

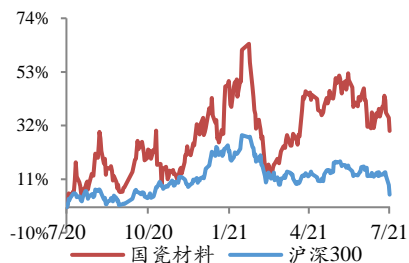
募投扩产加磅电子板块，战投落地加速临床进程

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-07-27

收盘价(元)	44.63
近12个月最高/最低(元)	56.37/34.85
总股本(百万股)	1,004
流通股本(百万股)	788
流通股比例(%)	78.53
总市值(亿元)	448
流通市值(亿元)	352

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

相关报告

1. 系列报告之三：种植牙国货之光
2021-05-26

2. 高瓴/松柏战投落地，种植牙迎国货之光
2021-05-26

3. 盈利水平持续提升，齿科静待战略落地
2021-04-16

主要观点：

● 事件描述

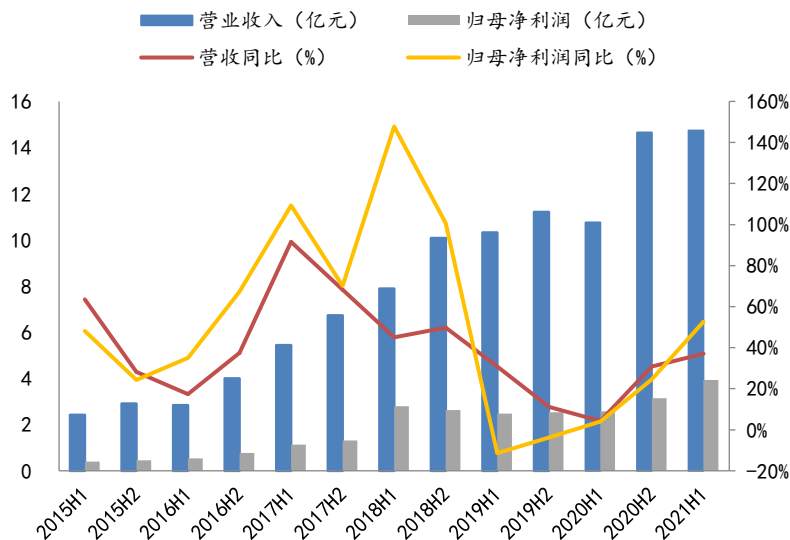
7月27日，公司公告2021年半年报。据公告，2021年上半年公司实现营业收入14.73亿元，同比增长36.94%；归母净利润3.94亿元，同比增长52.68%。

● 公司经营情况持续改善，营收、利润增速均创近年来新高

公司上半年共实现营业收入14.73亿元，比上年同期增长36.94%，实现营业利润4.61亿元，比上年同期增长50.13%；归属于上市公司股东的净利润3.94亿元，比上年同期增长52.68%。同比增速均创三年来新高。

其中电子材料板块营收达4.58亿元，同比增长35.63%，毛利率为45.80%；催化材料板块实现营收2.13亿元，同比增长54.88%，毛利率为51.66%；生物材料板块实现营收3.44亿元，同比增长35.78%，毛利率为67.04%，同比小幅增长0.51个百分点；建筑陶瓷材料实现营收3.84亿元，同比增长38.84%，毛利率为33.05%。

图表1 公司半年度经营情况



资料来源：wind，华安证券研究所

● 持续构筑基础技术—过程技术—应用技术的一体化“技术链”

公司在开展研发工作的同时，不断强化知识产权布局，搭建专利标准研发联动机制，深化成果专利化、专利标准化、标准市场化的过程。截止2021年6月底，公司新增授权专利27项，其中国外专利3项，发明专利15项；累计获得国内专利证书214项，其中发明专利113项，实用

新型专利 91 项。另外，公司已获外国专利授权 24 项，授权国家（组织）包括美国、韩国、澳大利亚以及欧专局等。

图表 2 2021 年 Q2 期间公司国内申请的专利情况

序号	专利申请号	专利名称
1	CN202110353577.0	汽车尾气处理催化剂的制备方法和应用
2	CN202110359440.6	复合催化剂及其制备方法和应用
3	CN202110379026.1	一种低温共烧材料及制备的用于过流保护的生瓷片、器件
4	CN202130217167.4	自动出料机
5	CN202110584667.0	一种改性分子筛吸附剂及其制备方法和应用

资料来源：CNKI，华安证券研究所

● MLCC 粉体募投项目扩产应对下游旺盛需求

市场方面，需求旺盛持续推动 MLCC 涨价，原材料供应商国瓷材料将迎增长契机。相对于其他的被动元件而言，大多数品类的 MLCC 是不需要个性化定制，而是属于通用型产品，且价格根据市场供需情况波动明显。回顾近 20 年全球 MLCC 市场的发展，大致经历了四次明显的价格波动。

- 2000-2004 年，互联网泡沫以及数字化时期，前期互联网浪潮和黑白手机的大规模普及，是 MLCC 需求的主要动力，供需的失衡情况推动了 MLCC 的涨价浪潮，但是后期随着互联网泡沫的破裂，大量的订单导致了库存的过剩。不过后期随着笔记本电脑和彩色功能手机等应用端的数字化推广，带动了小型 MLCC 需求的反弹，从而带动上游产能紧张从而出现缺货涨价。
- 2008-2010 年，金融危机以及随后的经济复苏，一方面，经济危机导致各应用产业链急速萎缩，大量清库存；另外一方面，从 2009 年起，全球经济快速复苏，下游需求崛起，产生大量的库存回补需求，再度推高产品价格。
- 2013-2015 年，智能手机的迅速流行，以苹果、三星为代表的智能手机在短期内迅速普及，出货量呈爆炸式的增长，而且每台手机搭载的 MLCC 数量的上升，成为主要的需求动力，推动产品价格明显上涨。
- 2017-2018 年，各种应用终端的需求上升。由于从 2106 年开始，日韩系主力厂商开始退出中低端市场，并转向车用和工控等高价值产品，从而造成中低端 MLCC 的攻击缺口。此外，三星 Note 7 的爆炸事件，导致三星电机的 MLCC 停产三个月，且对后续交付的 MLCC 加强了品质管理，交货周期进一步拉长，以至于价格受到进一步的抬高。加上当年 iPhone X 的单机用量达到 1100 颗，超小型 MLCC 需求大幅增加，台企和大陆厂商难以在短期内填补市场空白，以至于 MLCC 价格被一路推高。

随着车市复苏，电动汽车出货量的提高，自去年四季度以来，部分厂商

已经出现产品交付延期的态势，并且部分厂商已经开始小幅涨价。而自今年年初起来，无论是 MLCC 还是电阻，其价格较春节前均已上涨 25%-30%。

6 月初，由于疫情原因，马来西亚原本预计在 6 月 28 日解封，不得不再次启动全国封锁措施。受此影响，在马来西亚设厂的国际一线电容器厂商纷纷调低可用产能、延长交货时间，并酝酿年内第二次涨价。

MLCC 产业发展至今，国内 MLCC 厂商所需普通介质材料已经完全能够自给，但特殊功能型的介质材料仍然主要从日本、美国等国家采购。国瓷材料通过多年的技术创新，已经实现了大部分 MLCC 介质材料的进口替代，并在高端 MLCC 及特种 MLCC 所需粉体材料领域不断开发，受下游高景气度的影响，国瓷电子板块有望迎来增长契机。

图表 3 2021 年上半年 MLCC 涨价汇总

公司	涨幅	生效日期
三星电机	10%-26%	2021. 3. 1
国巨股份	10%-20%	2021. 4. 1
台湾华新科	20%-40%	2021. 4. 1
国巨股份	1%-3%	2021. 6. 1

资料来源：腾讯新闻，华安证券研究所

公司方面，持续扩产夯实行业地位。应对市场对 MLCC 需求快速增长，公司下游客户 MLCC 生产商都在通过不同方式逐步扩充产能，抢占市场份额。公司作为 MLCC 粉体材料供应商，为满足下游市场需求，于 7 月 28 日公告计划调增原募投项目“超微型片式多层陶瓷电容器用介质材料研发与产业化”的投资规模和计划产能。项目调整后预计投资总额为 39,764 万元，募集资金拟投资额仍为 20,000 万元，其余资金由公司自有资金投入。与原投资计划相比，本次项目将产能由原本的 2500 吨/年调整至 5000 吨/年，与项目相匹配的投资总额及所需的设备明细均有增加。

图表 4 MLCC 募投项目调整前后情况

名称	调整前	调整后
实施地点	公司二厂	公司二厂及扩展厂房
产能情况	2,500 吨	5,000 吨
项目投资总额	28,000 万元	39,764 万元
拟投入募集资金金额	20,000 万元	20,000 万元
建设周期	32 个月	32 个月
预计年均销售收入	13,205 万元	25,658 万元
利润	4,138 万元	7,067 万元

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● **高瓴/松柏战略投资落地推动公司医疗领域临床进程**

2020 年 6 月，公司首次公告了高瓴资本及松柏投资与国瓷材料的战略合作

作事宜，高瓴/松柏基于对国瓷材料及子公司爱尔创公司价值的高度认可，将以定增及战略投资的方式与国瓷材料及子公司爱尔创展开合作。2020年9月，战略合作事宜进行了方案变更，根据最新方案，高瓴资本/松柏投资将直接以5亿元增资爱尔创并拟出资2亿元受让国瓷材料所持有的部分爱尔创股权。

2020年6月，公司首次公告了高瓴资本及松柏投资与国瓷材料的战略合作事宜，高瓴/松柏基于对国瓷材料及子公司爱尔创公司价值的高度认可，将以定增及战略投资的方式与国瓷材料及子公司爱尔创展开合作。2020年9月，战略合作事宜进行了方案变更，根据方案，高瓴资本/松柏投资将直接以5亿元增资爱尔创并拟出资2亿元受让国瓷材料所持有的部分爱尔创股权。

2021年5月，战略合作正式落地，方案共分为四部分。

- 公司以自有资金投资3000万元设立全资子公司深圳爱尔创新材料有限公司，并在内部将全资孙公司沈阳爱尔创和辽宁爱尔创划转为深圳爱尔创新材料。本次划转完成后，爱尔创业务板块主体进行相应调整，口腔材料业务归属深圳爱尔创科技，结构陶瓷相关业务归属深圳爱尔创新材料。
- 国瓷材料、深圳青云和东营铭朝拟以其各自持有的深圳爱尔创数字口腔全部股权，向深圳爱尔创科技增资1.5亿元，增资后，国瓷材料、深圳青云、东营铭朝持有深圳爱尔创科技的股权比例分别为97.80%、1.10%、1.10%，数字口腔权益整合完成；
- 国瓷/爱尔创与高瓴德祐/松柏投资签署了《关于深圳爱尔创科技有限公司之投资协议》，国瓷材料拟以合计2亿元的对价向高瓴德祐/松柏投资转让深圳爱尔创科技8.89%的股权，高瓴德祐/松柏投资享有随售权、出售选择权、购股权等权利；
- 国瓷与松柏签署《关于总额不超过人民币伍亿元定期贷款之贷款协议》及附属的《股权质押合同》，约定松柏提供5亿元借款，用于爱尔创集团（由主营光通讯业务的深圳爱尔创新材料有限公司及主营氧化锆陶瓷的深圳爱尔创科技有限公司组成）业务发展，国瓷材料则将其持有的深圳爱尔创科技16.56%的股权质押给松柏。借款期限为提款日起3年，年利率为8%（单利）。

图表5 本次交易后可能出现的关键节点

0-3年	2-4年	5年之后
高瓴/松柏有权行使购股权	1: 高瓴/松柏可行使出售权，仅获得股权部分浮动收益和债券部分8%固定收益 2: 国瓷可提前偿还借款	国瓷可回购高瓴/松柏所持爱尔创股权

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2021年7月28日，公司公告深圳爱尔创科技已完成相关工商变更登记手续，并取得深圳市市场监督管理局颁发的《营业执照》。

图表 6 爱尔创科技工商变更情况

变更日期	变更项目	变更前	变更后
2021/6/17	注册资本	6,000 人民币	6,428.5712 人民币 (+7.14%)
2021/6/17	企业类型	有限责任公司(自然人投资或控股的法人独资)	有限责任公司(自然人投资或控股)
2021/6/17	联系人	姜芳	吴燕云
2021/6/17	投资人	山东国瓷功能材料股份有限公司 6000.0(万元)100.00%	山东国瓷功能材料股份有限公司 6287.1428(万元)97.80%; 东营铭朝股权投资合伙企业(有限合伙) 70.7142(万元)1.10%; 深圳青云投资服务合伙企业(有限合伙) 70.7142(万元)1.10%

资料来源：企业查，华安证券研究所

随着战略投资者逐步向爱尔创引入资源，爱尔创临床方面证书申请次数及种类大幅增加。截止 2021 年中报，上半年便已经新增 8 项业务经营许可资质及 2 项医疗器械产品注册，前者数量占据公司现有业务经营许可资质总数的 38%。

图表 7 2021 年上半年公司新增业务经营许可资质

证书名称	起始日期	到期日期	内容/编号	发证单位
医疗器械产品出口销售证明	2021.1.4	2023.1.3	全瓷义齿用彩色氧化锆瓷块	辽宁省药品监督管理局
第二类医疗器械经营备案	2021.3.29		经营备案 20164490 号	深圳市市场监督管理局
第二类医疗器械经营备案	2021.3.29		经营备案 202052926 号	深圳市市场监督管理局
医疗器械经营许可证	2021.4.6	2024.12.5	经营许可 20190751 号	深圳市市场监督管理局
医疗器械经营许可证	2021.4.6	2025.6.7	经营许可 20200382 号	深圳市市场监督管理局
医疗器械质量管理体系	2021.6.13	2024.6.12	氧化锆瓷块	欧盟医疗器械公告机构
医疗器械生产许可证	2021.6.23	2024.8.4	口腔义齿材料制作	辽宁省药品监督管理局
医疗器械生产产品登记表	2021.6.23	2024.8.4	口腔义齿材料制作	辽宁省药品监督管理局

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 8 2021 年上半年公司新增注册证的医疗器械情况

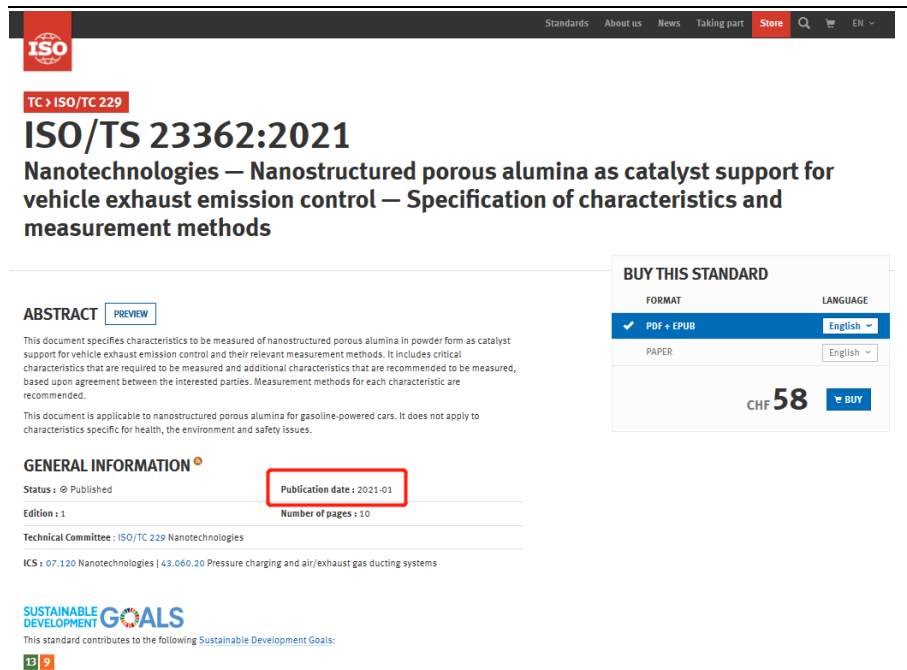
注册名称	起始日期	到期日期	注册类别	注册编号
口腔修复用 氧化锆瓷块	2021. 3. 29	2026. 3. 28	II 类	辽械注准 20212170029
全瓷义齿用 氧化锆瓷块 染色剂	2021. 4. 19	2026. 4. 18	II 类	辽械注准 20212170037

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● 催化材料国际标准落地巩固催化材料领域话语权

2021 年 1 月 10 日，ISO/TS 23362:2021 “催化剂载体用纳米氧化铝”国际标准经国际标准化组织纳米技术委员会 (ISO/TC229) 正式批准，出版实施。该国际标准 2018 年 4 月由上海国瓷牵头，历时 3 年，经立项、起草、征求意见、审查、批准以及出版阶段等制定过程，获得发布实施，该标准是国瓷公司首个主持的国际标准，同时也是国内制定的第一个针对汽车尾气催化剂载体用纳米氧化铝技术评价的国际标准，填补了该产品中国国际标准制修订领域的空白。

图表 9 公司“催化剂载体用纳米氧化铝”国际标准



Standards About us News Taking part Store Q EN

TC ISO/TC 229

ISO/TS 23362:2021

Nanotechnologies — Nanostructured porous alumina as catalyst support for vehicle exhaust emission control — Specification of characteristics and measurement methods

BUY THIS STANDARD
 FORMAT LANGUAGE
 PDF + EPUB PAPER English English

CHF **58** BUY

ABSTRACT PREVIEW
 This document specifies characteristics to be measured of nanostructured porous alumina in powder form as catalyst support for vehicle exhaust emission control and their relevant measurement methods. It includes critical characteristics that are required to be measured and additional characteristics that are recommended to be measured, based upon agreement between the interested parties. Measurement methods for each characteristic are recommended.
 This document is applicable to nanostructured porous alumina for gasoline-powered cars. It does not apply to characteristics specific for health, the environment and safety issues.

GENERAL INFORMATION
 Status: Published Publication date: 2021-01
 Edition: 1 Number of pages: 10
 Technical Committee: ISO/TC 229 Nanotechnologies
 ICS: 07.120 Nanotechnologies | 43.060.20 Pressure charging and air/exhaust gas ducting systems

SUSTAINABLE DEVELOPMENT GOALS
 This standard contributes to the following Sustainable Development Goals:
 13 9

资料来源：公司官网，华安证券研究所

本标准的发布，是山东国瓷在国际标准研究制定方面取得的又一重大突破，对于汽车尾气催化领域国际化发展具有积极的推动作用，将推动汽车后处理环保材料国际化、标准化发展，并对实施国瓷国际品牌战略，

推动国瓷汽车尾气催化材料进入国际市场，具有重要深远意义。

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 8.13、10.84、13.47 亿元，同比增速为 41.6%、33.4%、24.2%。对应 PE 分别为 55.13、41.31、33.27 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

新产品或产业链扩展节奏不及预期；CBS 管理系统实施效果暂时未达预期的风险；齿科战略资源布局速度不及预期；国六标准实施进度不稳定的风险；MLCC 订单波动的风险；5G 建设进度不稳定的风险。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2542	3155	3982	4870
收入同比 (%)	18.1%	24.1%	26.2%	22.3%
归属母公司净利润	574	813	1084	1347
净利润同比 (%)	14.6%	41.6%	33.4%	24.2%
毛利率 (%)	46.3%	47.6%	49.7%	50.1%
ROE (%)	11.5%	14.0%	15.7%	16.3%
每股收益 (元)	0.60	0.81	1.08	1.34
P/E	78.91	55.13	41.31	33.27
P/B	9.07	7.71	6.49	5.43
EV/EBITDA	50.55	42.24	32.15	25.93

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3067	3753	4891	6314	营业收入	2542	3155	3982	4870
现金	1170	1326	1991	2870	营业成本	1364	1652	2003	2429
应收账款	1008	1271	1597	1952	营业税金及附加	26	33	41	50
其他应收款	15	35	44	50	销售费用	105	146	186	218
预付账款	37	49	59	71	管理费用	141	256	303	390
存货	493	705	838	1001	财务费用	30	-53	-70	-102
其他流动资产	344	368	360	369	资产减值损失	-8	0	0	0
非流动资产	2958	3227	3410	3609	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	48	48	48	48	投资净收益	4	3	4	6
固定资产	1095	1333	1508	1693	营业利润	712	970	1326	1644
无形资产	134	152	157	165	营业外收入	13	14	15	16
其他非流动资产	1682	1694	1697	1704	营业外支出	9	5	6	7
资产总计	6025	6981	8301	9922	利润总额	715	979	1335	1653
流动负债	548	655	805	975	所得税	94	114	167	205
短期借款	0	0	0	0	净利润	621	865	1169	1447
应付账款	217	261	318	385	少数股东损益	47	53	84	101
其他流动负债	331	394	487	590	归属母公司净利润	574	813	1084	1347
非流动负债	108	86	82	79	EBITDA	873	1029	1331	1616
长期借款	0	-5	-10	-15	EPS (元)	0.60	0.81	1.08	1.34
其他非流动负债	108	91	92	94					
负债合计	656	741	887	1054					
少数股东权益	374	427	511	612					
股本	1004	1004	1004	1004					
资本公积	1897	1902	1908	1915					
留存收益	2095	2907	3992	5338					
归属母公司股东权益	4995	5813	6903	8257					
负债和股东权益	6025	6981	8301	9922					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	772	584	966	1197	成长能力				
净利润	574	813	1084	1347	营业收入	18.1%	24.1%	26.2%	22.3%
折旧摊销	128	154	133	138	营业利润	14.7%	36.3%	36.7%	24.0%
财务费用	12	0	0	-1	归属于母公司净利	14.6%	41.6%	33.4%	24.2%
投资损失	-4	-3	-4	-6	获利能力				
营运资金变动	-21	-423	-322	-374	毛利率 (%)	46.3%	47.6%	49.7%	50.1%
其他经营现金流	677	1280	1482	1812	净利率 (%)	22.6%	25.8%	27.2%	27.6%
投资活动现金流	-336	-411	-303	-322	ROE (%)	11.5%	14.0%	15.7%	16.3%
资本支出	-218	-415	-307	-328	ROIC (%)	12.0%	12.4%	14.2%	14.6%
长期投资	-18	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-100	3	4	6	资产负债率 (%)	10.9%	10.6%	10.7%	10.6%
筹资活动现金流	451	-17	3	5	净负债比率 (%)	12.2%	11.9%	12.0%	11.9%
短期借款	-201	0	0	0	流动比率	5.60	5.73	6.08	6.48
长期借款	-36	-5	-5	-5	速动比率	4.62	4.57	4.95	5.37
普通股增加	40	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	786	5	6	7	总资产周转率	0.42	0.45	0.48	0.49
其他筹资现金流	-139	-17	2	3	应收账款周转率	2.52	2.48	2.49	2.49
现金净增加额	881	156	666	879	应付账款周转率	6.28	6.32	6.30	6.30
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.60	0.81	1.08	1.34
					每股经营现金流薄)	0.77	0.58	0.96	1.19
					每股净资产	4.98	5.79	6.88	8.23
					估值比率				
					P/E	78.91	55.13	41.31	33.27
					P/B	9.07	7.71	6.49	5.43
					EV/EBITDA	50.55	42.24	32.15	25.93

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘万鹏，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。

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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。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市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数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；
- 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。