

资源整合突出核心业务，专注未来增长方向

国瓷材料(300285)

评级:	增持	股票代码:	300285
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	29.1/15.0
目标价格:		总市值(亿)	206.15
最新收盘价:	21.4	自由流通市值(亿)	152.97
		自由流通股数(百万)	714.80

事件概述

- 1、公司发布 2019 年年度报告，实现营业收入 21.53 亿元，同比增长 19.76%，归母净利润 5.00 亿元，同比-7.82%，扣非后净利润 4.71 亿元，同比增长 20.77%，EPS 0.52 元，加权平均 ROE 14.64%。其中 Q4 营业收入与扣非归母净利润分别为 6.16 亿元、1.25 亿元，分别同比增长 16.53%、1.30%。
- 2、公司发布 2020 年 1 季度业绩预告，2020Q1 公司实现归属上市公司股东的净利润 10,800 万元-11,640 万元，同比变化-10%至-3%。

分析判断:

► 公司各项业务发展良好，业绩稳定增长

受益于行业各种利好，公司产品销售增长态势良好，业绩稳步上升。2019 年公司实现营业收入同比增长 19.76%，归母扣非净利润同比增长 20.77%。电子材料板块公司 MLCC 粉体材料 2019 年行业去库存接近尾声，年末市场需求企稳回升，同时为了满足新的市场需求，公司研发出了小规格薄介质 MLCC 用浆料，并成功实现量产；氧化锆业务保持稳定增长，氧化铝粉体材料市场占有率逐年增长。催化材料板块是目前公司重点布局及增长最快的板块，主要产品为蜂窝陶瓷载体，市场空间巨大，国六用汽油机和柴油机蜂窝陶瓷载体均已实现批量生产，汽油机 GPF 和薄壁 TWC 均已进入主要客户主机厂公告目录且从 2019 年下半年开始进行批量销售，柴油机方面，SCR 及 DPF 已实现批量生产，相关产品也陆续进入下游企业的样品验证和量产供货阶段，预计 2020 年催化材料板块将是公司利润主要增长引擎。生物医疗材料板块，公司生产的纳米级复合氧化锆陶瓷材料为牙科修复领域的主流材料，应用广泛，公司子公司深圳爱尔创凭借其在材料和设备以及数字口腔的布局发展迅速，全年实现营业收入 4.72 亿元，净利润 1.09 亿元，超额完成业绩承诺。

► 公司业务整合，内生加外延实现资源优化

公司进行了资源整合和产业板块结构调整，成立电子材料事业部、催化材料事业部、5G 项目部、重点发展生物医疗材料板块。培育精密陶瓷结构件，继续强化技术研发中心。形成了各事业部、全资子公司和控股子公司协同发展的模式，各业务板块之间，在市场开拓、技术研发、品质管理方面发挥高度的协同作用，实现了研发、生产、销售一体化的盈利模式。原有业务上，不断加大研发投入，推动技术和产品不断升级，实现内生式增长。外延方面，通过资产重组、兼并收购等外延方式实现资源整合。

► 一季度受疫情影响小，业绩微降

2020 年 Q1 公司整体经营情况稳定，公司主要生产基地东营并无新冠肺炎病例，但受疫情影响，公司及各子公司以及产业链上下游公司复工时间较原计划有不同程度的延迟，复工率不足；另一方面物流运输也受到一定程度管控，影响了公司部分产品的交付量，从而导致公司 2020 年第一季度净利润较上年同期有所下降。公司预计报告期内非经常性损益对净利润的影响金额约为 720 万元，主要是政府补贴收入影响及疫情捐款支出影响。

投资建议

公司主要业务稳定增长，根据目前市场情况，调整 2020-2021 年归母净利润由 6.53 亿/8.22 亿元变为 6.28 亿/7.52 亿，预计 2020-2022 年公司归母净利润为 6.28 亿/7.52 亿/9.07 亿元，EPS 分别为 0.65 元/0.78 元/0.94 元，目前股价对应 PE 分别为 33/27/23 倍，维持“增持”评级。

风险提示

国六标准实施延后，王子制陶产品需求不及预期，疫情持续可能导致口腔科业务需求大幅下滑。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1797.78	2153.08	2598.36	3151.80	3822.21
YoY (%)	47.65%	19.76%	20.68%	21.30%	21.27%
归母净利润(百万元)	543.03	500.56	627.74	751.63	907.32
YoY (%)	121.81%	-7.82%	25.41%	19.74%	20.71%
毛利率 (%)	44.82%	47.76%	47.58%	47.55%	47.28%
每股收益 (元)	0.56	0.52	0.65	0.78	0.94
ROE	16.89%	13.71%	14.67%	14.94%	15.28%
市盈率	37.96	41.18	32.84	27.43	22.72

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

研究助理：王天鹤

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn 邮箱：wangth@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2153.08	2598.36	3151.80	3822.21	净利润	543.52	689.82	825.97	997.06
YoY (%)	19.76%	20.68%	21.30%	21.27%	折旧和摊销	104.79	107.39	118.27	130.01
营业成本	1124.85	1362.00	1653.00	2015.10	营运资金变动	-184.28	-128.54	-274.19	-313.86
营业税金及附加	22.38	27.02	32.77	39.74	经营活动现金流	484.26	664.86	671.26	813.63
销售费用	113.48	130.20	160.66	193.73	资本开支	-195.42	-169.55	-189.66	-213.40
管理费用	122.65	146.28	178.14	215.75	投资	4.03	0.00	0.00	0.00
财务费用	21.32	3.53	-4.54	-9.96	投资活动现金流	-233.83	-173.85	-187.66	-210.40
资产减值损失	-3.77	-8.76	2.09	2.32	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	2.03	1.20	2.00	3.00	债务募资	-190.71	-200.80	0.00	0.00
营业利润	620.82	788.56	944.39	1140.20	筹资活动现金流	-267.41	-363.25	-2.15	-2.15
营业外收支	1.29	1.02	1.03	1.04	现金净流量	-16.98	127.76	481.45	601.09
利润总额	622.11	789.58	945.42	1141.24	主要财务指标				
所得税	78.60	99.76	119.44	144.19	成长能力 (%)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	543.52	689.82	825.97	997.06	营业收入增长率	19.76%	20.68%	21.30%	21.27%
归属于母公司净利润	500.56	627.74	751.63	907.32	净利润增长率	-7.82%	25.41%	19.74%	20.71%
YoY (%)	-7.82%	25.41%	19.74%	20.71%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.52	0.65	0.78	0.94	毛利率	47.76%	47.58%	47.55%	47.28%
资产负债表 (百万元)					净利率	25.24%	26.55%	26.21%	26.09%
货币资金	299.98	428.25	910.20	1511.79	总资产收益率 ROA	10.56%	12.28%	12.44%	12.65%
预付款项	39.02	43.03	53.93	65.05	净资产收益率 ROE	13.71%	14.67%	14.94%	15.28%
存货	570.65	591.87	731.03	886.01	偿债能力 (%)				
其他流动资产	987.56	1138.11	1363.97	1641.52	流动比率	2.60	4.43	5.09	5.60
流动资产合计	1897.21	2201.26	3059.13	4104.37	速动比率	1.76	3.15	3.78	4.30
长期股权投资	10.62	10.62	10.62	10.62	现金比率	0.41	0.86	1.51	2.06
固定资产	990.87	972.48	963.93	964.15	资产负债率	17.70%	10.30%	10.43%	10.63%
无形资产	141.83	148.39	149.36	148.57	经营效率 (%)				
非流动资产合计	2841.60	2910.29	2982.70	3067.13	总资产周转率	0.47	0.53	0.57	0.58
资产合计	4738.81	5111.55	6041.84	7171.50	每股指标 (元)				
短期借款	200.80	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.52	0.65	0.78	0.94
应付账款及票据	343.49	350.68	426.12	519.25	每股净资产	3.79	4.44	5.22	6.16
其他流动负债	186.76	146.65	175.03	214.00	每股经营现金流	0.50	0.69	0.70	0.84
流动负债合计	731.04	497.33	601.15	733.26	每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
长期借款	35.80	35.80	35.80	35.80	估值分析				
其他长期负债	83.88	0.00	0.00	0.00	PE	41.18	32.84	27.43	22.72
非流动负债合计	119.68	35.80	35.80	35.80	PB	6.03	4.82	4.10	3.47
负债合计	850.72	533.13	636.95	769.06					
股本	963.34	963.34	963.34	963.34					
少数股东权益	302.67	364.76	439.10	528.83					
股东权益合计	3954.94	4644.76	5470.74	6467.79					
负债和股东权益合计	4805.66	5177.90	6107.69	7236.85					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

王天鹤：中国人民大学本科，中科院化学所硕士，七年化工实业经验，2019年加入华西证券研究所。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华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。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。