

MLCC 去库存进行时，蜂窝陶瓷有望加速增持（维持）

2019 年 10 月 26 日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,798	2,222	2,620	3,153
同比（%）	47.6%	23.6%	17.9%	20.4%
归母净利润（百万元）	543	513	631	759
同比（%）	121.8%	-5.5%	22.9%	20.3%
每股收益（元/股）	0.56	0.53	0.66	0.79
P/E（倍）	36.10	38.18	31.07	25.82

事件：公司发布 2019 年三季报，报告期内实现营业收入 15.37 亿元，同比增长 21.11%；实现归母净利润 3.59 亿元，同比减少 9.18%；实现扣非后归母净利润 3.46 亿元，同比增长 29.83%。

投资要点

■ **电子化学品领域龙头企业，扣非业绩增长显著。**公司是国内最大的陶瓷材料生产商，通过内部扩张和收购兼并，目前产品已涵盖电子陶瓷介电材料、结构陶瓷材料、建筑陶瓷材料、电子金属浆料、催化材料等领域。报告期内，公司扣非后归母净利润同比增长显著，主要原因是相比去年同期的 1.29 亿元非经常性损益（主要为公司收购深圳爱尔创产生的投资收益），今年非经常性损益的影响金额明显下降至 1400 万元左右。

■ **MLCC 行业去库存拖累 Q3 业绩。**公司 Q3 单季度实现归母净利润 1.11 亿元，同比下降 3.42%，扣非归母净利润 1.05 亿元，同比下降 4.61%，主要原因是受到 MLCC 行业去库存调整的影响，公司相关产品的销售数量有所下滑。

■ **受益于国六推行，汽车催化材料有望加速推广。**公司是全球唯一一家能够为客户提供除贵金属以外的全系列汽车尾气催化解决方案的供应商，目前公司的蜂窝陶瓷技术已实现全面突破，在汽油机方面，GPF 公告进展顺利，发货数量正在逐步增长；在柴油机方面，直通式载体（SCR/DOC）及壁流式载体（DPF）都已进入国六、T4 验证阶段，并取得了阶段性的结果。未来随着国六标准的全面实施，公司的蜂窝陶瓷产品有望加速发展。

■ **电子+医美提升应用空间，5G 时代催生新业务。**5G 时代下氧化锆陶瓷手机背板或成主流，同时人口老龄化叠加消费升级拉动义齿需求，公司依托高性能纳米氧化锆粉体材料，收购爱尔创布局氧化锆义齿下游。同时公司也在积极探索与 5G 相关业务的产业结合，目前已完成了数个产品的前期布局，为未来业务扩展奠定了基础。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 5.13 亿元、6.31 亿元和 7.59 亿元，EPS 分别为 0.53 元、0.66 元和 0.79 元，当前股价对应 PE 分别为 38X、31X 和 26X。维持“增持”评级。

■ **风险提示：**产品价格持续下跌；收购业务的整合进度不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.35
一年最低/最高价	10.03/25.36
市净率(倍)	5.58
流通 A 股市值(百万元)	14393.77

基础数据

每股净资产(元)	3.64
资产负债率(%)	19.93
总股本(百万股)	963.34
流通 A 股(百万股)	707.31

相关研究

1、《国瓷材料 (300285)：中报业绩符合预期，多产品成长性持续兑现》2019-08-10

2、《国瓷材料 (300285)：专注高端无机材料，平台化布局多点开花》2018-11-06

国瓷材料三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,623	2,834	3,358	4,018	营业收入	1,798	2,222	2,620	3,153
现金	282	1,296	1,530	1,840	减:营业成本	992	1,203	1,391	1,625
应收账款	745	861	1,033	1,247	营业税金及附加	19	26	29	36
存货	459	476	605	658	营业费用	81	126	138	171
其他流动资产	137	201	190	273	管理费用	202	251	296	355
非流动资产	2,755	2,903	2,990	3,141	财务费用	26	24	25	25
长期股权投资	5	-104	-211	-315	资产减值损失	27	44	39	47
固定资产	862	1,103	1,286	1,520	加:投资净收益	143	14	16	19
在建工程	128	127	125	130	其他收益	0	0	0	0
无形资产	148	164	176	191	营业利润	609	560	717	913
其他非流动资产	1,612	1,613	1,614	1,615	加:营业外净收支	5	-0	5	5
资产总计	4,378	5,737	6,348	7,158	利润总额	614	560	722	918
流动负债	744	1,692	1,770	1,877	减:所得税费用	56	70	91	113
短期借款	320	1,118	1,285	1,165	少数股东损益	15	-24	0	45
应付账款	153	225	212	298	归属母公司净利润	543	513	631	759
其他流动负债	271	349	273	414	EBIT	632	583	755	944
非流动负债	151	136	118	103	EBITDA	719	673	870	1,086
长期借款	107	92	75	59					
其他非流动负债	44	44	44	44	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	895	1,827	1,888	1,980	每股收益(元)	0.56	0.53	0.66	0.79
少数股东权益	268	244	244	289	每股净资产(元)	3.34	3.80	4.38	5.08
					发行在外股份(百万股)	642	963	963	963
归属母公司股东权益	3,216	3,665	4,216	4,890	ROIC(%)	15.3%	10.3%	11.7%	13.4%
负债和股东权益	4,378	5,737	6,348	7,158	ROE(%)	16.0%	12.5%	14.1%	15.5%
					毛利率(%)	44.8%	45.8%	46.9%	48.5%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	30.2%	23.1%	24.1%	24.1%
经营活动现金流	350	592	375	829	资产负债率(%)	20.4%	31.9%	29.7%	27.7%
投资活动现金流	-207	-224	-187	-274	收入增长率(%)	47.6%	23.6%	17.9%	20.4%
筹资活动现金流	-351	646	46	-244	净利润增长率(%)	121.8%	-5.5%	22.9%	20.3%
现金净增加额	-206	1,014	234	310	P/E	36.10	38.18	31.07	25.82
折旧和摊销	87	90	115	142	P/B	6.10	5.35	4.65	4.01
资本开支	214	256	194	255	EV/EBITDA	27.99	29.46	22.70	17.81
营运资本变动	-201	1	-380	-124					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>