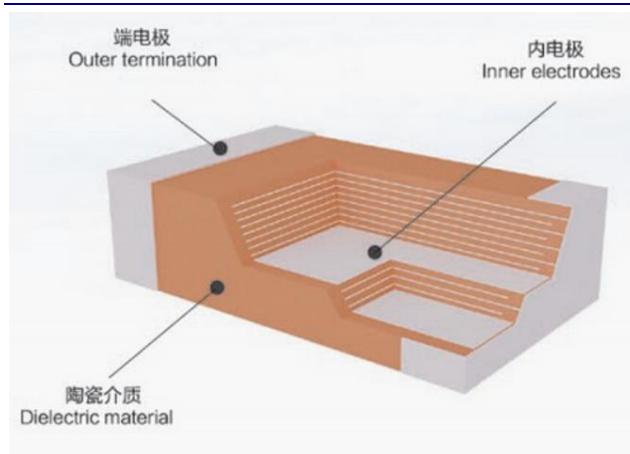
资料来源:公司公告,东兴证券研究所

2. 电子陶瓷收入稳定, 氧化锆、陶瓷墨水业务高速增长

2.1 电子陶瓷材料收入规模稳定

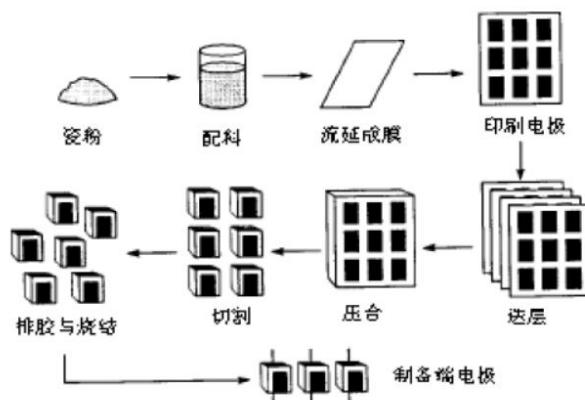
电子陶瓷材料是公司传统的业务产品,包括MLCC介质瓷粉、微波介质瓷粉和水热钛酸钡粉体,是制作多层陶瓷电容器(MLCC)、微波元件等关键的基础材料。MLCC是目前世界上用途最广,用量最大的片式电子元器件,具有高比容、高可靠、频率特性好等特点,广泛应用于消费类电子产品、计算机、自动控制等领域;微波元件则在移动通信、卫星通信、全球卫星定位系统(GPS)、无线接入、无线局域网(WLAN)以及蓝牙技术等现代微波通信技术中有着十分重要的应用。

图7:MLCC结构图



资料来源:公司官网,东兴证券研究所

图8:MLCC工艺流程图示

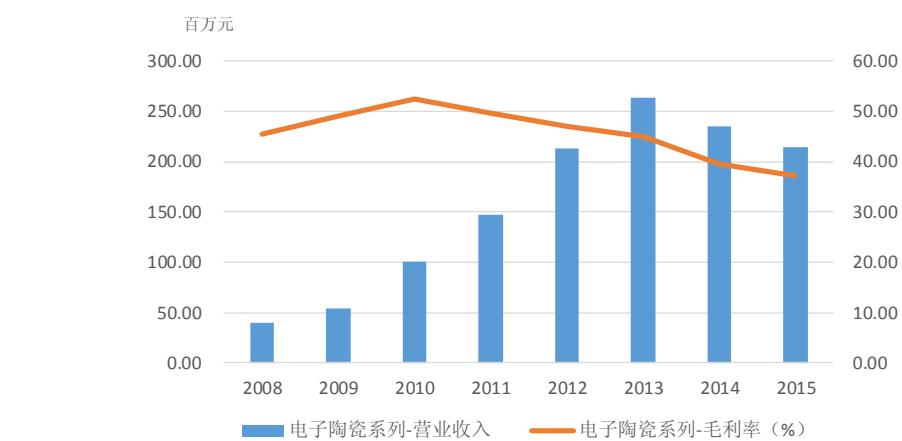


资料来源:招股说明书,东兴证券研究所

注:工艺流程中最前端的“瓷粉”即MLCC配方粉。

公司电子陶瓷材料收入规模基本稳定, 毛利率维持在 35%以上。近年来 MLCC 材料价格受智能手机、平板电脑等电子产品价格调整以及汇率变动的影响有所下降, 电子陶瓷系列产品营业收入及毛利率水平均有所降低, 但总体来看, 公司此项业务的收入规模及盈利水平仍维持在较高水平。

图 9: 电子陶瓷系列营业收入及毛利率小幅下滑



资料来源: wind、东兴证券研究所

国瓷材料是中国大陆地区规模最大的批量生产及销售 MLCC 配方粉的厂家, 也是继日本堺化学 (Sakai Chemical Industry) 之后全球第二家成功运用高温高压水热工艺批量生产高纯度、纳米级钛酸钡粉体的厂家。公司拥有多年电子陶瓷产品生产经验, 客户资源丰富。主要客户包括风华高科、韩国三星电机、韩国三和、美国 JDI、台湾禾伸堂和国巨等国内外一线 MLCC 厂家, 韩国三星 2011 年成为公司的第一大客户, 销售额占比 30%以上。

公司现有电子陶瓷系列产能 5500 吨/年, 可实现销量 3000 吨左右, 全球占有率水平约为 10%。今年 4 月, 公司 MLCC 介质粉各规格产量达到近 500 吨, 发货量接近 400 吨, 同比增长 25%。目前 MLCC 介质粉价格在 7.3 百万元/吨左右, 基本稳定。到今年 6 月底, 公司年产 1500 吨多层陶瓷电容器用粉体材料项目将达预定可使用状态, 同时受益于今年以来人民币兑日元的近 20%贬值的影响, 预计 2016 年公司电子陶瓷系列产品产销量将有所提高, 并实现 5%以上的营业收入增长。

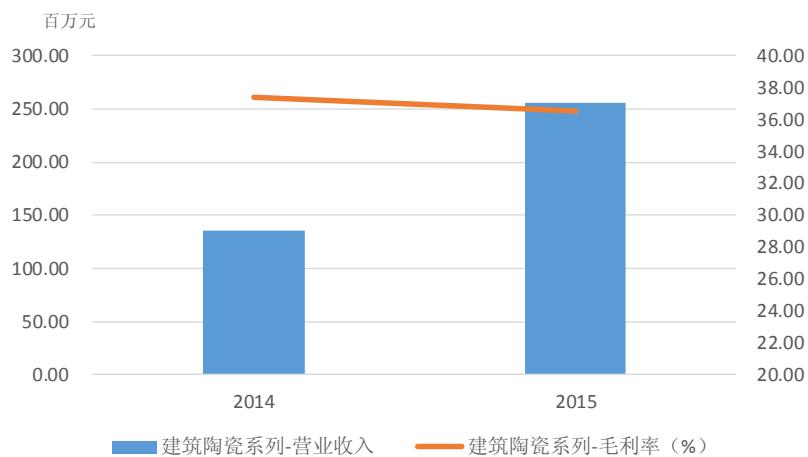
2.2 陶瓷墨水收入迅速提升, 促进进口替代

陶瓷墨水是进行陶瓷喷墨打印的主要材料。陶瓷喷墨打印通过计算机控制, 利用特制的打印机将配置好的由特殊粉体制备而成的墨水直接打印到陶瓷的表面, 从而进行表面改性或表面装饰, 是第三次陶瓷装饰技术革命。目前陶瓷墨水下游市场主要是需求巨大的建筑材料行业的墙/地砖领域, 及潜在的卫浴陶瓷、功能陶瓷薄膜等方面。

2014年全球瓷砖生产量超过150亿平方米,其中中国占全球产量的60%以上,是世界上最大的瓷砖生产国。按照国内90亿平方米的瓷砖、每平米瓷砖需要消耗陶瓷墨水量为中间值15g/m²以及喷墨打印占比25%计算,国内需求有4万吨左右,市场规模约30亿,但我国的陶瓷墨水国产化率仅为50%左右,存在很大的国内替代空间。据行业协会数据显示,陶瓷喷墨打印在我国已进入高速发展时期。预计未来三年国内的陶瓷墨水年需求将达到3至5万吨,销售产值可达45亿元以上规模。

公司陶瓷墨水业务自2014年开展以来,营业收入持续快速增长,毛利率维持36%左右。2014年公司建筑陶瓷系列产品实现营业收入1.35亿元,占总收入的36.13%;2015则年达到2.56亿元,同比增长89.23%,占当年总收入的48.14%,成为公司第一大收入来源。

图 10: 2015年陶瓷墨水系列营业收入同比增长约90%



资料来源:wind、东兴证券研究所

国瓷材料所生产的陶瓷粉体材料是陶瓷墨水的核心物质,也是决定墨水应用范围的核心技术壁垒所在。对陶瓷粉体而言,粒径是陶瓷粉体及陶瓷墨水性能的重要参数指标,超细分散的纳米粉体可以大大提高陶瓷墨水的分散性和稳定性,并可以减少分散剂等其他辅料的用量,进而降低生产成本,因此拥有超细粉体制备技术的国瓷材料陶瓷墨水系列产品具有很强的竞争力。

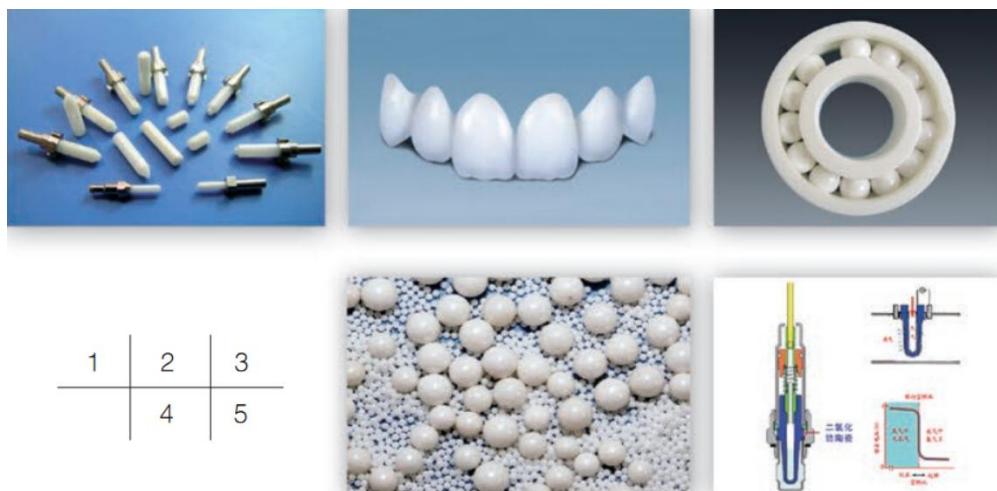
公司现有陶瓷墨水产能4000吨/年以上,可实现99.8%左右的产销率。2015年公司完成了渗花墨水的开发,现正在进行上机试验。随着公司新产品的投放和国内需求的快速增长,预计今年有望实现3亿元以上营业收入,并在未来几年保持15%以上的较高增速。

2.3 氧化锆系列产品高端应用前景广阔

纳米级复合氧化锆材料由于颗粒小,产品微观结构缺陷少,从而具有卓越的物理、化学性能及纳米性能,广泛应用于光信用部品、齿科材料、特种结构件和产业机器材

料、磨介以及环境能源产品等领域,市场前景广阔。

图 11: 氧化锆材料应用



资料来源:公司官网、东兴证券研究所

注: 1. 光信用用部品(插芯、套管); 2. 牙科材料; 3. 特种结构件、产业机器材料; 4. 磨介(锆珠); 5. 环境能源产品。

在光纤通讯领域,纳米氧化锆可用于制作光纤陶瓷插芯。光纤陶瓷插芯是光纤连接器插头中精密对中的圆柱体,中心有一微孔,用作固定光纤。受益于光纤到户、3G、4G通信基站及数据中心快速发展,国内光纤连接器及其陶瓷插芯的使用数量增加较快。目前插芯和套筒市场全球90%的产量来自于中国,据中国电子元件协会预测,我国陶瓷插芯的产量将从2013年的10.5亿只增加到2018年的16.7亿只,市场规模也将从16.6亿元增长到25.2亿元,年均增长率分别达到9.72%和8.71%。我国光纤连接器市场的发展将带动对原料纳米级复合氧化锆材料的需求。

生物医学材料方面,氧化锆可用于医学手术刀等无磁性物质制品以及人造骨骼、人造关节和人工牙齿等制品。以临床使用量较大的人工牙齿为例,现阶段临床上口腔修复常用的材料包括金属、陶瓷、树脂以及复合材料,其中全瓷材料主要有氧化锆全瓷、氧化铝全瓷、玻璃全瓷等。氧化锆全瓷是目前国际上最为先进的全瓷材料,因其不存在金属内冠,具有牙齿色泽真实、自然、耐磨、不变形、高强度以及优良的生物性能等特点,正逐步取代传统的金属烤瓷牙,成为未来齿科修复的主流产品。

目前牙齿损坏患者正以每年2%的速度递增,为齿科修复产业带来了巨大的商机。据Dental Lab统计,全球义齿产品市场已超过5亿颗/年,市场容量近千亿元,而我国齿科市场整体占有不足10%。中华口腔医学会数据则显示,我国2012年种植体植入量约20万颗,远远落后于人口规模小于我国的韩国和台湾。随着居民收入和消费水平的提高,预计未来接受假牙种植的消费群体也将随之上升。但目前以国外进口为主的氧化锆粉体材料及瓷块成本较高,性价相对比较低,不利于推广,因此国内对高性价比的国产氧化锆材料存在较大的需求。

表 3: 几种主要氧化锆全瓷品牌比较

品牌	产地	成分	抗弯强度	安全性(放射性)	价格
泽康	德国	二氧化锆 92% 氧化钇 5% 氧化铪 < 2%	约 1200 兆帕	< 0.015 Bq	最高
威兰德	德国	二氧化锆 93% 氧化钇、氧化铪 < 7%	约 1000 兆帕	< 0.2 Bq	较高
爱尔创	中国	二氧化锆 90% 氧化钇、氧化铪 < 10%	约 800 兆帕	< 0.2 Bq	最低

资料来源: 网络资料, 东兴证券研究所

其他应用领域,如研磨介质方面,氧化锆研磨介质可应用于电子、医药、建材、食品、高级油气涂料等行业。在这些行业中虽目前也同时使用玛瑙、氧化铝等研磨介质,但由于氧化铝研磨介质具有磨效高、磨损少、混入杂质少、使用寿命长等优点,替代氧化铝等研磨介质的趋势明显。

汽车尾气净化催化剂使用方面,由于氧化锆为核心材料的氧传感器是汽车尾气净化系统的重要组成部分,全球汽车销量的增长以及环保监管政策的日益严格也将为氧化锆产品提供广阔的需求空间。

目前全球纳米级复合氧化锆材料需求在 4 万吨左右,但其中一半左右的低端应用领域可通过微米级复合氧化锆材料满足,剩余 20,000 吨左右的高利润市场空间主要被法国圣戈班 (Saint-Gobain)、日本东曹 (Tosoh)、日本第一稀元素 (DKKK, Daiichi Kigenso Kagaku Kogyo Co., Ltd) 等占据,2014 年 1 月公司公告率先突破国外技术垄断,实现了纳米级复合氧化锆的产业化生产。

2015 年,国瓷材料氧化锆系列产品实现产量 281.8 吨,产销率 96.4% 左右。氧化锆系列产品毛利率较高,超过 50%,是公司当年业绩增长的重要因素之一。为应对不断提升的市场需求,2015 年 6 月公司非公开发行募资 3.90 亿元拟将现有 600 吨产能提升 3500 吨,项目建设周期预计为 2 年。

受益于下游医疗、通信等应用领域的发展,纳米复合氧化锆的需求不断增加,公司 3500 吨的氧化锆扩产项目建成投产后将把握增长机遇,实现收入持续快速的提升。目前氧化锆系列产品价格在 20 百万元/吨以上,预计公司 2016 年相关产品销量将达到 450 吨,营业收入有望达到 9 千万元,并在今后几年保持 30% 以上的增速。

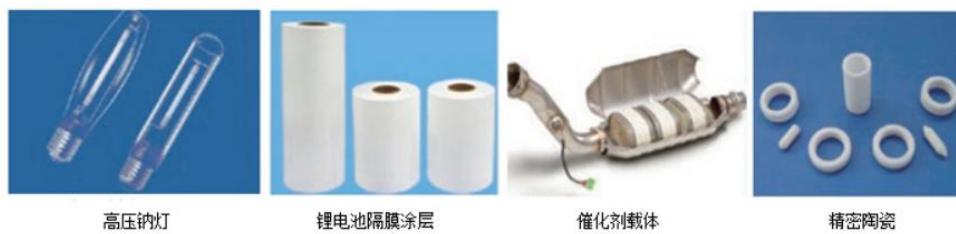
2.4 氧化铝系列产品处于储备阶段

高纯氧化铝是纯度在 99.9% 以上的高端氧化铝材料。因具有卓越的硬度、高亮度、隔

电性、耐磨损、耐腐蚀的特点而广泛适用于 LED 蓝宝石衬底、蓝宝石窗口屏等方面；而粒度更小的高纯超细氧化铝材料则大量应用于锂离子电池隔膜涂层、催化剂载体、抛光材料、导热材料等高端应用领域。

据 QY Research 预计, 未来几年全球高纯氧化铝的需求将保持 16%以上的增长。随着新能源汽车、LED 照明以及消费电子领域的发展, 未来高纯氧化铝的国内市场容量在 1~3 万吨左右, 具有一定潜力。

图 12: 氧化铝粉体应用



资料来源: 公司官网、东兴证券研究所

新能源汽车领域, 高纯超细氧化铝主要用于电池隔膜涂覆方面, 氧化铝涂层可使锂电池的安全性能和耐高温性能大幅提高。新能源汽车的快速发展为高纯超细氧化铝的发展提供了有力驱动。据测算, 2016~2017 年全球锂电池隔膜用高纯超细氧化铝市场需求增速将达到 80%以上。按照国内锂电隔膜产量全球占比 60%估算, 锂电池隔膜用高纯超细氧化铝市场需求量近 9000 吨。

LED 照明领域, 以蓝宝石晶体为主流材料制造的 LED 衬底是 LED 芯片外延层生长的基板, 是决定 LED 芯片质量的关键部分。2015 年我国外延芯片规模约 138 亿元, 较 2014 年增长 31%, 产量增幅达到 69%; LED 衬底目前国内市场需求为 7000~10000 吨, 价格约 8~10 万元/吨。据中国电子元件行业协会统计, 我国 LED 照明市场呈快速增长趋势, 复合增长率达 35%以上。

LED 照明产业的快速发展, 必将带动 LED 元件产能不断向中国转移, 相关上游材料也将迎来前所未有的发展机遇与广阔的市场空间。但由于 LED 衬底所需氧化铝材料相对涂覆领域对产品粒度要求相对较低, 技术壁垒低, 国内需求较大的同时也存在较大竞争, 已完成相关产能扩建的企业包括飞凯材料 (300298) 等。飞凯材料 2014 年以自有资金 6903.71 万元投资 3000 吨的“电子级超纯氧化铝项目”主要用于生产蓝宝石长晶, 目前已于完成中试, 进入生产准备阶段。

消费电子材料方面, 由于蓝宝石具有高耐磨性、防划痕和优异的光学性能等特点, 是未来消费类电子产品窗口的上佳材料。目前蓝宝石已应用在摄像头保护盖、home 键等方面, 但所需尺寸在几十平方毫米量级。更广阔的潜在市场来源可能是正面视窗材料或机身材料应用方面。

目前华为和金立等手机厂商的高端智能机已率先使用蓝宝石窗口屏, 但是现阶段此方面应用普及仍存在技术不成熟, 良品率低无法进行大批量生产, 以及成本较高等诸多障碍。相关生产企业, 如上海新阳 (300236) 自 2014 年起, 通过投资东莞精研粉体

科技有限公司进行生产蓝宝石单晶专用的“云南高纯氧化铝生产项目”。但由于相关电子消费品生产及市场表现不及预期,蓝宝石市场需求明显放缓。被投资公司东莞精研2015年第三季度销售开始出现下降,目前该高纯氧化铝生产项目建设已暂缓。据上海新阳2015年年报,公司将对东莞精研的投资由5000万元减为1000万元,同时持股比例由20%调整为11%。

现阶段高纯氧化铝的中高端市场基本由进口企业,如住友化学、法国Baikowski、日本大明化学等垄断,产品售价不低于25万元/吨;国产高纯氧化铝价格则在10-15万元/吨左右。国瓷材料2015年氧化铝系列产品产量146.37吨,通过了在电池隔膜领域应用的验证开始大规模批量供货,催化剂方面的应用也正在配合关键客户进行试验。2016年二季度,氧化铝出货量70吨左右,预计2016年总销量将达到300吨,实现营业收入3千万元以上。

锂电隔膜涂覆和催化剂载体是国瓷材料目前重点拓展的两个领域,同时公司也会相应带动王子制陶产品进入供应链。相比陶瓷墨水及氧化锆系列产品,我们认为国瓷材料的氧化铝系列产品市场还有待开发,但相对看好公司高纯超细氧化铝在锂电池隔膜涂层领域的市场潜力。公司目前具有氧化铝产能1000吨,未来将新增5000吨产能。如何高效消化增加的5倍产能并在激烈的国内竞争中占领市场份额助力公司收入增长,是该产品能否从储备阶段跃升为公司下一业绩亮点的关键。

2.5 融资情况及募投项目进展

公司在立足于传统优势产品MLCC用电子陶瓷材料的研发、生产和销售的同时,也在不断丰富陶瓷材料产品结构,注重新产品的研发和产能扩建。先后于2012年、2016年完成对MLCC用粉体材料、纳米级复合氧化锆材料及纯超细氧化铝材料的项目建设融资。

表 3: 主营业务募投项目情况

项目名称		总投资额 (万元)	预计投产时间	达预定可使用状态日期	达产后预计销售收入(万元)	达产后预计税后利润(万元)	累计实现效益(万元)
2012年	年产1,500吨多层陶瓷电容器用粉体材料项目	13,101	2013年3月	2016年6月30日	13,900.08	3,620.77	5,341
IPO募集	山东省电子陶瓷材料工程技术研发中心项目	3,900	2012年	2016年12月31日			
资金	ERP信息化管理项目	450					
2016年非公开发行	年产3500吨纳米级复合氧化锆材料项目	39,046	2018年		57,500	11,309	
募集资金	年产5000吨高纯超细氧化铝材料项目	36,026	2018年		48,500	9,644	
	研究中心升级项目	5,000	2017年				

资料来源:公司公告,东兴证券研究所

公司于2012年IPO募集资金4.06亿元,其中1.31亿元用于“年产1,500吨多层陶瓷电容器用粉体材料项目”建设。该项目实际达到产出较晚,原计划的投资总额及材料、设备、人工均上涨及产品售价降价因素影响,项目未能达到预计效益。

2016年3月非公开发行募集资金7.96亿元,其中3.9亿元用于“年产3500吨纳米级复合氧化锆材料项目”建设,3.6亿元用于“年产5000吨高纯超细氧化铝材料项目”建设,预计项目建设期为两年,投资回收期为5至8年。

3. “技术+渠道”的发展战略清晰,行业处于上升期

国瓷材料发展战略清晰,围绕高端陶瓷材料相关领域,坚持“技术+渠道”模式。已成功实现陶瓷墨水业务的迅速成长,目前正以此经验积极布局氧化锆、氧化铝系列产品。此外公司积极进行投资活动,通过设立上海涌瓷投资合伙企业抓住国内新兴产业并购重组快速发展的机遇,加快产业布局,为公司未来可持续、快速、健康发展提供保障。

3.1 技术优势:陶瓷粉末领域技术储备丰富

国瓷材料是A股市场首个纳米陶瓷材料公司,也是国内首家、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。公司先后承建了“山东省电子陶瓷材料工程技术研究中心”、“山东省电子陶瓷材料工程试验室”和“山东省企业技术中心”三个创新平台,逐步成为国内特种陶瓷粉体材料领域的引领者。

表4:电子陶瓷粉体制备技术比较(以钛酸钡基础粉为例)

制备方法	优点	缺点	价格(2008年)
			美元/公斤
固相合成法	工艺简单、设备可靠、生产成本低、技术成熟	颗粒较大;化学成本不均匀;团聚现象严重;粉体纯度低;原料成本较高;一般只用于制作技术性能较低的产品	8.82
直接沉淀法	工艺简单、反应条件温和、原料成本低、易控制、粉体粒径小、活性高	粒度分布宽、化学组成不易控制	17.64
草酸盐共沉淀法	产品纯度高、粒度小	其中的洗涤工艺较复杂,成本较高、钛和钡元素的摩尔比难以控制,相应的技术壁垒较高	17.64
溶胶-凝胶法	化学均匀性好、纯度高、粒度小、化学活性强	条件不易控制、粉体易团聚;原料成本较高、溶剂量较大,难以实现生产工艺的工业化批量生产	26.46
水热法	晶体发育完整,粒度分布均	温度和压力等反应条件苛刻、技	35.27

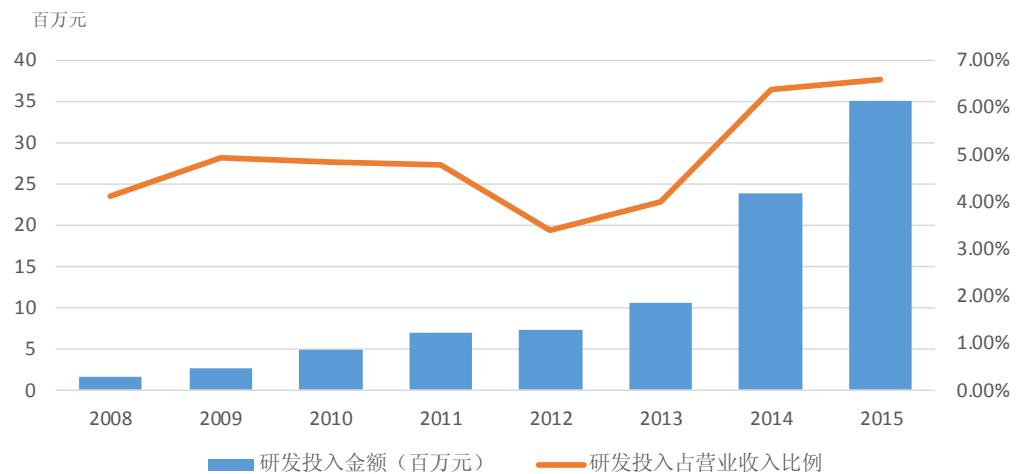
匀,颗粒之间少团聚,颗粒度
术水平要求较高、产业化困难较
可控;原料较便宜,生产成本
大
低;可免去煅烧工序避免了其
中晶粒团聚和容易混入杂质
的问题

资料来源:招股说明书,东兴证券研究所

水热法在材料颗粒性质控制及其稳定性、市场竞争力等方面较其他制备方式具备优势。此工艺下生产的产品化学组成均匀、颗粒形貌规整、颗粒粒径从几十纳米到几微米可调、大小均一、产品性质稳定,是目前公认的符合MLCC发展要求的钛酸钡粉制备方法,但技术壁垒较高。

日本堺化学率先在全球实现该方法的产业化,国瓷材料是国内首家、全球继日本堺化学之后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,技术优势显著。近年来,公司充分发挥超细粉体这一核心技术优势不断开发新产品,推出了包括纳米氧化锆、高纯纳米氧化铝等多个超细粉体产品,其中纳米氧化锆等已成为公司业绩重要增长动力之一。

图 13:研发投入及占比总收入比例超 6%



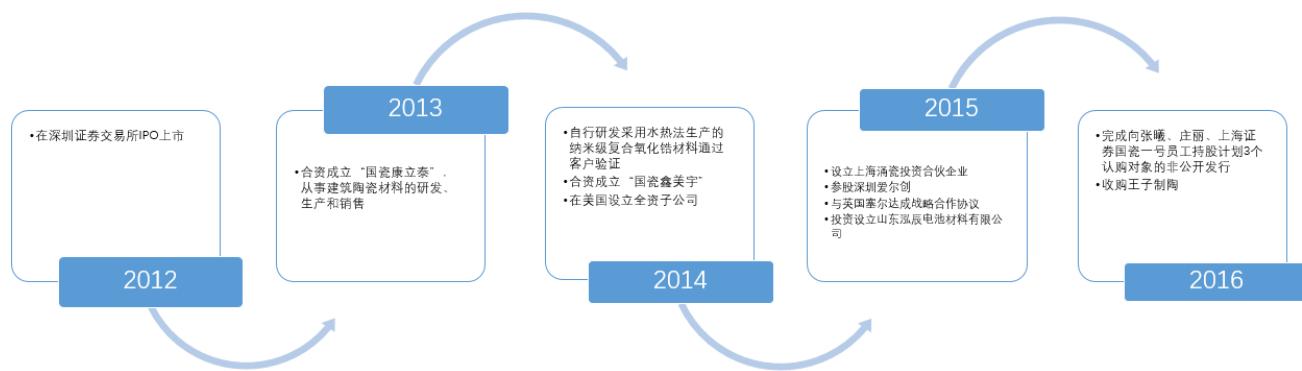
资料来源:公司公告、东兴证券研究所

2008年至2014年,公司研发投入保持在营业收入的3%-4%水平,2014年起超过6%。2015年,公司研发投入3,503.00万元,占年度营业总收入的比例进一步上升至6.58%,申请发明专利8项。在新产品开发方面,纳米级复合氧化锆材料、高纯超细氧化铝材料在相对较短的时间内顺利完成了产品小试、中试直到产业化生产,是国内领先的先进陶瓷材料生产厂商。

3.2 渠道优势与产业链整合

国瓷材料注重产业链的延伸和整合,不仅关注募投项目建设,而且积极开拓国际市场和特种陶瓷粉体材料的新领域,资本运作较为积极多元,成功经验丰富。目前已与深圳爱尔创、英国塞尔、上海涌铧投资管理有限公司等达成合作。

图 14: 公司产业链整合情况



资料来源：公司官网、东兴证券研究所

3.5.1 陶瓷墨水方面在国内外积极寻求合作

为了获得更好销售渠道并占领市场份额,2013年12月,公司与佛山市三水区康立泰无机化工有限公司合作,合资成立了“山东国瓷康立泰新材料科技有限公司”(简称“国瓷康立泰”),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。康立泰是业内经验丰富的销售公司,二者的合作丰富了国瓷的主营业务,扩大了公司在新型陶瓷材料行业的市场占有率,并使成功进入建筑陶瓷行业。2015年国瓷康立泰被认定为山东高新技术企业,实现销售收入25,666.19万元,同比增长89.52%,实现净利润3,125.10万元,同比增长38.61%。

2015年5月,国瓷康立泰与英国塞尔达成战略合作协议。塞尔是全球顶级的喷头公司,掌控了全球尖端的喷墨技术,具有全球领先性和超越性。此次合作国瓷配塞尔达进行喷头产品研发,这既是国际领先技术对于国瓷的认可,也标志着公司陶瓷业务的国际化品牌打造开始。

3.5.2 参股爱尔创提升氧化锆市场

2015年11月,公司投资8250万元参股深圳爱尔创,向产业链下游布局。深圳爱尔创致力于发展医疗齿科陶瓷、光通讯器件两大产业,是中国产销量最大的齿科用氧化锆高技术陶瓷专业制造厂商之一,是国内最早推行数字化口腔、3D打印义齿的领先

企业,也是公司纳米级复合氧化锆产品的主要客户之一。

参股爱尔创,有利于公司在先进生物陶瓷材料领域的市场开拓,实现上下游资源整合,是复制陶瓷墨水的成功经验。借助资源优势,产品逐步替代进口。

3.5.3 收购鑫美宇助力氧化铝产业化

2014年9月,公司与淄博鑫美宇氧化铝有限公司(“淄博鑫美宇”)签订了《合作协议》,拟共同合资设立“山东国瓷鑫美宇氧化铝有限公司”(“国瓷鑫美宇”),主要从事高纯超细氧化铝的研发、生产、销售及技术服务。

本次投资扩大了公司的业务范围,并有助于公司高纯超细氧化铝材料的产业化。2016年1月,公司完成国瓷鑫美宇剩余30%股权收购,实现100%股权持有。

3.5.4 与 GREENPOWERINVESTMENTLTD. 合作抢占国内外市场

2015年,公司与GREENPOWERINVESTMENTLTD.合作,在山东省东营市共同投资设立山东泓辰电池材料有限公司,从事研发、生产、销售新型电池材料业务。目前山东泓辰已设立完毕,产品逐步通过客户验证。

电池材料行业是当前国家重点鼓励发展的产业,也与公司现有产品的生产工艺相似度非常高,在品质管理、设备匹配、产品研发等方面具有很强的相通性,通过建立合资公司,以此为契机切入新型电池材料行业,利用双方的优势,在合资公司的平台上整合资源,产生协同效应,结合市场开发进度力争在较短的时间内能够抢占国内外市场。

3.5.5 收购王子制陶布局先进结构陶瓷材料

公司4月30日公告,拟以发行股份及支付现金的方式购买宜兴王子制陶有限公司100%股权,交易金额为5.6亿元。

王子制陶成立于2004年,经营范围是生产工业陶瓷、耐火浇注料制品、陶瓷花盆、日用陶瓷、陶瓷摆件、盆景园艺制品。近三年来公司专注于从事蜂窝陶瓷的研发、生产与销售业务,产品主要用于汽车尾气催化剂载体、颗粒捕捉器等汽油车及柴油车尾气的净化领域。目前产能900万升达到满负荷运转,另一条500万升的隧道窑预计年内点火投入生产。

蜂窝陶瓷负载催化剂可有效去除来源于汽车、发电厂及工业窑炉排放废气中的NO_x,受益于国家环保政策支持以及汽车销量的持续增长,柴油车尾气催化剂的市场需求巨大,预计全球陶瓷过滤器市场到2022年将达到2139亿美元。目前美国康宁公司、日本NGK和Denso的蜂窝陶瓷产品占据了90%以上的市场份额;王子制陶具备较强的技术优势和良好的客户资源,在行业内处于领先地位。

本次收购标的公司完成后,公司将受益于外延式并购拓展特殊陶瓷制品的相关业务,进入催化剂载体行业,抓住汽车尾气排放治理的行业发展机遇,充分发挥本公司与标的公司的竞争优势,进军环保行业,培育新的利润增长点。

3.5.6 与涌金合伙设立并购基金

2015年7月公司使用自有资金投资3000万元与上海涌铧投资管理有限公司共同发起设立上海涌铧国瓷投资合伙企业(有限合伙),从事与新材料相关业务领域的投资管理和投资咨询等业务。

上海涌铧投资管理有限公司具有专业的投资管理经验和金融资本优势,有利于公司进行产业布局,为公司可持续、快速、健康收展提供保障。截至2015年底,此基金已对1个项目进行投资,总投资金额为人民币650万元。

3.3 小结: 国瓷材料发展战略清晰, 市场前景乐观

国瓷材料的发展坚持“技术+渠道”的路线。依托多年研发及规模化生产经验,持续利用自主研发的技术优势推陈出新,丰富产品结构,同时从技术创新到管理创新与资本运营模式创新,进行产业整合。凭借上述技术优势和良好的合作渠道,在进入陶瓷墨水材料制备的2年不到的时间里,已经从一个行业新进入者跃升为国内陶瓷墨水产业的领导者之一,并正在迈向国际化。在此经验基础上,公司积极布局氧化锆、氧化铝系列产品产业链延伸,未来有望复制成功经验。

此外,受益于下游电子信息、生物医学等领域的高速发展,我国高端无机陶瓷材料总体呈进口替代趋势。国瓷材料以先进技术工艺为主导,积极进行产品创新、渠道拓展及产业链整合,具有很好的发展前景。

4. 财务分析

4.1 资产负债表分析: 规模持续扩张, 应收账款增长快

公司总资产规模逐步上升,负债率较低。公司近年来总资产规模、所有者权益维持增长趋势;负债率于2012年达到最低,此后逐年略有上升。公司上市后充分利用资本市场募集资金,资本实力明显增强,资产规模迅速扩张;资产负债率、长期资本负债率相比上市前显著降低,维持在30%以下的较低负债率,2016年第一季度负债率进一步降至14.49%。

图 15: 资产负债率保持低水平



图 16: 资产规模快速增长



资料来源: wind、东兴证券研究所

资料来源: wind、东兴证券研究所

2016年一季度报告显示,目前公司账面现金约8.4亿元,充裕的现金和较低的资产负债率保证了公司后续项目的推进,同时为外延式发展提供了资金保障。

国瓷材料存货周转率、应收账款周转率的季度性变化明显。存货周转率在同年一至四季度内保持上升,并于次年一季度发生回落;但各年之间总体变化不大,略有上升,表明公司存货周转速度提升,存货压力有所减轻。

图 177: 存货周转率、应收账款周转率下降

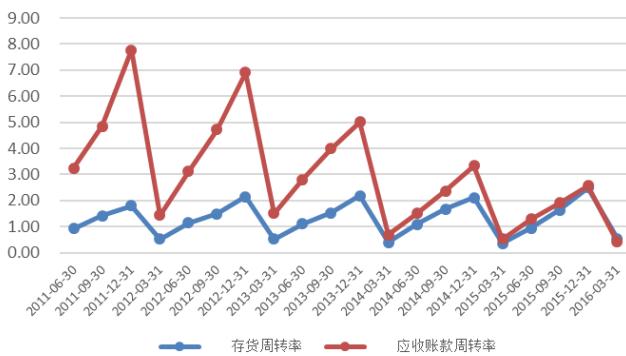
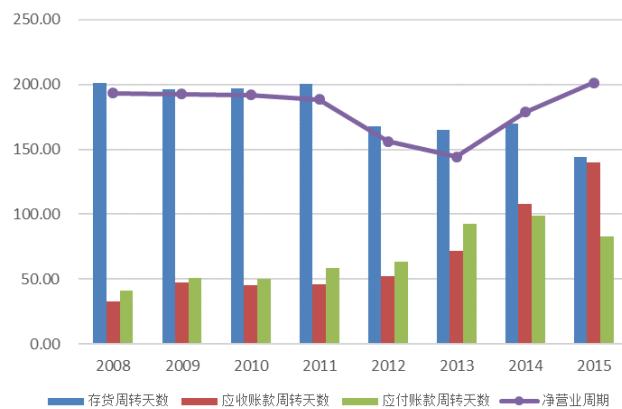


图 18: 应收账款周转天数增加, 营业周期拉长

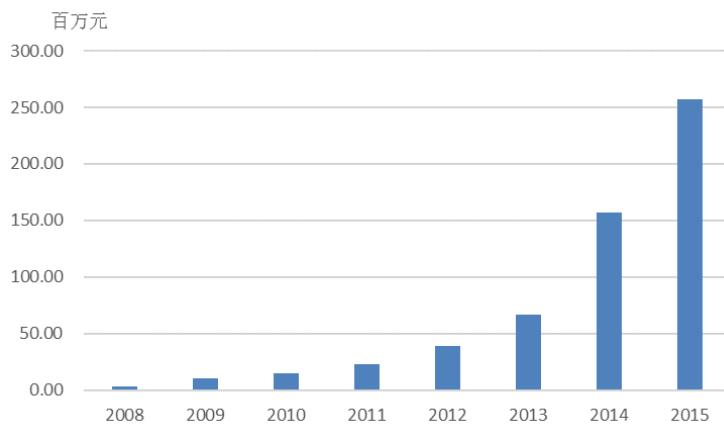


资料来源: wind, 东兴证券研究所

资料来源: wind, 东兴证券研究所

应收账款周转率各年内变动情况与存货周转率相似,保持随季度上升趋势;但逐年降低趋势明显,公司回款速度减慢。2012至2015年,公司应收账款周转天数逐年大幅递增,至2015年,公司应收账款周转天数已达到140天。同时,应收账款规模也呈显著递增趋势,2015年增至2.57亿元,期末余额前五名的汇总金额为8867.87万元,占总额的32.60%。2015年公司应收账款坏账计提比例为5.35%,账龄大于一年的比例为4.35%。

图 19: 公司应收账款增长较快



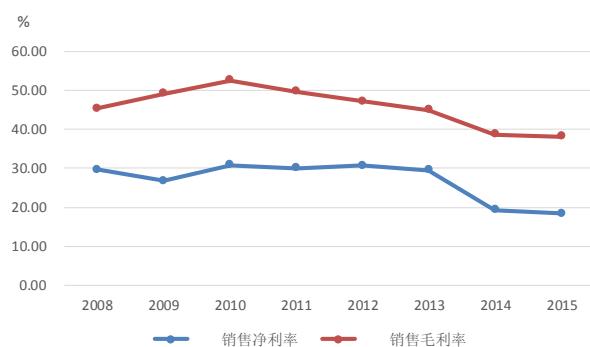
资料来源: wind, 东兴证券研究所

应收账款周转天数、应收账款规模的增加造成公司自 2013 年来经营周期逐年被拉长，资金利用率较低，存在较大减值风险。

4.2 盈利能力分析：毛利率和 ROE 小幅下降

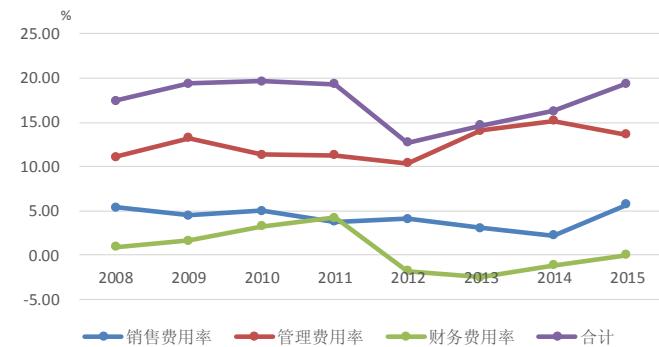
国瓷材料自 2012 年 1 月上市以来，受主营产品 MLCC 用电子陶瓷材料价格下降及新增建筑陶瓷系列产品、氧化铝系列产品等毛利率较低影响，总体毛利率略有降低，但综合毛利率维持在 40% 左右水平，净利率变化范围为 20%-30%。2012 至 2014 年公司销售净利率下降较快，主要因毛利率下降和公司管理费用中研发费用的持续上升影响；2015 年公司虽由于销售规模增长加速，工资薪金、市场开拓等销售费用增加，但管理费用方面公司在保证研发投入的同时减少了车辆燃油费、租赁费等项目费用，管理费用率降低，销售净利率下降趋势减缓。

图 20：公司综合毛利率及净利润率小幅下降



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 21：三项费用率保持平稳

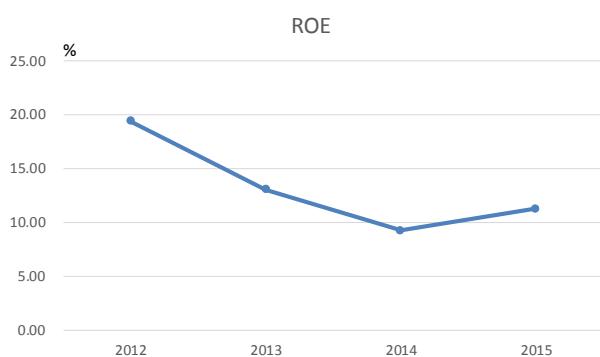


资料来源：wind、东兴证券研究所

2012 年以来，国瓷材料 ROE 呈下降趋势，2015 年略有上升。据 2016 年第一季度数据，国瓷材料 ROE 为 1.26%，同比增长 0.03。杜邦分析显示，公司销售净利率逐年下降，其中 2014 年下降超过 10%；资产周转率为稳定在 0.4-0.5 范围内；权益乘数自 2013 年起上升，表明公司负债率的上升和资本结构的调整。

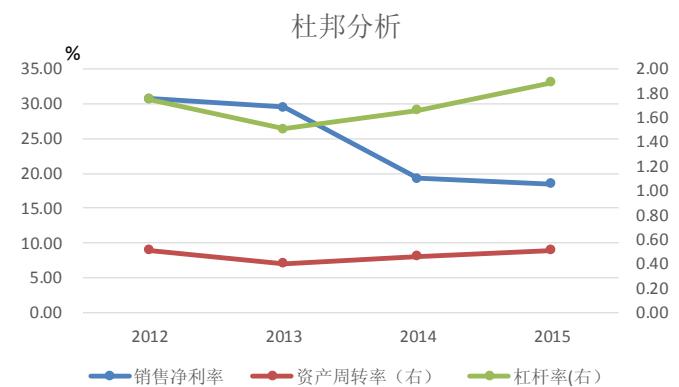
短期看，由于公司大部分项目处于投入期，受项目产生效益滞后于投入的影响，ROE 出现明显下滑。后续，如果所投资项目能够达到预期的盈利，则 ROE 将再次回升。我们预计随着公司陶瓷墨水系列、氧化锆系列产品市场进一步打开，公司的销售净利率将有所回升，届时公司的 ROE 有望重新回到 15% 上方。

图 22: 2015 年 ROE 止跌回升



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 23: 资产周转率下降是 ROE 下降的主要原因



资料来源: wind、东兴证券研究所

4.3 现金流分析: 仍处于投资高峰期

公司近年来经营性现金流净额除 2014 年外, 基本稳定在 4 千万元左右。公司经营性现金流净流入规模较小, 公司发展主要依靠外部资金注入。2014 年公司经营性现金流净额为负, 是由于公司当年扩产陶瓷墨水生产规模, 并投资设立国瓷鑫美宇控股子公司, 采购付款增加。2015 年公司加强销售环节和运营管理, 加强了资金的管控, 提高了资金利用效率, 使得销售商品、提供劳务收到的现金大幅增加。

投资现金流方面, 2013 年公司构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金显著提升, 此后略有降低但仍在亿元以上。投资支付的现金连续多年大于经营现金流流入, 公司处于扩张期, 在新增项目投产后, 预计收入和利润将得到改善。

图 24: 投资支出处于高位



资料来源: wind、东兴证券研究所

5. 盈利预测及投资评级

展望未来, 国瓷材料的产业布局日益清晰。在稳定电子陶瓷材料市场的前提下, 陶瓷墨水、氧化锆业务已经实现了产业化, 这两块业务将成为支撑公司收入和业绩增长最主要的动力。

陶瓷墨水业务 2015 年销量约 4026 吨, 较 2014 年增长了约 300%, 预计 2016、2017 年陶瓷墨水销量每年增长 1000 吨左右, 继续维持快速增长。氧化锆业务 2015 年销量约 272 吨, 较 2014 年增长约 200%。未来 2 年公司计划将氧化锆产能从 600 吨提升至 3500 吨, 氧化锆业务有望在未来 5 年内保持 30%-50% 左右的增速。

考虑到公司近几年保持了持续稳步的外延扩张步伐, 预计公司 2016-2018 年公司营业收入将保持持续增长的势头, 到 2018 年公司营业收入或将达到 9.74 亿元, 较 2015 年增长约 83%。预计公司综合毛利率水平将维持在 35%-40% 之间, 预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.51 元, 0.66 元和 0.70 元, 对应 PE 分别为 65 倍、50 倍和 47 倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

表 5: 公司收入预测

业务名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
陶瓷墨水 (百万元)	135.43	256.28	375	438	490
电子陶瓷系列 (百万元)	235.70	214.10	226	230	234
氧化锆系列产品 (百万元)	18.90	54.63	90	120	160
氧化铝系列 (百万元)	3.76	7.30	30	54	90
合计	394	532	721	842	974

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

6. 风险提示

近年来公司外延式扩张的步伐较大, 新产品、新项目陆续投产, 存在新产品价格下降, 盈利低于预期的风险。

表 6:公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	429	514	625	728	849	营业收入	375	533	721	842	974
货币资金	95	99	115	135	162	营业成本	230	329	446	518	605
应收账款	157	257	316	369	427	营业税金及附加	3	4	6	7	8
其他应收款	13	6	8	9	11	营业费用	8	31	29	34	39
预付款项	12	7	7	7	7	管理费用	57	72	72	80	93
存货	141	122	159	184	215	财务费用	-4	0	2	3	5
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	2.95	8.06	0.00	0.00	0.00
非流动资产合	489	672	624	690	704	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	84	0	0	0	投资净收益	0.00	1.67	0.00	0.00	0.00
固定资产	329.11	406.24	481.20	504.16	474.12	营业利润	78	89	166	201	225
无形资产	66	63	57	50	44	营业外收入	9.12	20.94	3.00	28.00	20.00
其他非流动资	22	13	0	0	0	营业外支出	0.19	0.19	0.00	0.00	0.00
资产总计	918	1187	1249	1418	1553	利润总额	87	110	169	229	245
流动负债合计	125	289	208	169	86	所得税	15	12	17	32	34
短期借款	17	171	166	107	0	净利润	72	98	152	197	211
应付账款	75	76	86	99	116	少数股东损益	9	12	0	0	0
预收款项	3	3	5	7	10	归属母公司净利	63	86	152	197	211
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	157	180	240	288	316
非流动负债合	11	23	0	50	100	EPS(元)	0.50	0.34	0.51	0.66	0.70
长期借款	0	0	0	50	100	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	135	311	208	219	186	成长能力					
少数股东权益	63	75	75	75	75	营业收入增长	40.7%	42.1%	35.41%	16.79%	15.66%
实收资本(或	127	255	299	299	299	营业利润增长	-4.6%	26.1%	85.90%	21.16%	11.71%
资本公积	352	231	231	231	231	归属于母公司净	-19.5%	35.7%	77.23%	29.54%	6.80%
未分配利润	206	273	333	412	497	获利能力					
归属母公司股	720	800	966	1124	1292	毛利率(%)	39%	38%	38%	39%	38%
负债和所有者	918	1187	1249	1418	1553	净利率(%)	19%	18%	21%	23%	22%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	7%	7%	12%	14%	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	9%	11%	16%	18%	16%
经营活动现金	-9	47	147	220	232	偿债能力					
净利润	72	98	152	197	211	资产负债率(%)	15%	26%	17%	15%	12%
折旧摊销	83.22	90.81	0.00	83.33	86.33	流动比率	3.44	1.78	3.01	4.30	9.89
财务费用	-4	0	2	3	5	速动比率	2.30	1.36	2.24	3.21	7.38
应付帐款的变	0	0	10	14	17	营运能力					
预收帐款的变	0	0	2	2	2	总资产周转率	0.45	0.51	0.59	0.63	0.66
投资活动现金	-108	-199	-137	-150	-100	应收账款周转率	3	3	3	2	2
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付帐款周转率	5.94	7.04	8.92	9.11	9.05
长期投资	0	84	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	2	0	0	0	每股收益(最新摊	0.50	0.34	0.51	0.66	0.70
筹资活动现金	-13	143	6	-51	-105	每股净现金流(最	-1.02	-0.03	0.05	0.06	0.09
短期借款	17	171	166	107	0	每股净资产(最新	5.66	3.13	3.23	3.76	4.32
长期借款	0	0	0	50	100	估值比率					
普通股增加	1	128	44	0	0	P/E	66.20	97.35	65.02	50.20	47.00
资本公积增加	26	-121	0	0	0	P/B	5.85	10.56	10.25	8.81	7.66
现金净增加额	-130	-8	16	19	27	EV/EBITDA	26.28	47.23	41.55	34.50	31.11

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位, 两年化工工程设计经验, 2010 年起任中山证券化工行业研究员, 2011 年加盟东兴证券研究所, 有五年石油化工研究经验。

杨若木

基础化工行业小组组长, 7 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级(以沪深300指数为基准指数):

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级(以沪深300指数为基准指数):

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。