

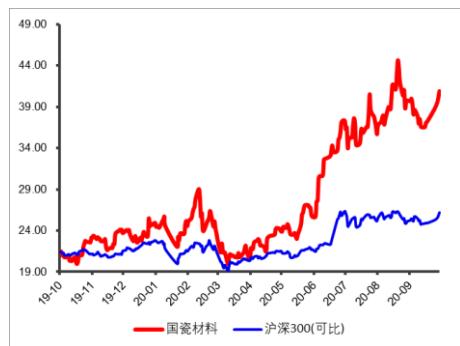


## 三季度业绩预增，再次彰显成长属性

投资评级：买入

报告日期：	2020-10-13
近12个月最高/最低(元)	46.56/19.83
总股本(百万股)	963.34
流通股本(百万股)	754.15
流通股比例(%)	78.3
总市值(亿元)	394
流通市值(亿元)	309

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

联系人：古武

执业证书号：S0010120070003

电话：15828604590

邮箱：guwu@hazq.com

《金禾实业系列报告之一：全球食品添加剂领军者》2020.08.18

《万华化学：全球MDI、TDI产能密集检修，价格或反弹》2020.07.29

《龙蟠佰利系列报告之一：走向全球钛产业龙头》2020.07.23

《标准升级系列之二：国家禁塑力度继续加码》2020.07.22

### 事件描述：

➤ 10月13日，公司发布前三季度业绩预增公告。

公告显示，2020年前三季度预计实现归母净利润4.11-4.21亿元，同比增长14.6%-17.4%，其中第三季度预计实现归母净利润1.53-1.63亿元，同比大幅增长38.1%-47.1%。

根据已经发布的一季报和中报，公司一季度、二季度归母净利润同比增速分别为-4.0%、11.7%，三季度业绩同比增速大幅提高。我们认为，国瓷材料MLCC电子陶瓷材料、蜂窝催化陶瓷材料、齿科生物陶瓷材料的成长逻辑并未改变，上半年受疫情影响需求兑现受到压制，而三季度以来疫情影响逐步消散，主营产品订单出现修复性增长，带来三季度业绩的大幅增长。国瓷材料的成长属性较为稳固，疫情黑天鹅也并未影响公司全年增长预期，我们坚定看好公司的长期投资价值。

### 点评：

➤ 三季度MLCC陶瓷粉受益于PC/汽车销量的增长，持续丰富的MLCC陶瓷粉品类为公司带来持续增长点

三季度，MLCC陶瓷粉下游需求出现分化，手机需求下滑，PC及汽车需求上升。中国信通院统计数据显示，2020年三季度，国内手机出货量同比下滑12.9%-34.8%；而根据Canalys估计，全球PC三季度出货量同比增长12.7%；威尔森检测数据则显示，三季度7、8、9月乘用车市场零售额同比增速达到13.4%、14.0%、2.4%。

国瓷材料传统MLCC陶瓷粉为小粒径产品，主要应用于手机等领域。经过多年的发展，公司已经成为国内最大的MLCC陶瓷粉体供应商，公司还不断开发新的MLCC陶瓷粉体品类，替代国外进口粉体。国瓷材料MLCC粉体品类的不断丰富和市占率的提升一定程度抵消了手机出货量下滑带来的不利影响。同时，公司新开发的固相法大粒径MLCC陶瓷粉产品于今年实现了工艺稳定并开始逐步放量，主要应用方向即为汽车及工业控制等领域，已成为了该板块新的增长点。

国瓷材料以合成技术为核心，在MLCC陶瓷粉领域不断开发应用于不同领域的新能源产品，为公司构筑了抵御市场风险核心能力的同时不断贡献着新的业绩增长点。

➤ 公司催化陶瓷业务处在国六实施带来的业绩上升期，前瞻性布局使得该业务板块业绩增长具有高确定性

根据生态环境部公布的国六标准实施时间表，今年7月1日已开启轻型汽车a阶段以及重型汽车城市车辆国六标准的实施。蜂窝陶瓷材料作为排放处理过程中不可或缺的载体，国六标准的实际落地使得公司蜂窝陶瓷材料增长预期逐步兑现，助推公司三季度业绩大幅增加。

公司公告显示，公司蜂窝陶瓷等尾气催化产品销售良好。汽油机方面，GPF和薄壁TWC均已进入主要客户主机厂公告目录且已经开始进行批量销售。柴油机主要以国内主流主机厂为开拓目标，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。

在国六标准下，尾气催化标准的提升也使得铈锆固溶物及分子筛等尾气催化产品获得了市场增量空间。国瓷材料自2018年起在铈锆固溶

物及分子筛材料板块布局了大量专利，将有望打破国外龙头在该领域的专利封锁，实现催化材料板块业绩的整体提升。

我们认为，公司在尾气催化领域有着大量前瞻性布局，随着国六标准的实际落地，公司催化材料板块将充分受益并持续贡献业绩增量。

➤ **疫情对齿科业务影响逐渐消退，高瓴/松柏将助力公司生物医疗材料板块持续扩张**

上半年，公司齿科材料业务一度受到疫情影响，但随着我国疫情得到快速控制，齿科医疗需求逐步回暖，公司齿科材料业务也表现良好，促进了公司三季度整体业绩的快速提升。

9月16日公司发布公告，子公司爱尔创将引入战略投资者高瓴资本和松柏投资。高瓴资本与国瓷材料及爱尔创有大量业务契合点。高瓴资本及其旗下基金（合称“高瓴”）在医疗服务、生物医药、先进制造、新能源汽车和消费电器等领域有广泛的布局。高瓴在全国投资了多家牙科医院，在北京、上海、深圳、广州等拥有近百家诊所及医院的大型连锁医疗机构；高瓴还管理并运营5家研究型医疗机构，与国瓷在氧化锆义齿、数字口腔以及电子材料等业务领域有丰富的业务对接方式和很强的协同效应。

松柏投资在牙科领域有大量布局。其在全产业链各环节构建了牙科产业资源协同发展格局，其投资及业务网络覆盖上游的正畸、种植、影像设备、椅旁数字化、管理软件等重要品类、中游的综合性牙科分销服务、下游的口腔专科医院和口腔连锁诊所。松柏对爱尔创的战略投资将可直接帮助其齿科业务拓展销售网络。

未来爱尔创将以国瓷材料领先的陶瓷材料技术为基础，在高瓴及松柏的助力下，大力推进品牌建设、市场推广、消费者培养战略，逐步从材料生产加工企业向面向消费者的口腔医疗服务平台型企业转变。

### 投资建议

预计公司2020-2022年归母净利润分别为5.95、7.46、8.91亿元，同比增速为18.9%、25.4%、19.4%。对应PE分别为66.16、52.76和44.19倍。给予“买入”评级。

### 风险提示

MLCC产品价格波动；5G建设速度缓慢；催化材料下游需求不及预期；齿科战略资源布局速度不及预期；口腔行业需求不及预期；产品质量及新产品、新技术开发风险。

### 盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2153	2284	2897	3434
收入同比 (%)	19.8%	6.1%	26.8%	18.6%
归属母公司净利润	501	595	746	891
净利润同比 (%)	-7.8%	18.9%	25.4%	19.4%
毛利率 (%)	47.8%	45.9%	45.5%	46.0%
ROE (%)	13.7%	14.0%	14.9%	15.1%
每股收益 (元)	0.52	0.62	0.77	0.92
P/E	43.98	66.16	52.76	44.19
P/B	6.03	9.26	7.87	6.67
EV/EBITDA	29.90	49.29	41.50	34.99

资料来源：wind，华安证券研究所

**附录：公司财务预测表**
**单位：百万元**

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E	利润表	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1964	2167	2878	3744	<b>营业总收入</b>	2153	2284	2897	3434
现金	300	355	625	1104	营业成本	1125	1236	1577	1855
应收账款	875	953	1197	1420	营业税金及附加	22	27	31	38
其他应收款	48	32	44	55	营业费用	113	97	135	162
预付账款	39	37	49	58	管理费用	123	125	161	191
存货	571	590	765	902	财务费用	21	-7	-19	-36
其他	131	200	199	206	资产减值损失	-4	0	0	0
<b>非流动资产</b>	2842	3114	3319	3525	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	11	11	11	11	投资净收益	2	2	3	3
固定资产	991	1227	1415	1609	<b>营业利润</b>	621	699	877	1066
无形资产	142	168	185	200	营业外收入	5	14	15	16
其他	1698	1708	1709	1705	营业外支出	3	5	6	7
<b>资产总计</b>	4806	5281	6198	7270	<b>利润总额</b>	622	708	886	1075
<b>流动负债</b>	731	570	696	814	所得税	79	79	97	125
短期借款	201	0	0	0	<b>净利润</b>	544	629	788	950
应付账款	179	205	255	302	少数股东损益	43	34	42	59
其他	351	365	441	512	<b>归属母公司净利润</b>	501	595	746	891
<b>非流动负债</b>	120	122	118	115	EBITDA	737	794	936	1096
长期借款	36	31	26	21	EPS(元)	0.52	0.62	0.77	0.92
其他	84	91	92	94					
<b>负债合计</b>	851	692	814	929					
少数股东权益	303	337	379	438					
股本	963	963	963	963					
资本公积	1110	1115	1121	1128					
留存收益	1579	2174	2920	3811					
归属母公司股东权益	3652	4252	5005	5903					
<b>负债和股东权益</b>	4806	5281	6198	7270					
<b>现金流量表</b>									
<b>经营活动现金流</b>	484	649	583	791					
净利润	501	595	746	891					
折旧摊销	105	132	120	120					
财务费用	24	7	2	1					
投资损失	-2	-2	-3	-3					
营运资金变动	-184	-108	-315	-269					
其他	726	728	1095	1210					
<b>投资活动现金流</b>	-234	-393	-314	-314					
资本支出	-195	-396	-317	-318					
长期投资	4	0	0	0					
其他	-42	2	3	3					
<b>筹资活动现金流</b>	-267	-201	1	3					
短期借款	-119	-201	0	0					
长期借款	-71	-5	-5	-5					
普通股增加	321	0	0	0					
资本公积增加	-321	5	6	7					
其他	-77	0	0	1					
<b>现金净增加额</b>	-16	55	270	479					

资料来源：wind，华安证券研究所

**分析师与研究助理简介**

**刘万鹏**: 化工行业首席分析师, 德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士, 天津大学化工学士, 2年化工战略规划经验, 4年化工卖方研究经验; 2019年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名; 2019年“新财富”化工行业团队入围。

**古武**: 研究助理, 四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士, 4年中航工业成飞航空材料产业经历, 2年新材料行业研究经历。

**曾祥钊**: 研究助理, 中国科学院化工硕士、清华大学化工学士, 通过CFA二级考试。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

### 行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上;

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上;

### 公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;

无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深300指数。