

证券研究报告—动态报告/公司快评

基础化工

化学制品

国瓷材料 (300285)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2020年09月16日

引入战投加码口腔业务，非公发项目扩产并未瘦身

证券分析师：商艾华

shangaihua@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519090001

证券分析师：龚诚 010-88005306

gongcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519040001

联系人：万里明 010-88005329

wanliming@guosen.com.cn

事项：

2020年9月15日，全资子公司深圳爱尔创科技拟引入高瓴资本、松柏投资两个战略投资者，并签署《投资框架协议》，拟通过以不超过5亿元增资深圳爱尔创科技、不超过2亿元受让公司持有深圳爱尔创科技股权的方式对其进行投资；公司拟向实际控制人张曦定增募资不超过8.55亿元，用于超微型片式多层陶瓷电容器用介质材料研发与产业化等项目及补充流动资金。

国信化工观点：

1) **引进战投持续加大医疗口腔布局，非公发项目扩产方面并未瘦身。**虽然高瓴本次定增退出，但加大了对其子公司爱尔创的投资加码口腔业务，松柏投资也将运用全球业务网络和产业链协同能力，提升爱尔创品牌影响力，打造全球合作网络。定增由2人修改为1人，资金由不超过15亿元调整至不超过8.55亿元，变动后募投项目资金并未变化，补充流动资金的9亿元调整为2.57亿元，定增的目的仍集中在高性能MLCC研发和产业化、蜂窝陶瓷材料扩产和补充流动资金方面。

2) **高端MLCC产业化和蜂窝陶瓷材料市场需求有保障。**随着MLCC向高端发展和MLCC行业去库存接近尾声等催生因素，公司募投超微型片式MLCC下游需求有保障。手机领域集中增长集中在单机用量增加；新能源汽车领域增量体现在新能源汽车高增速和单车电子化程度不断提升；陶瓷催化材料方面，随着国六标准逐渐落地，2020H1催化陶瓷材料板块增速74%，蜂窝陶瓷材料方面，公司已通过部分验证，再加上行业未来三年将持续高增长，扩产产能消化有保障。

3) **上半年公司业绩逆势增长，内生外延下抗风险能力出众，加码口腔长期成长性强。**13年开始公司不断外延收购扩展业务，经营层面成效显著，当前引进战投加大口腔医疗品牌、渠道和产业链布局，未来成长性持续性强。

投资建议：公司是国内陶瓷材料龙头企业，通过内生外延成长性显著，当前公司在电子材料、生物医疗材料和催化材料领域不断布局，借助技术、客户、产业链等优势持续扩大市场份额，下半年5G和新能源汽车持续加速、国六标准需求持续、医疗材料行业高增速和公司产业链优势扩大，我们看好公司业绩盈利增长。

我们预计公司2020-2022年归母净利润5.87/7.72/9.44亿元，同比增速17/32/22%；摊薄EPS分别为0.61/0.80/0.98元，当前股价对应PE=66/50/41倍，维持“买入”评级。

风险提示：

- (1) 新产品研发不及预期的风险；
- (2) 下游需求释放不及预期的风险；
- (3) 行业竞争加剧产品价格大幅波动的风险。

评论:

■ 引进战投加大医疗口腔布局，非公发项目扩产方面并未瘦身

2020年9月15日，全资子公司爱尔创拟引入高瓴资本、松柏投资两个战略投资者，并签署《投资框架协议》，拟通过以不超过5亿元增资爱尔创、不超过2亿元受让公司持有爱尔创股权的方式对其进行投资，松柏投资通过其关联方和高瓴资本将分别按照增资额和股权转让款的50%进行投资。高瓴虽然推出国瓷的定增，但加大对其子公司爱尔创的投资，松柏投资也将运用全球业务网络和产业链协同能力，提升爱尔创品牌影响力，打造全球合作网络。

9月15日，公司发布非公开发行股票修订稿，针对6月18日公司发布的非公发项目进行修改，因战略投资者珠海高瓴懿成股权投资合伙企业中止认购相应股票，非公发对象由2名调整至张曦（公司第一大股东和实控人）1人，非公发股票由7256.894万股调整为不超过4136.4296万股，募集资金由不超过15亿元调整至不超过8.55亿元，变动后募投项目资金并未变化，补充流动资金的9亿元调整为2.57亿元。

此次非公发的目的是用于超微型片式多层陶瓷电容器用介质材料研发与产业化等项目及补充流动资金。1) 加大高性能MLCC产品研发，满足市场需求；2) 顺应国六标准实施，加大尾气处理蜂窝陶瓷材料产能建设；3) 补充流动资金，优化资产负债结构。

表 1: 非公发募投资金去向明细

序号	项目名称	总投资额 (万元)	拟使用募投资金 (万元)
1	超微型片式多层陶瓷电容器用介质材料研发和产业化	28000	20000
2	汽车用蜂窝陶瓷制造项目	28608	17000
3	年产3000吨高性能稀土功能材料产业化项目	25000	22800
4	补充流动资金	25700	25700
	合计	107308	85500

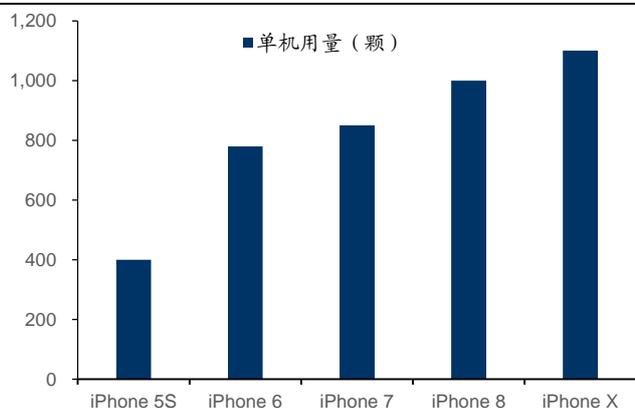
资料来源:公司公告、国信证券研究所整理

■ 5G手机和新能源汽车催生MLCC行业高端需求快速增长

公司是国内陶瓷粉体行业龙头企业，当前形成了电子材料、催化材料、生物医疗材料和其他材料四大块业务，产品下游覆盖电子、汽车、生物医疗、新能源和航空航天等领域。公司MLCC粉体国内市占率80%，全球份额超10%，水热法技术壁垒高，产业链拓展成本优势大，下游大客户扩产需求增加。随着MLCC产品不断向薄介质、高层数、小尺寸、大容量和高可靠性发展，MLCC粉体行业去库存接近尾声等催生因素，行业内消费电子和新能源汽车等高端需求快速增长，公司募投超微型片式MLCC下游需求有保障。

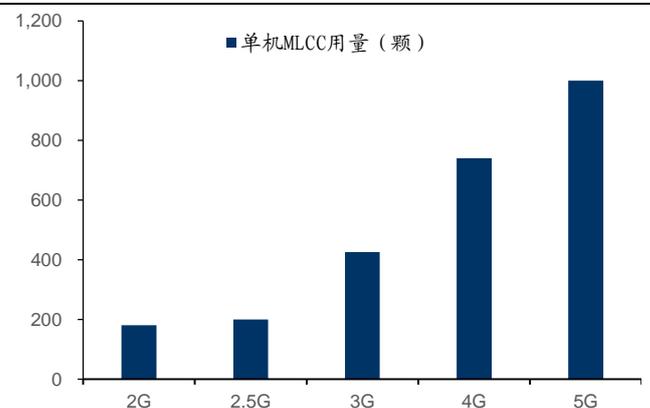
1、消费电子领域：手机性能迭代带来单机使用量增长。比如iPhone X的MLCC单机使用量已经从iPhone 5S的400增至1100颗，5G手机需要更多的频段，预计单机MLCC用量将提升80%以上，5G换机带来行业巨大增量。

图 1: iPhone 手机 MLCC 单机用量上涨



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 2: 高频段对手机 MLCC 用量需求更大



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

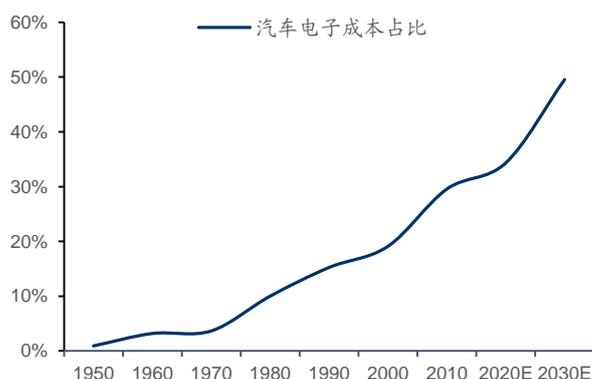
2、新能源汽车：新能源汽车数量和单车电子化率同步提升。新能源汽车单车对 MLCC 需求达到 2700-3000 颗，接近燃油车单车使用量的 6 倍左右，2019 和 2020 年受新能源汽车行业退补和疫情的影响，行业销量略有下降，但是随着 2020 年下半年新能源汽车下乡和补助持续，行业销量逐渐恢复，8 月份新能源汽车销量为 10.6 万辆，同比 +25.8%/环比+6.0%，根据三部委印发的《汽车产业中长期发展规划》，合理假设 2025 年中国新能源乘用车销量达到 580 万辆，新能源汽车长期增长迅速，另一方面汽车电子化率持续提升也将增加 MLCC 行业需求。

图 3：国内新能源汽车呈现增长态势（万辆、%）



资料来源：中汽协，《汽车产业中长期发展规划》、国信证券经济研究所整理

图 4：汽车电子化成本逐步提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 上半年公司陶瓷催化材料增速迅猛，扩产顺应市场需求有保障

2020 年上半年公司催化陶瓷材料增速迅猛，H1 营收 1.37 亿元（+74.32%）。公司产品主要包括蜂窝陶瓷、铈锆固溶体、分子筛等尾气处理产品，上半年国六标准逐步落地，公司产品销量大增。汽油机 GPF 和薄壁 TWC 均进入主机厂目录并实现销售，GPF 进口替代效果显著。柴油机方面 SCR 及 DPF 已完全实现批量生产并通过了国外主要催化剂公司验证，气体机载体已开始大批量销售。

国六标准实施下蜂窝陶瓷材料市场需求快速增加，此次扩产将顺应市场需求增加公司盈利。我们在之前的报告中对国六标准下蜂窝陶瓷材料和沸石分子筛市场空间进行测算，（1）蜂窝陶瓷：价格国六轻型汽车单车对催化剂载体需求 3 升，重型柴油车单车需求 35 升，轻型柴油车单车需求 15 升测算，2020 年蜂窝陶瓷市场需求约 1 亿升，市场空间约 50 亿元。（2）沸石分子筛：假设重型柴油车单车需求沸石量 5 千克，轻型柴油车需要 1 千克计算，2020 年市场空间约为 7500 吨，市场规模在 22.5 亿左右。

图 5：国六标准尾气处理装置变化



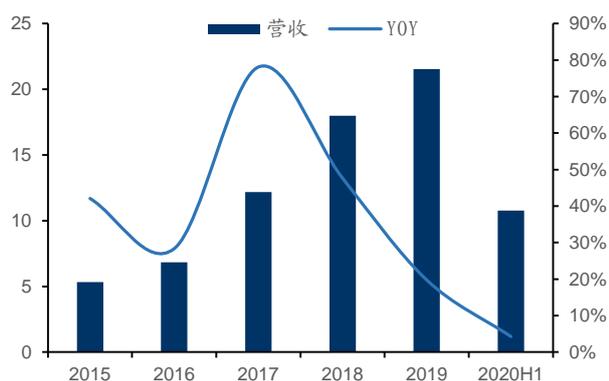
资料来源：国信证券经济研究所整理

■ 公司内生外延抗风险能力出众，定增巩固业务版图成长性显著

上半年公司业绩逆势增长，内生外延下抗风险能力出众。公司 2020H1 实现营收 10.76 亿元，同比增长 4.27%，归母净利润为 2.58 亿元，同比增长 4.11%。Q1 实现营收 4.87 亿元 (+4.64%)，归母净利润为 1.15 亿元 (-3.98%)，Q2 营收为 5.89 亿元 (+3.95%)，归母净利润为 1.43 亿元 (+11.66%)，环比显著改善。

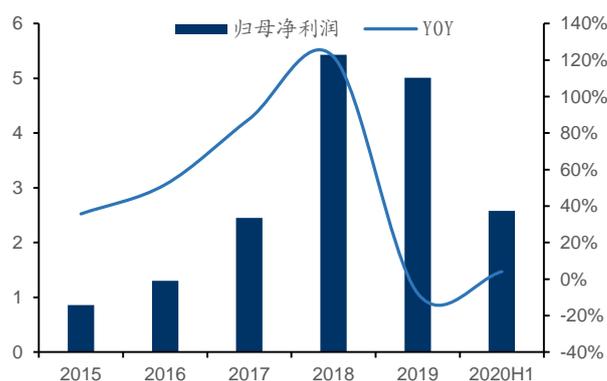
公司初期主营业务为 MLCC 配方粉生产和销售，13 年进军陶瓷墨水业务，14 年开展高纯氧化铝业务，15 年参股爱尔创布局医疗氧化锆业务，16 年通过收购进军催化剂和电子浆料业务，17 年收购王子制陶开拓蜂窝陶瓷尾气处理业务，18 年收购爱尔创进一步加速医疗板块业务拓展。当前继续通过定增扩展公司业务版图，未来成长性显著。

图 6：公司历年营收和增速（亿元、%）



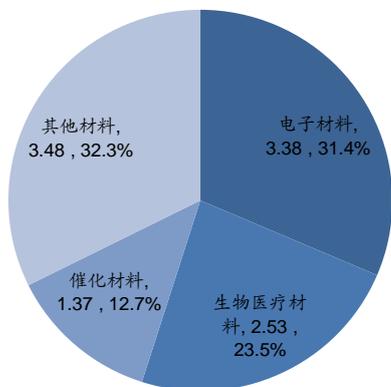
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 7：公司历年归母净利润和增速（亿元、%）



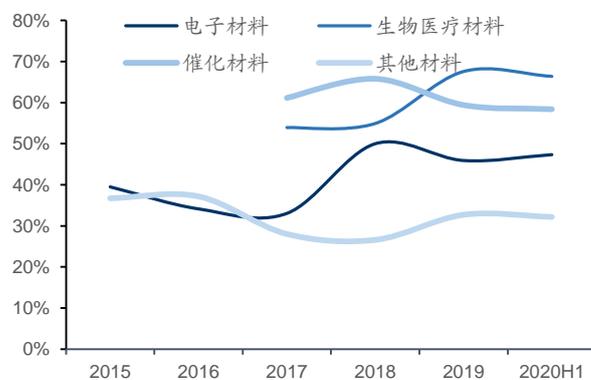
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 8：2020H1 公司分产品营收占比（亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 9：公司分产品毛利率变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

■ **投资建议：看好公司多赛道布局，给予“买入”评级**

公司是国内陶瓷材料龙头企业，通过内生外延成长性显著，当前公司在电子材料、生物医疗材料和催化材料领域不断布局，借助技术、客户、产业链等优势持续扩大市场份额，下半年 5G 和新能源汽车持续加速、国六标准需求持续、医疗材料行业高增速和公司产业链优势扩大，我们看好公司业绩盈利增长。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 5.87/7.72/9.44 亿元，同比增速 17/32/22%；摊薄 EPS 分别为 0.61/0.80/0.98 元，当前股价对应 PE=66/50/41 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**

- (1) 新产品研发不及预期的风险；
- (2) 下游需求释放不及预期的风险；
- (3) 行业竞争加剧产品价格大幅波动的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	300	775	1015	1625
应收款项	923	991	1225	1470
存货净额	571	575	686	820
其他流动资产	122	97	120	144
流动资产合计	1964	2486	3094	4107
固定资产	1073	1169	1183	1126
无形资产及其他	142	136	130	125
投资性房地产	1616	1616	1616	1616
长期股权投资	11	17	23	29
资产总计	4806	5423	6045	7002
短期借款及交易性金融负债	272	250	250	250
应付款项	343	375	244	292
其他流动负债	115	162	192	228
流动负债合计	731	787	687	770
长期借款及应付债券	36	36	36	36
其他长期负债	84	134	184	234
长期负债合计	120	170	220	270
负债合计	851	957	906	1040
少数股东权益	303	342	395	459
股东权益	3652	4124	4744	5503
负债和股东权益总计	4806	5423	6045	7002

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.52	0.61	0.80	0.98
每股红利	0.10	0.12	0.16	0.19
每股净资产	3.79	4.28	4.92	5.71
ROIC	17%	15%	19%	22%
ROE	14%	14%	16%	17%
毛利率	48%	48%	50%	51%
EBIT Margin	36%	28%	32%	33%
EBITDA Margin	41%	33%	36%	36%
收入增长	20%	12%	24%	20%
净利润增长率	-8%	17%	32%	22%
资产负债率	24%	24%	22%	21%
息率	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%
P/E	76.9	65.6	49.9	40.8
P/B	10.5	9.3	8.1	7.0
EV/EBITDA	45.1	49.5	37.0	30.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2153	2412	2982	3578
营业成本	1125	1247	1485	1760
营业税金及附加	22	29	30	36
销售费用	113	133	164	179
管理费用	123	319	363	435
财务费用	21	(22)	(13)	(14)
投资收益	2	2	2	2
资产减值及公允价值变动	4	4	(16)	(27)
其他收入	(133)	0	0	0
营业利润	621	712	939	1157
营业外净收支	1	5	1	1
利润总额	622	717	940	1158
所得税费用	79	80	103	134
少数股东损益	43	49	65	80
归属于母公司净利润	501	587	772	944

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	501	587	772	944
资产减值准备	(24)	1	0	(0)
折旧摊销	102	113	127	135
公允价值变动损失	(4)	(4)	16	27
财务费用	21	(22)	(13)	(14)
营运资本变动	(156)	82	(418)	(269)
其它	58	39	52	64
经营活动现金流	478	818	548	902
资本开支	(157)	(200)	(150)	(100)
其它投资现金流	(48)	0	0	0
投资活动现金流	(211)	(206)	(156)	(106)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(71)	0	0	0
支付股利、利息	(98)	(115)	(152)	(185)
其它融资现金流	91	(22)	0	0
融资活动现金流	(249)	(137)	(152)	(185)
现金净变动	18	475	241	610
货币资金的期初余额	282	300	775	1015
货币资金的期末余额	300	775	1015	1625
企业自由现金流	462	603	395	799
权益自由现金流	481	600	406	811

相关研究报告

《国瓷材料-300285-2020 半年报业绩点评：催化材料亮眼，看好业务拓展》——2020-08-28

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032