

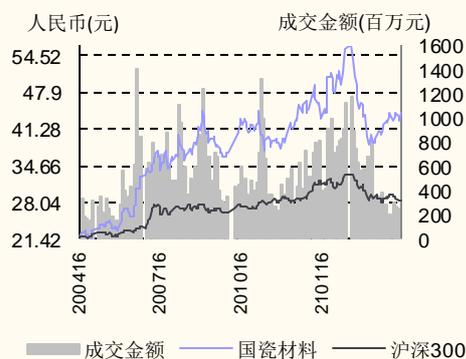
国瓷材料 (300285.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 44.22 元

市场数据(人民币)

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 10.04 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 7.57 |
| 总市值(亿元) | 443.88 |
| 年内股价最高最低(元) | 56.37/21.42 |
| 沪深 300 指数 | 4949 |
| 创业板指 | 2791 |



相关报告

- 1.《催化领域有望加速放量，多领域获得稳步发展-【国金化工】国瓷材...》，2021.2.9
- 2.《纵横双向拓展，构建多元材料综合供应平台-【国金基化】国瓷材料...》，2020.12.31

陈屹 联系人
chenyi3@gjzq.com.cn

杨翼 分析师 SAC 执业编号: S1120520090002

于明辉 联系人

国六产品持续放量，产业链延伸带动长期成长

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 2,153 | 2,542 | 2,963 | 3,455 | 3,897 |
| 营业收入增长率 | 19.76% | 18.08% | 16.54% | 16.64% | 12.77% |
| 归母净利润(百万元) | 501 | 574 | 738 | 894 | 1,033 |
| 归母净利润增长率 | -7.82% | 14.64% | 28.55% | 21.26% | 15.54% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.520 | 0.572 | 0.735 | 0.891 | 1.030 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.50 | 0.73 | 0.64 | 0.94 | 1.12 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 13.71% | 11.49% | 13.05% | 13.83% | 13.93% |
| P/E | 43.98 | 78.91 | 60.18 | 49.62 | 42.95 |
| P/B | 6.03 | 9.07 | 7.85 | 6.86 | 5.98 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩

- 2021年4月16日，公司发布2021年1季报，实现营业收入6.21亿元，同比增长27.55%，归母净利润1.86亿元，同比增长61.62%。

分析

- **蜂窝陶瓷材料持续放量，带动公司业绩大幅提升。**2021年是国六标准实施的关键一年，汽油机尾气催化装置大幅使用，柴油机下半年开始全面执行。伴随着国六标准升级，尾气催化载体使用量翻倍增长，在国六标准下加装的颗粒捕捉器技术难度高，具有更高的产品价值，国六阶段尾气催化载体将同时面临产品量价的双重提升；同时伴随着国内尾气催化载体的技术逐步成熟，更高的性价比优势使得下游发动机及整车厂开始逐步加深同国产载体厂商的合作，从而带动国内载体厂商的快速发展。公司具有气体机、汽油机及柴油机尾气催化全系列载体供应能力，持续推进同下游客户的合作，1季度公司国六产品产量有明显提升，带动公司业绩快速增长。同时公司加速在尾气催化载体领域的产能布局，把握机遇加速产品的市场推广。
- **战略投资者助力齿科产业链下游延伸，有望为公司开启长期成长空间。**公司在氧化锆粉体材料领域布局多年，通过爱尔创延伸至齿科瓷块领域，而借助数字口腔等模式将进一步延伸至终端牙冠等产品，大幅提升产品附加值。目前公司在积极进行渠道布局，逐步树立自身的终端品牌观念，同时推进同战略投资者的合作，为公司产业链延伸进行渠道理念赋能，有望在中期维度为公司发展提供充足的发展空间。
- **电子材料领域稳步发展，为公司提供坚实基础。**公司以MLCC粉体材料发展起家，伴随着工艺不断进步，公司不断丰富MLCC粉的型号，同时扩展氧化锆粉体、电子浆料等领域，借助工艺和渠道的协同性，扩展更大发展空间，加大企业的市场占比。国内下游客户产能持续扩展，公司产品需求也在不断提升，助力公司电子材料业务领域稳步发展，为公司提供坚实的基础。

投资建议

- 公司短期把握国六机遇，催化业务高速增长；中期将推进齿科产业链延伸；长期积极布局5G及精密结构件业务，开拓新的成长方向。预测公司2021-2023年归母净利润为7.38、8.94、10.33亿元，维持“买入”评级。

风险提示

- 国六实施不达预期；战略合作不达预期；限售股解禁风险；汇率波动风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 主营业务收入 | 1,798 | 2,153 | 2,542 | 2,963 | 3,455 | 3,897 |
| 增长率 | 19.8% | 18.1% | 16.5% | 16.6% | 12.8% | |
| 主营业务成本 | -992 | -1,125 | -1,364 | -1,576 | -1,802 | -2,015 |
| %销售收入 | 55.2% | 52.2% | 53.7% | 53.2% | 52.1% | 51.7% |
| 毛利 | 806 | 1,028 | 1,178 | 1,387 | 1,654 | 1,882 |
| %销售收入 | 44.8% | 47.8% | 46.3% | 46.8% | 47.9% | 48.3% |
| 营业税金及附加 | -19 | -22 | -26 | -31 | -36 | -41 |
| %销售收入 | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 销售费用 | -81 | -113 | -105 | -127 | -149 | -168 |
| %销售收入 | 4.5% | 5.3% | 4.1% | 4.3% | 4.3% | 4.3% |
| 管理费用 | -99 | -123 | -141 | -166 | -194 | -218 |
| %销售收入 | 5.5% | 5.7% | 5.6% | 5.6% | 5.6% | 5.6% |
| 研发费用 | -103 | -138 | -161 | -190 | -221 | -249 |
| %销售收入 | 5.7% | 6.4% | 6.3% | 6.4% | 6.4% | 6.4% |
| 息税前利润 (EBIT) | 504 | 632 | 745 | 873 | 1,054 | 1,206 |
| %销售收入 | 28.0% | 29.3% | 29.3% | 29.5% | 30.5% | 31.0% |
| 财务费用 | -26 | -21 | -30 | 24 | 28 | 35 |
| %销售收入 | 1.5% | 1.0% | 1.2% | -0.8% | -0.8% | -0.9% |
| 资产减值损失 | -27 | -31 | 32 | -30 | -32 | -34 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 143 | 2 | 4 | 2 | 3 | 1 |
| %税前利润 | 23.3% | 0.3% | 0.6% | 0.2% | 0.3% | 0.1% |
| 营业利润 | 609 | 621 | 712 | 884 | 1,072 | 1,228 |
| %营业收入 | 33.9% | 28.8% | 28.0% | 29.8% | 31.0% | 31.5% |
| 营业外收支 | 5 | 1 | 3 | 10 | 5 | 8 |
| 税前利润 | 614 | 622 | 715 | 894 | 1,077 | 1,236 |
| 利润率 | 34.2% | 28.9% | 28.1% | 30.2% | 31.2% | 31.7% |
| 所得税 | -56 | -79 | -94 | -112 | -135 | -155 |
| 所得税率 | 9.1% | 12.6% | 13.2% | 12.5% | 12.5% | 12.5% |
| 净利润 | 558 | 544 | 621 | 782 | 942 | 1,082 |
| 少数股东损益 | 15 | 43 | 47 | 45 | 48 | 48 |
| 归属于母公司的净利润 | 543 | 501 | 574 | 738 | 894 | 1,033 |
| 净利率 | 30.2% | 23.2% | 22.6% | 24.9% | 25.9% | 26.5% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 净利润 | 558 | 544 | 621 | 782 | 942 | 1,082 |
| 少数股东损益 | 15 | 43 | 47 | 45 | 48 | 48 |
| 非现金支出 | 114 | 109 | 120 | 131 | 166 | 224 |
| 非经营收益 | -118 | 16 | 12 | -22 | -9 | -5 |
| 营运资金变动 | -205 | -184 | -21 | -253 | -160 | -174 |
| 经营活动现金净流 | 350 | 484 | 732 | 639 | 939 | 1,127 |
| 资本开支 | -213 | -195 | -218 | -408 | -727 | -482 |
| 投资 | 2 | 4 | -18 | -2 | -1 | -3 |
| 其他 | 4 | -42 | -100 | 2 | 3 | 1 |
| 投资活动现金净流 | -207 | -234 | -336 | -408 | -725 | -484 |
| 股权募资 | 10 | 0 | 858 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -279 | -191 | -308 | -17 | -11 | -4 |
| 其他 | -79 | -76 | -105 | -80 | -80 | -80 |
| 筹资活动现金净流 | -348 | -266 | 445 | -97 | -91 | -84 |
| 现金净流量 | -206 | -16 | 841 | 133 | 123 | 559 |

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 282 | 300 | 1,170 | 1,303 | 1,426 | 1,985 |
| 应收款项 | 845 | 990 | 1,186 | 1,243 | 1,434 | 1,617 |
| 存货 | 459 | 571 | 493 | 734 | 790 | 856 |
| 其他流动资产 | 38 | 103 | 217 | 223 | 225 | 234 |
| 流动资产 | 1,623 | 1,964 | 3,067 | 3,502 | 3,875 | 4,692 |
| %总资产 | 37.1% | 40.9% | 50.9% | 51.8% | 50.3% | 53.4% |
| 长期投资 | 35 | 41 | 53 | 55 | 56 | 59 |
| 固定资产 | 991 | 1,073 | 1,189 | 1,431 | 1,972 | 2,216 |
| %总资产 | 22.6% | 22.3% | 19.7% | 21.2% | 25.6% | 25.2% |
| 无形资产 | 1,694 | 1,688 | 1,676 | 1,704 | 1,732 | 1,754 |
| 非流动资产 | 2,755 | 2,842 | 2,958 | 3,258 | 3,826 | 4,091 |
| %总资产 | 62.9% | 59.1% | 49.1% | 48.2% | 49.7% | 46.6% |
| 资产总计 | 4,378 | 4,806 | 6,025 | 6,760 | 7,701 | 8,783 |
| 短期借款 | 391 | 272 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 253 | 358 | 408 | 463 | 529 | 592 |
| 其他流动负债 | 99 | 101 | 140 | 135 | 159 | 180 |
| 流动负债 | 744 | 731 | 548 | 598 | 688 | 772 |
| 长期贷款 | 107 | 36 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 44 | 84 | 108 | 91 | 80 | 76 |
| 负债 | 895 | 851 | 656 | 689 | 768 | 848 |
| 普通股股东权益 | 3,216 | 3,652 | 4,995 | 5,653 | 6,467 | 7,420 |
| 其中：股本 | 642 | 963 | 1,004 | 1,004 | 1,004 | 1,004 |
| 未分配利润 | 1,037 | 1,435 | 1,922 | 2,579 | 3,394 | 4,347 |
| 少数股东权益 | 268 | 303 | 374 | 419 | 466 | 515 |
| 负债股东权益合计 | 4,378 | 4,806 | 6,025 | 6,760 | 7,701 | 8,783 |

比率分析

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.846 | 0.520 | 0.572 | 0.735 | 0.891 | 1.030 |
| 每股净资产 | 5.007 | 3.791 | 4.976 | 5.631 | 6.442 | 7.392 |
| 每股经营现金净流 | 0.545 | 0.503 | 0.729 | 0.636 | 0.936 | 1.123 |
| 每股股利 | 0.050 | 0.100 | 0.060 | 0.080 | 0.080 | 0.080 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 16.89% | 13.71% | 11.49% | 13.05% | 13.83% | 13.93% |
| 总资产收益率 | 12.40% | 10.42% | 9.52% | 10.91% | 11.62% | 11.77% |
| 投入资本收益率 | 11.51% | 12.95% | 12.04% | 12.58% | 13.31% | 13.30% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 47.65% | 19.76% | 18.08% | 16.54% | 16.64% | 12.77% |
| EBIT增长率 | 80.12% | 25.29% | 17.89% | 17.21% | 20.78% | 14.39% |
| 净利润增长率 | 121.81% | -7.82% | 14.64% | 28.55% | 21.26% | 15.54% |
| 总资产增长率 | 33.11% | 9.76% | 25.37% | 12.20% | 13.92% | 14.04% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 132.0 | 137.3 | 135.1 | 135.0 | 135.0 | 135.0 |
| 存货周转天数 | 141.8 | 167.0 | 142.3 | 170.0 | 160.0 | 155.0 |
| 应付账款周转天数 | 57.3 | 53.8 | 53.0 | 55.0 | 55.0 | 55.0 |
| 固定资产周转天数 | 175.1 | 168.0 | 157.2 | 144.0 | 154.2 | 177.3 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 6.22% | -1.01% | -24.58% | -23.93% | -22.73% | -26.90% |
| EBIT利息保障倍数 | 19.2 | 29.6 | 24.6 | -36.1 | -37.3 | -34.2 |
| 资产负债率 | 20.43% | 17.70% | 10.88% | 10.19% | 9.97% | 9.66% |

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 0 | 1 | 7 | 31 |
| 增持 | 0 | 1 | 1 | 8 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 2.00 | 1.50 | 1.53 | 1.00 |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2020-12-31 | 买入 | 44.55 | 48.55~48.55 |
| 2 | 2021-02-09 | 买入 | 51.60 | N/A |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402