

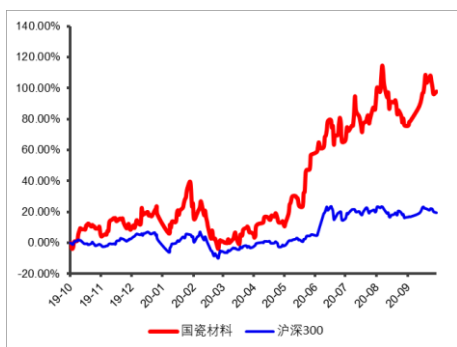
业绩持续改善，科学管理与技术创新驱动成长

投资评级：买入

报告日期：2020-10-27

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

《龙鳞佰利系列报告之一：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27日，公司发布三季度报。

公告显示，2020年前三季度公司实现营收18.28亿元，同比增长18.92%；实现归母净利润4.16亿元，同比增长15.89%；扣非后归母净利润3.98亿元，同比增长15.18%；经营活动现金流量净额4.02亿元，同比增长34.9%。

➤ 三季度业绩环比改善，逐步走出疫情影响

第三季度，公司实现营收7.52亿元，同比增长48.84%，环比增长27.67%；实现归母净利润1.57亿元，同比增长42.32%，环比增长9.79%。得益于疫情的逐步缓解，公司蜂窝陶瓷、齿科医疗材料、陶瓷墨水、MLCC陶瓷粉等主营产品订单开始逐步恢复，营收净利润持续改善。公司各主营业务均处于扩张期，预计四季度将延续增长势头，全年业绩增长值得期待。

➤ 研发投入持续加码，奠定未来发展基础

根据公告，前三季度公司研发投入达到1.1亿元，同比增长11.1%。公司研发较为注重前期情报收集和信息整理工作，战略规划过程中研究先行确保了公司能够从众多的潜在着力点中选择正确的发展方向。今年以来公司研发投入持续增长，表明支撑未来发展的新产品项目已经进入实质研发阶段。持续的创新与业务拓展是公司不断超预期的动力来源，我们坚定看好公司的长期投资逻辑。

➤ 以CBS系统为核心的管理体系：保障各业务领域高效协同

为解决多业务、多品类平台型公司的协同管理，公司自四年前起即开始大力推进国瓷业务系统(CBS)在全公司各个管理领域的应用。借助CBS系统，公司真正实现了各个部门之间、各个业务主体之间的资源快速整合和相互融合，充分发挥了相关业务产品、技术和市场等方面的协同作用。该业务系统自子公司完成并购初期即开始导入，该科学管理工具连续多年的坚持推广使得公司真正成为一个生机勃勃的有机整体。

我们认为，公司为具有核心技术优势的平台型公司，公司凭借科学的CBS系统完成各个业务体系之间的有机整合，真正实现了对并购公司的快速“赋能”，实现了以高效率并购为手段的业务快速扩张。公司未来还将坚持以科学的管理体系为基础持续开展外延并购，不断拓宽公司能力边界。

➤ 电子材料板块：创新驱动下的业务拓展

公司凭借领先的水热法合成工艺，成为国内MLCC陶瓷粉体的龙头供应商，市场占有率达到75%以上。公司未来业务拓展，一方面在于现有工艺技术的持续挖潜，如开发固相法工艺生产具有大容量优势的大粒径MLCC陶瓷粉体，以及开发适用于不同场景的差异化MLCC陶瓷配方粉。另一方面，公司正向5G等全新的业务领域进发，公司利用多年在电子陶瓷粉体和浆料上积累的经验，迅速开发了全系列用于基站滤波器的微波介质粉料和与之匹配的电子银浆，并成功推向了市场，得到了新客户群体的认可。在全新的应用需求下，国瓷材料与国外巨头处于同一起跑线上，公司有望凭借优秀的研发创新能力在未来全新的功能陶瓷粉体、浆料乃至制件领域获得广阔的市场空间。

➤ 催化材料板块：抓住国六推行契机，嵌入催化材料国产替代市场
 国瓷材料通过收购王子制陶获得了蜂窝陶瓷制造技术，同时也抓住了国六推行的发展契机。目前，海外巨头庄信万丰、优美科占据催化材料板块绝大部分涂覆市场份额，康宁、NGK 占据了大部分蜂窝陶瓷载体的市场份额，国内供应商仅有王子制陶和奥福环保两家国产供应商，市占率均在 1% 以下，国内催化材料板块仍有巨大的市场空间。前三季度，奥福环保借助催化材料板块发展机遇，实现营收 2.24 亿元，同比增长 15.27；实现归母净利润 0.63 亿元，同比增长 62.3%。与奥福环保蜂窝陶瓷材料主要应用于固定端的工程用途不同，国瓷材料的蜂窝陶瓷主要应用于汽油车、柴油车等移动端，市场空间及业务弹性将高于奥福环保。

公司未来将在蜂窝陶瓷所取得的市场突破的基础上，从低端车型、自主车型入手，不断提升自身能力边界，逐步蚕食被海外巨头垄断的蜂窝陶瓷市场空间。与此同时，公司还在钨钼固溶物/分子筛等功能陶瓷材料领域有了大量专利布局，未来还有望借助蜂窝陶瓷载体公告的渠道优势，打破国外在该领域的长期垄断，进一步拓展公司能力边界和营收增长点。

图表 1 国瓷材料催化材料板块盈利预测

时间	2019	2020E	2021E	2022E
蜂窝陶瓷销量 (万升)	579	1100	1800	2200
蜂窝陶瓷营收 (亿元)	2.05	3.79	6.21	7.59
蜂窝陶瓷净利润 (亿元)	0.76	1.37	2.23	2.73
钨钼固溶/分子筛营收 (亿元)	-	0.15	1	2
钨钼固溶/分子筛净利润 (亿元)	-	0.1	0.4	0.8

资料来源：公司公告，华安证券研究所

➤ 生物医疗材料板块：源于材料，不止于材料

今年以来，公司齿科受到疫情较大程度的冲击，但自三季度国内疫情影响逐步消散，齿科材料需求快速回升，该业务有望实现逆势增长。公司未来将以数字口腔为主要突破口，通过与 3SHAPE 合作、不断拓宽销售渠道、持续开展品牌建设，将逐步由齿科材料供应商向专注于齿科修复领域的全套解决方案供应商转变。

9 月 16 日，公司公告高瓴/松柏将战略投资爱尔创。高瓴在全球医疗健康、高端制造等领域有广泛布局，能够与国瓷材料的并购战略产生有效协同。松柏则是专注于口腔产业的投资者。松柏的投资理念是在坚持长期价值投资的同时，作为口腔学科的建设者参与到行业发展之中。松柏已经向大型口腔医院进行了大量投资和收购，目前累计投资、自建的医院达十多家，并不断对这些医院进行资源输出，通过专业培训提高医生们的业务能力，并以临床质量和培训教育而不是收入和利润对经营团队进行考核。此次战略投资将大大加速国瓷材料及爱尔创的转型进程。松柏对于口腔齿科行业的认识与国瓷材料/爱尔创不谋而合。松柏对爱尔创的战略投资对后者的助力是全方位的：一方面提供了丰富的产业资源和下游市场空间，另一方面在能够协助爱尔创站在整个口腔产业的角度寻求发展方向、找出并解决关键问题。我们认为，在松柏的助力下，公司将有望成为口腔修复领域的全球龙头企业。

图表 2 国瓷材料爱尔创盈利预测

时间	2019	2020E	2021E	2022E
爱尔创营收 (亿元)	4.72	5.19	5.57	6.76
爱尔创净利润 (亿元)	1.09	1.2	1.56	2.03

资料来源：公司公告，华安证券研究所

➤ 建筑陶瓷材料：陶瓷墨水仍具创新活力

公司陶瓷墨水业务在创立初期属于打破国外垄断的创新业务，在公司推出相关陶瓷墨水产品后不久，国外进口陶瓷墨水价格就由 100 万元/吨迅速下降至 10 万元/吨以下。近年来，由于国内厂商逐渐崛起，陶瓷墨水盈利能力有所下滑。今年以来，子公司康立泰克服了疫情对公司经营的不利影响，加大市场开拓力度，新产品销售额占比大幅增加，功能墨水和高性能墨水的发货量也明显增加，提高了公司利润水平和市场地位。同时，对国内重点销售产区进行价格策略调整，进一步拓宽了市场，有效扩大了河南、江西等区域的销售规模，巩固了四川、福建等区域的市场地位。另外，通过持续的技术研发和改进，公司成功推出了数码釉等产品，为陶瓷行业向大板、岩板等家居、装饰行业拓展和风口转变贡献力量。

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
流动资产	1964	2167	2878	3744	营业总收入	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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	4806	5281	6198	7270	利润总额	622	708	886	1075
流动负债	731	570	696	814	所得税	79	79	97	125
短期借款	201	0	0	0	净利润	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	归属母公司净利润	501	595	746	891
非流动负债	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					
负债合计	851	692	814	929	主要财务比率				
少数股东权益	303	337	379	438	成长能力				
股本	963	963	963	963	营业收入	19.8%	6.1%	26.8%	18.6%
资本公积	1110	1115	1121	1128	营业利润	1.9%	12.7%	25.3%	21.6%
留存收益	1579	2174	2920	3811	归属母公司净利润	-7.8%	18.9%	25.4%	19.4%
归属母公司股东权益	3652	4252	5005	5903	获利能力				
负债和股东权益	4806	5281	6198	7270	毛利率	47.8%	45.9%	45.5%	46.0%
					净利率	23.2%	26.1%	25.8%	25.9%
					ROE	13.7%	14.0%	14.9%	15.1%
					ROIC	12.9%	12.5%	13.3%	13.4%
现金流量表					偿债能力				
经营活动现金流	484	649	583	791	资产负债率	17.7%	13.1%	13.1%	12.8%
净利润	501	595	746	891	净负债比率	21.5%	15.1%	15.1%	14.7%
折旧摊销	105	132	120	120	流动比率	2.69	3.80	4.13	4.60
财务费用	24	7	2	1	速动比率	1.85	2.70	2.97	3.42
投资损失	-2	-2	-3	-3	营运能力				
营运资金变动	-184	-108	-315	-269	总资产周转率	0.45	0.43	0.47	0.47
其他	726	728	1095	1210	应收账款周转率	2.46	2.40	2.42	2.42
投资活动现金流	-234	-393	-314	-314	应付账款周转率	6.29	6.02	6.18	6.14
资本支出	-195	-396	-317	-318	每股指标(元)				
长期投资	4	0	0	0	每股收益	0.52	0.62	0.77	0.92
其他	-42	2	3	3	每股经营现金	0.50	0.67	0.61	0.82
筹资活动现金流	-267	-201	1	3	每股净资产	3.79	4.41	5.20	6.13
短期借款	-119	-201	0	0	估值比率				
长期借款	-71	-5	-5	-5	P/E	43.98	66.16	52.76	44.19
普通股增加	321	0	0	0	P/B	6.03	9.26	7.87	6.67
资本公积增加	-321	5	6	7	EV/EBITDA	29.90	49.29	41.50	34.99
其他	-77	0	0	1					
现金净增加额	-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方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。如未经本公司授权，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。