

三大板块齐增长，陶瓷材料领航者业绩靓丽

——公司2018年年报点评

事件：

2月27日公司发布2018年年度报告，2018年实现营业收入17.98亿元，较上年同期增长47.65%，实现营业利润6.09亿元，同比增长108.99%；归属于上市公司股东的净利润5.43亿元，同比增长121.81%，扣非归母净利润3.90亿元，同比增长94.50%。公司预计2019年Q1实现归母净利润1.14-1.26亿元，同比增长51%-67%。

国元观点：

- **下游需求和产销大幅增长，电子陶瓷业务方兴未艾**

2018年MLCC陶瓷粉产销两旺，电子陶瓷业务收入同比增长54.77%，18年底公司已形成10000吨产能，仍有2000吨拓展空间。电动化和智能趋势带动汽车、工控、消费电子领域应用MLCC快速增长；智能穿戴和5G商用将刺激硬度高和无信号屏蔽的氧化锆陶瓷粉需求逐步提升；高纯氮化铝、氮化硅粉打破日本垄断，正开启该领域的进口替代，叠加成本端公司产业链垂直整合降低成本，电子陶瓷粉业务在需求和产能双重推动下还将继续稳步增长。

- **催化材料下游导入，国六标准带来巨大增长潜力**

公司蜂窝陶瓷良率超过90%，显著高于行业水平，通过加大市场拓展18年催化材料业务收入同比增长53.14%。全球蜂窝陶瓷市场规模约为100亿美金，主要被日本和美国垄断，公司作为国内蜂窝陶瓷领先厂商目前市占率不到1%，未来发展潜力巨大。公司GPF国六产品已可量产，DPF寿命10年以上，客户方面已实现新增客户30余家，成功进入国产主流汽车的国六公告目录，产能方面东营工厂已建成投产并批量供货，主要配套国六汽油机和柴油机，国六标准实施将显著推动公司催化材料业务增长。

- **齿科材料搭配数字化口腔打造生物医疗材料龙头**

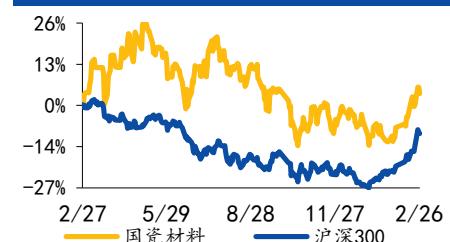
国内齿科行业快速发展，爱尔创2018年超额完成业绩承诺，实现净利润0.89亿元。随着爱尔创全资收购的完成，公司实现陶瓷粉体到下游义齿的产业链垂直整合，搭配爱尔创全数字化流程，实现了诊疗的高精准度和产品的高效供应，公司氧化锆齿科材料占国内市场份額约35%，占全球市场份额约10%。随着生活水平提高和人口老龄化，我国假牙市场呈现快速发展之势，预计2020年氧化锆义齿市场空间达20亿元以上，良好外观和质量坚固的氧化锆牙齿将逐渐成为主流。随着渗透率的提升和行业需求稳步增长，公司齿科材料将继续保持良好发展态势。

- **打造现代化管理系统助力公司形成长期竞争力**

公司全力打造CBS业务系统，实现了资源的优化配置和工作流程的改善。陶瓷材料属于高技术门槛行业，要实现工业化生产离不开产品的高合格率和质量的持续稳定。公司依托CBS系统实现了对KPI指标的可视化管理，有助于提升各业务板块的合格率、生产效率，降低公司成本，该系统将助力公司保持产品端的长期竞争力。

买入|维持
当前价/目标价：18.34元/24.5元
目标期限：6个月
基本数据

52周最高/最低价(元): 22.44 / 15.35
A股流通股(百万股): 408.69
A股总股本(百万股): 642.23
流通市值(百万元): 7495.42
总市值(百万元): 11778.45

过去一年股价走势

资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司点评-国瓷材料(300285)：三季度大幅预增，各业务增长稳健》2018.10.09

《国元证券公司研究深度报告-国瓷材料(300285)：多极化发展，先进陶瓷材料平台成长可期》2018.09.06

报告作者

分析师 **刘单于**
执业证书编号 S0020518120001
电话 021-51097188-1928
邮箱 liuchanyu@gyzq.com.cn

联系人 **毛正**

执业证书编号 S0020118010043
电话 021-51097188-1872
邮箱 maozheng@gyzq.com.cn

● 投资建议与盈利预测

随着公司电子陶瓷，催化材料，齿科材料三大板块产能和需求未来继续增长，公司整体业绩将继续稳步提升，抗风险能力也显著增强。我们预计 2019-2021 年的营业收入为 21.68/26.27/31.48 亿元，基于公司蜂窝陶瓷将在国六标准带动下将实现快速增长，我们上调公司 2019-2021 年净利润为 6.52（原值 5.89）/7.87（原值 6.9）/9.33 亿元，对公司 EPS 分别为 1.02(+0.1)/1.22(+0.15)/1.45 元/股，对应 PE 为 18/15/13 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

MLCC 下游需求增长不及预期、新建产能产品良率不及预期、国六标准汽车催化剂准入门槛提升等。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1217.62	1797.78	2168.12	2627.76	3148.06
收入同比 (%)	78.1	47.6	20.6	21.2	19.8
归母净利润(百万元)	244.82	543.03	652.27	786.70	933.51
归母净利润同比(%)	87.7	121.8	20.1	20.6	18.7
ROE (%)	12.9	16.9	16.9	16.9	16.7
每股收益 (元)	0.38	0.85	1.02	1.22	1.45
市盈率(P/E)	52.47	19.72	18.06	14.97	12.62

资料来源：Wind,国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
会计年度	单位:百万元				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1527.91	1622.93	2478.08	3477.81	4640.47
现金	503.71	281.84	1008.43	1707.16	2503.23
应收账款	650.14	836.92	938.53	1115.90	1336.85
其他应收款	10.19	7.73	11.88	14.40	17.25
预付账款	18.76	25.21	30.01	36.01	42.85
存货	311.83	458.86	476.86	591.97	727.92
其他流动资产	33.27	12.37	12.37	12.37	12.37
非流动资产	1761.18	2755.25	2778.62	2793.00	2798.38
长期投资	122.44	4.62	4.62	4.62	4.62
固定资产	696.19	862.48	875.85	880.23	875.61
无形资产	117.79	148.42	148.42	148.42	148.42
其他非流动资产	824.75	1739.73	1749.73	1759.73	1769.73
资产总计	3289.09	4378.18	5256.71	6270.81	7438.85
流动负债	932.71	743.56	933.09	1120.33	1310.93
短期借款	498.00	320.07	417.60	505.30	601.30
应付账款	269.28	237.86	304.21	374.91	436.75
其他流动负债	165.44	185.63	211.29	240.12	272.87
非流动负债	204.37	150.98	170.98	190.98	210.98
长期借款	178.60	107.20	127.20	147.20	167.20
其他非流动负债	25.77	43.78	43.78	43.78	43.78
负债合计	1137.08	894.54	1104.07	1311.31	1521.90
少数股东权益	248.70	267.72	284.45	304.62	328.55
股本	598.30	642.23	642.23	642.23	642.23
资本公积	675.96	1431.54	1431.54	1431.54	1431.54
留存收益	629.04	1142.16	1794.43	2581.13	3514.63
归属母公司股东权益	1903.31	3215.93	3868.19	4654.89	5588.39
负债和股东权益	3289.09	4378.18	5256.71	6270.81	7438.85

现金流量表					
会计年度	单位:百万元				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	129.66	349.76	614.80	607.04	706.25
净利润	259.30	558.25	668.99	806.87	957.44
折旧摊销	64.02	86.97	86.62	95.62	104.62
财务费用	25.67	35.18	42.74	53.00	63.19
投资损失	-37.01	-143.04	-143.00	-143.00	-143.00
营运资金变动	-199.81	-205.11	-42.75	-207.64	-284.63
其他经营现金流	17.49	17.50	2.19	2.19	8.62
投资活动现金流	-812.48	-206.84	37.00	37.00	37.00
资本支出	-122.27	-212.76	-106.00	-106.00	-106.00
长期投资	-695.38	2.06	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	5.18	3.87	143.00	143.00	143.00
筹资活动现金流	488.90	-350.68	74.79	54.69	52.82
短期借款	290.00	-177.93	97.53	87.70	96.01
长期借款	178.60	-71.40	20.00	20.00	20.00
普通股增加	299.15	43.93	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-299.15	755.57	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	20.30	-900.85	-42.74	-53.00	-63.19
现金净增加额	-193.91	-207.76	726.58	698.73	796.07

利润表					
会计年度	单位:百万元				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1217.62	1797.78	2168.12	2627.76	3148.06
营业成本	747.37	992.05	1200.38	1440.45	1714.14
营业税金及附加	17.23	18.72	23.85	28.64	34.31
营业费用	36.18	80.73	91.06	105.11	125.92
管理费用	62.89	98.81	112.74	136.64	157.40
财务费用	22.51	26.31	38.43	42.22	45.36
资产减值损失	15.55	27.45	6.19	6.19	12.62
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	37.01	143.04	143.00	143.00	143.00
营业利润	291.46	609.13	735.22	885.60	1050.45
营业外收入	3.03	6.04	5.00	5.00	5.00
营业外支出	0.36	1.00	1.00	1.00	1.00
利润总额	294.14	614.18	739.22	889.60	1054.45
所得税	34.84	55.92	70.23	82.73	97.01
净利润	259.30	558.25	668.99	806.87	957.44
少数股东损益	14.48	15.22	16.72	20.17	23.94
归属母公司净利润	244.82	543.03	652.27	786.70	933.51
EBITDA	343.96	591.20	707.47	870.63	1054.05
EPS (元)	0.38	0.85	1.02	1.22	1.45

主要财务比率					
会计年度	单位:百万元				
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	78.1	47.6	20.6	21.2	19.8
营业利润(%)	94.0	109.0	20.7	20.5	18.6
归属母公司净利润(%)	87.7	121.8	20.1	20.6	18.7
盈利能力					
毛利率(%)	38.6	44.8	44.6	45.2	45.5
净利率(%)	20.1	30.2	30.1	29.9	29.7
ROE (%)	12.9	16.9	16.9	16.9	16.7
ROIC (%)	10.4	12.5	15.1	17.8	20.4
偿债能力					
资产负债率(%)	34.6	20.4	21.0	20.9	20.5
净负债比率(%)	22.7	11.4	11.7	11.5	11.3
流动比率	1.64	2.18	2.66	3.10	3.54
速动比率	1.28	1.53	2.11	2.54	2.95
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.47	0.45	0.46	0.46
应收账款周转率	2.30	2.42	2.44	2.56	2.57
应付账款周转率	3.19	3.91	4.43	4.24	2.44
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.85	1.02	1.22	1.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.54	0.96	0.95	1.10
每股净资产(最新摊薄)	2.96	5.01	6.02	7.25	8.70
估值比率					
P/E	52.47	19.72	18.06	14.97	12.62
P/B	6.75	3.33	3.04	2.53	2.11
EV/EBITDA	35.50	18.48	16.09	12.40	9.60

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心
A 座国元证券
邮编：230000
传真：(0551) 62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼
国元证券
邮编：200135
传真：(021) 68869125
电话：(021) 51097188