

蜂窝陶瓷销量同比增长明显，各板块业绩同步增长

——国瓷材料（300285.SZ）2020年年度报告点评

增持（维持）

当前价：55.68元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-56513000

zhaond@ebsecn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

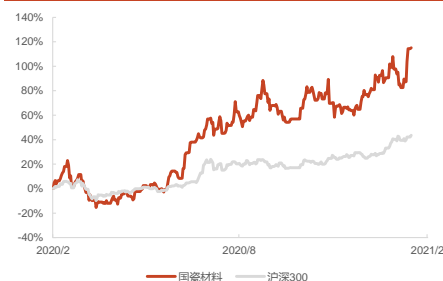
010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.04
总市值(亿元)	558.92
一年最低/最高(元)	55.68/20.01
近3月换手率	98.25%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	13.24	20.96	86.93
绝对	18.92	38.20	135.23

资料来源：Wind

相关研报

募投项目前景可期，引入战投助力齿科深度拓展——国瓷材料（300285.SZ）2020年半年报点评

扩能催化材料卡位国六，引入战投助推齿科业务成长——国瓷材料（300285.SZ）非公开发行A股股票预案点评

要点

事件：2021年2月9日，公司发布2020年年度报告，2020年度实现营收25.42亿元，同比增长18.08%。实现公司归母净利润5.74亿元，同比增长14.64%。扣除非经常性损益后的净利润为5.39亿元，同比增长14.51%。

点评：

电子材料板块营收同比增长，MLCC粉体下游需求或持续向好：公司电子材料板块2020年实现营业收入8.75亿元，同比增长25.52%；实现毛利润4.10亿元。毛利率46.91%，同比增长1.01个百分点。MLCC粉体方面，2020年需求稳步增长，供给缺口较大。下游客户积极扩充产能，采购需求量增长明显，公司MLCC产品产销量实现同比增长。随着下游5G及新能源汽车行业不断发展，MLCC粉体需求或将持续向好。电子浆料业务方面，报告期内公司实现小批量销售。公司运用在MLCC领域的客户资源，加速电子浆料在MLCC客户端的验证，订单增长明显。可穿戴陶瓷材料方面，公司氧化锆粉体供需旺盛，主要系智能手表陶瓷后盖需求的增加，未来可穿戴设备陶瓷化进程或将持续推进。

公司蜂窝陶瓷产销量同比上升明显，未来或将继续拓展市占率：公司催化材料板块2020年实现营业收入3.16亿元，同比增长52.55%；实现毛利润1.75亿元。2020年，公司蜂窝陶瓷销量显著同比上升。公司汽油机GPF和薄壁TWC进入放量阶段，且均已进入国内主要主机厂公告目录；柴油机方面SCR及DPF完全实现批量生产，并在商用车市场取得进展。未来国六推行趋势不改，公司正在实施蜂窝陶瓷三期扩产计划，继续推进市场开拓进程，抢占国六市场。公司催化材料业务在主机市场和后市场市占率提升可期。同时，公司投资2.5亿建设年产3000吨高性能稀土功能材料产业化项目。项目建成后，公司或将实现自产催化材料价格比进口价格更低，有助于公司继续巩固催化材料市场地位。

子公司爱尔创业绩兑现，未来盈利可期：2020年爱尔创实现营收5.79亿元，净利润1.28亿元，超额完成业绩承诺。爱尔创主营产品为齿科用材料，2020年爱尔创构建产品与服务一体化医美体系，推动口腔医疗行业发展。此外，爱尔创本溪生产基地产能扩建于2020年10月份完工，投产后本溪生产基地氧化锆瓷块产品产能将达到1,500吨/年，公司生物医疗板块盈利或将持续增长。

盈利预测、估值与评级：受5G及汽车行业景气上行带动MLCC粉体销量，以及催化剂板块放量影响，我们上调公司2021-2023年盈利预测，预计2021-2023年的净利润为7.66/9.37/11.33亿元，对应EPS分别为0.76/0.93/1.13元，维持“增持”评级。

风险提示：国六标准推行不及预期；下游需求不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,153.08	2,542.26	3,000.71	3,625.46	4,197.13
营业收入增长率	19.76%	18.08%	18.03%	20.82%	15.77%
净利润(百万元)	500.56	573.84	765.95	937.42	1,133.07
净利润增长率	-7.82%	14.64%	33.48%	22.39%	20.87%
EPS(元)	0.52	0.60	0.76	0.93	1.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.71%	11.49%	13.53%	14.45%	15.13%
P/E	107	97	73	60	49
P/B	15	11	10	9	7

资料来源：Wind、光大证券研究所预测，股价截止2021-02-10

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,153	2,542	3,001	3,625	4,197
营业成本	1,125	1,364	1,571	1,914	2,182
折旧和摊销	102	126	90	98	108
税金及附加	22	26	31	37	43
销售费用	113	105	135	163	189
管理费用	123	141	165	199	231
研发费用	138	161	191	231	267
财务费用	21	30	(15)	(22)	(31)
投资收益	2	4	0	0	0
营业利润	621	712	934	1,131	1,356
利润总额	622	715	937	1,134	1,358
所得税	79	94	121	146	175
净利润	544	621	816	987	1,183
少数股东损益	43	47	50	50	50
归属母公司净利润	501	574	766	937	1,133
EPS(按最新股本计)	0.52	0.57	0.76	0.93	1.13

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	484	772	453	830	1,051
净利润	501	574	766	937	1,133
折旧摊销	102	126	90	98	108
净营运资金增加	257	132	560	390	352
其他	(376)	(59)	(963)	(596)	(542)
投资活动产生现金流	(234)	(336)	(220)	(220)	(220)
净资本支出	(195)	(218)	(220)	(220)	(220)
长期投资变化	11	48	0	0	0
其他资产变化	(49)	(166)	0	0	0
融资活动现金流	(267)	451	(85)	(88)	(101)
股本变化	321	40	0	0	0
债务净变化	(191)	(308)	0	0	0
无息负债变化	147	113	51	145	94
净现金流	(16)	881	147	523	730

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	47.8%	46.3%	47.7%	47.2%	48.0%
EBITDA 率	36.2%	35.6%	34.7%	34.0%	34.6%
EBIT 率	31.4%	30.6%	31.7%	31.2%	32.0%
税前净利润率	28.9%	28.1%	31.2%	31.3%	32.4%
归母净利润率	23.2%	22.6%	25.5%	25.9%	27.0%
ROA	11.3%	10.3%	12.0%	12.6%	13.2%
ROE (摊薄)	13.7%	11.5%	13.5%	14.4%	15.1%
经营性 ROIC	13.4%	14.6%	15.6%	16.9%	18.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	18%	11%	10%	11%	11%
流动比率	2.69	5.60	6.18	6.19	6.73
速动比率	1.91	4.70	5.01	5.05	5.64
归母权益/有息债务	11.86	10.26	45.09	52.22	52.22
有形资产/有息债务	10.04	9.44	39.70	47.95	47.95

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	4,806	6,025	6,792	7,815	8,959
货币资金	300	1,170	1,317	1,840	2,570
交易性金融资产	48	150	150	150	150
应收帐款	875	1,008	1,218	1,455	1,677
应收票据	0	0	51	21	32
其他应收款 (合计)	48	15	32	47	41
存货	571	493	702	847	918
其他流动资产	83	187	187	187	187
流动资产合计	1,964	3,067	3,703	4,605	5,637
其他权益工具	30	5	5	5	5
长期股权投资	11	48	48	48	48
固定资产	991	1,095	1,106	1,130	1,159
在建工程	83	94	176	237	283
无形资产	142	134	151	167	184
商誉	1,534	1,532	1,532	1,532	1,532
其他非流动资产	14	18	18	18	18
非流动资产合计	2,842	2,958	3,089	3,210	3,322
总负债	851	656	707	852	946
短期借款	201	0	0	0	0
应付账款	179	217	247	303	346
应付票据	165	174	188	251	276
预收账款	18	0	13	16	12
其他流动负债	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
流动负债合计	731	548	599	744	837
长期借款	36	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	84	108	108	108	108
非流动负债合计	120	108	108	108	108
股东权益	3,955	5,369	6,085	6,963	8,014
股本	963	1,004	1,004	1,004	1,004
公积金	1,254	2,069	2,146	2,240	2,353
未分配利润	1,435	1,922	2,511	3,245	4,133
归属母公司权益	3,652	4,995	5,661	6,489	7,490
少数股东权益	303	374	424	474	524

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	5%	4%	5%	5%	5%
管理费用率	6%	6%	6%	6%	6%
财务费用率	1%	1%	-1%	-1%	-1%
研发费用率	6%	6%	6%	6%	6%
所得税率	13%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.06	0.10	0.11	0.13	0.16
每股经营现金流	0.50	0.77	0.45	0.83	1.05
每股净资产	3.79	4.98	5.64	6.46	7.46
每股销售收入	2.24	2.53	2.99	3.61	4.18

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	107	97	73	60	49
PB	14.7	11.2	9.9	8.6	7.5
EV/EBITDA	70	62	54	45	38
股息率	0%	0%	0%	0%	0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳