2020 年 6 月 18 日

罗健
H70406@capital.com.tw

目标价(元) 36

公司基本信息

產業別	化工
A 股价(2020/6/18)	30.27
深证成指(2020/6/18)	11494.55
股價 12 個月高/低	30.37/15.92
總發行股數(百萬)	963.34
A 股數(百萬)	754.15
A 市值(億元)	228.28
主要股東	张曦(19.96%)
每股淨值(元)	3.85
股價/賬面淨值	7.86

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	25.9	43.2	84.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等

产品组合

电子材料板块	37.17%
医疗器械系列	18.66%
催化剂系列产品	10.90%
其他	33.26%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	12.3%
一般法人	17.2%

股价相对大盘走势



国瓷材料（300285.SZ） BUY 买入

定增引入战投高瓴懿成，加速陶瓷产业发展

结论与建议：

公司发布非公开发行A股股票预案，拟以20.67元/股的价格向董事长张曦、珠海高瓴懿成发行股票不超过7257万股，锁定期18个月，募集资金不超过15亿元，其中董事长张曦拟认购8.55亿元，高瓴懿成拟认购6.45亿元，募集资金用于建设多个新增项目及补充流动资金，本次非公开发行不涉及公司实控人变动，同时公司公告与珠海高瓴懿成签署战略合作协议。公司以MLCC配方粉为基础，不断发展下游陶瓷产业，定增项目将快速扩大公司电子材料、催化剂材料产能，有望整合投资方资源加速义齿业务发展，持续看好公司多轮驱动增长，维持“买入”评级。

- **新建电子材料项目，推动高端瓷粉国产替代：**定增项目中，公司拟投资 2.8 亿元建设超微型片式多层陶瓷电容器用介质材料研发与产业化项目，建设周期约 32 个月。公司是全球第二家掌握水热法 MLCC 配方粉生产工艺，是全球主要配方粉供应商，下游客户包括三星电机、风华高科等 MLCC 巨头，尽管如此国内高端超薄 MLCC 领域较为薄弱，随着公司定增项目建成，公司有望实现高端介质材料技术突破，从而推动高端瓷粉进口替代，进一步提升公司在配方粉行业竞争优势。对于 MLCC 行业，短期看，19 年底 MLCC 行业去库存已基本完成，年初已有多家企业上调电容价格，长期看，电子产品更迭升级、5G 技术推广及新能源汽车发展都将拉动 MLCC 需求增长，从而带动上游粉体需求增加，配方粉整体格局向好。

- **扩产催化材料，做大做强提升市场份额：**定增项目中涉及两个催化材料项目，一是公司拟投资 2.86 亿元扩建汽车用蜂窝陶瓷载体产能，整体建设周期约 34 个月，二是公司拟投资 2.5 亿建设年产 3000 吨高性能稀土功能材料产业化项目，整体建设周期约 36 个月。2020 年 7 月 1 日正式实施国六 a 标准，其中主要汽车销售地已提现实施，相对于国五标准，车辆尾气处理装置大幅增加，催化剂载体、助剂等需求将快速释放，预计 17-25 年国内蜂窝陶瓷载体复合增速达 13%。目前国内尾气催化剂市场超七成由外企掌握，催化剂载体外企占有率更是达到九成以上。公司在国产载体市场上技术、规模领先，GPF 产品进口替代效果显著，多个产品已开始批量销售，此外，公司拥有催化剂全系列产品，铈锆固溶体、分子筛产品也陆续通过验证，开始小批量销售。两定增项目建成，扩大公司蜂窝陶瓷载体产能同时，继续强化全系列催化产品组合销售优势，加速实现国产替代，提升自身市场占有率，从而带动该系列业务快速增长。

- **战略协议加持，整合资源助力医疗器械发展：**公司还与高瓴懿成及其战略合作伙伴松柏签署附条件生效的战略合作协议，有意在牙科领域展开紧密合作，与公司子公司爱尔创展开战略、商务和股权合作，同时高瓴将在近期促成松柏或其关联方对爱尔创进行不低于 2 亿元的投资。高瓴是松柏的主要股东，松柏专注于医疗健康消费领域尤其是牙科领域的投资与运营，在全产业链各环节构建牙科产业资源协同发展。此次战略协议，公司有望与高瓴、松柏平台资源对接，充分发挥产业协同效应，拓宽公司在齿科领域的销售渠道，提升爱尔创品牌国际影响力，从而促进公司医疗器械业务快速发展。

- **盈利预测：**我们预计公司 20/21/22 年实现净利润 6.05/7.13/8.50 亿元，yoy+21%/+18%/+19%，折合 EPS 为 0.63/0.74/0.88 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 48、41、34 倍。看好公司的成长性，维持“买入”评级。

- **风险提示：**1、产品需求、国六标准实施等不及预期；2、商誉减值。

年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020E	2021E	2022E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	543.03	500.56	604.64	713.46	849.66
同比增减	%	121.81%	-7.82%	20.79%	18.00%	19.09%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.85	0.52	0.63	0.74	0.88
同比增减	%	106.64%	-38.55%	20.79%	18.00%	19.09%
A 股市盈率(P/E)	X	35.80	58.26	48.23	40.87	34.32
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.06	0.08	0.10	0.11
股息率 (Yield)	%	0.33%	0.20%	0.26%	0.33%	0.36%

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

表：非公开发行股票募集资金用途

序号	项目名称	总投资额（万元）	拟使用募集资金额（万元）
1	超微型片式多层陶瓷电容器用介质材料研发与产业化	28000.00	20000.00
2	汽车用蜂窝陶瓷制造项目	28608.00	17000.00
3	年产 3000 吨高性能稀土功能材料产业化项目	25000.00	22800.00
4	补充流动资金	90200.00	90200.00
合计		171808.00	150000.00

资料源：公司公告，群益金鼎证券整理

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1798	2153	2546	3036	3646
经营成本	992	1125	1299	1543	1847
研发费用	103	138	163	195	234
营业税金及附加	19	22	26	32	38
销售费用	81	113	134	160	192
管理费用	99	123	145	173	208
财务费用	26	21	25	30	36
资产减值损失	27	4	4	5	6
投资收益	143	2	15	12	6
营业利润	609	621	750	885	1055
营业外收入	6	5	5	5	5
营业外支出	1	3	3	3	3
利润总额	614	622	751	887	1056
所得税	56	79	95	112	133
少数股东损益	15	43	52	61	73
归属于母公司股东权益	543	501	605	713	850

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	282	300	527	1164	1989
应收账款	745	875	1006	956	908
存货	459	571	656	623	592
流动资产合计	1623	1964	2415	2973	3725
长期股权投资	5	11	11	11	11
固定资产	862	991	1096	1192	1224
在建工程	128	83	85	87	89
非流动资产合计	2755	2842	2996	3134	3225
资产总计	4378	4806	5411	6107	6950
流动负债合计	744	731	753	768	791
非流动负债合计	151	120	123	126	130
负债合计	895	851	876	894	921
少数股东权益	268	303	355	416	489
股东权益合计	3484	3955	4534	5213	6029
负债及股东权益合计	4378	4806	5411	6107	6950

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动产生的现金流量净额	350	484	605	714	821
投资活动产生的现金流量净额	-207	-234	-246	-253	-258
筹资活动产生的现金流量净额	-351	-267	-134	174	261
现金及现金等价物净增加额	-206	-16	227	636	825

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。