

日期: 2014年11月24日

行业: 非金属矿物制品



杨彦

021-53519888-1991

yangyan@shzq.com

执业证书编号: S0870512110002

中国釉面材料行业领军企业

上市合理定价 RMB33.30~39.96 元

基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股)	16.25
发行后总股本 (百万股)	65
发行数量占发行后总股本	25%
发行方式	网上定价发行 网下询价配售
保荐机构	招商证券

主要股东

荣继华	39.81%
梁海燕	12.69%
蚌埠皖北金牛创业投资有限公司	4.62%
曾祎安	3.46%
刘咏梅	3.06%

收入结构 (2014Q3)

釉料	61.36%
陶瓷墨水	33.14%
色料	3.26%
印油	2.24%

报告编号: YY14-NSP08

首次报告日期: 2014年11月24日

■ 投资要点:

受益于瓷质釉面砖对抛光砖的替代, 行业近年发展迅猛

我国建筑陶瓷产品发展初期, 主要产品为“抛光砖”, 其主要特点是坚实、耐磨、经济实用、加工工艺相对简单, 同时还存在外观色彩单一、缺乏艺术感、原材料标准高、不利于环境保护等缺点。

20世纪后期我国瓷质釉面砖产品逐渐兴起, 呈迅猛发展态势, 根据中国建筑卫生陶瓷协会发表的《陶瓷色釉料行业发展研究报告》, 2005年我国瓷质釉面地砖占全部地砖的比例仅为5%, 2010年快速提高到26%, 这一比重在逐年提高。

釉面材料行业首家上市公司

道氏技术是行业内最主要的釉面材料生产企业, 技术实力和经营规模均居行业前列, 产品的质量和性价比等得到了下游客户的充分认可。随着行业专业化程度和标准化程度的快速提高以及釉面材料产品的升级换代, 预计公司的销售收入在未来几年将持续保持快速增长, 市场占有率和影响力将持续提高。

盈利预测

根据募投项目建设进度情况, 我们预计2014-2016年归属于母公司的净利润分别为7234万元、11584万元和12821万元, 同比增速分别为20.1%、60.1%和10.6%, 相应的稀释后每股收益为1.11元、1.78元和1.97元。

定价结论

综合考虑可比同行业公司的估值情况及道氏技术自身未来的业绩增长情况, 我们认为给予道氏技术合理估值定价为 **33.3元-39.96元**, 对应2014年每股收益的 **30-36倍** 市盈率。

数据预测与估值:

至12月31日 (¥.万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	21,834	31,927	40,500	61,767	69,485
年增长率 (%)	17.21%	46.23%	26.85%	52.51%	12.50%
归属于母公司的净利润	4,412	6,024	7,234	11,584	12,821
年增长率 (%)	6.55%	36.54%	20.10%	60.12%	10.69%
(发行后摊薄)每股收益 (元)	0.68	0.93	1.11	1.78	1.97

数据来源: 公司招股说明书; 上海证券研究所整理

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和重要声明。

一、行业背景

● 发行人的行业分类及简况

公司主营业务是为建筑陶瓷企业提供釉料、色料、陶瓷墨水和辅助材料等新型无机非金属釉面材料，并为客户提供产品设计和综合技术服务。

公司已经形成了品类齐全的产品体系，多项材料技术处于国内行业前列。公司的产品系列包括全抛釉、印刷釉、基础釉、陶瓷墨水、干粒抛晶釉、金属釉、釉用色料，以及印油等其他辅助材料。其中，釉料类产品和陶瓷墨水是公司未来业务增长的重点产品。

公司所属行业为无机非金属材料行业。

● 行业增长前景

长期以来，我国本土“釉面材料”以日用釉面材料为主；建筑陶瓷用釉料是在欧美国家首先发展、推广起来的，于 20 世纪 60 年代形成独立的产业并开始广泛运用于建筑陶瓷行业，成为新型无机非金属材料中重要的组成部分。

我国建筑陶瓷产品发展初期，主要产品为“抛光砖”，其主要特点是坚实、耐磨、经济实用、加工工艺相对简单，同时还存在外观色彩单一、缺乏艺术感、原材料标准高、不利于环境保护等缺点。随着人们生活水平、审美情趣和环保意识的提高，以及新型釉面材料的发展，20 世纪后期我国瓷质釉面砖产品逐渐兴起，呈迅猛发展态势，根据中国建筑卫生陶瓷协会发表的《陶瓷色釉料行业发展研究报告》，2005 年我国瓷质釉面地砖占全部地砖的比例仅为 5%，2010 年快速提高到 26%，这一比重在逐年提高。

伴随着瓷质釉面砖的兴起，通过跟踪和学习国外先进技术，我国釉面材料产品种类逐步丰富，技术逐步提高。各类新型釉面材料逐步推向市场，在促进我国瓷质釉面砖发展的同时，也加速了釉面材料生产的专业化，釉面材料行业逐步独立，专业化生产迅猛发展。专业化生产是每个行业发展到一定程度后，在市场竞争环境中的必然选择，主要原因在于专业化生产有利于提高生产效率、压缩投资规模、降低物料消耗水平、提高原料和产品的周转速度，并通过快速的技术扩散和技术开发来提高产品的使用价值，最终达到提高行业竞争力的目的。该情形已在电子、汽车等多个行业的发展历程得到了证实，而我国的建筑陶瓷行业为完全竞争的市场，目前已逐渐进入了专业化分工的进程，可以预计，随着建筑陶瓷行业竞争的加剧，建筑陶瓷行业的专业化分工进程将加速进行，这即给釉面材料行业带来了压力，更为釉面材料行业的快速发展带来了机遇。

● 行业竞争结构及公司的地位

我国釉面材料市场化程度高，为完全竞争市场。长期以来，我国釉面材料企业普遍存在规模小、数量众多、产品技术和附加值不高等特点。同

时, 釉面材料的主要原材料中的天然矿物具有组分复杂、品位不均的特点, 在缺乏规模优势的前提下, 行业内企业难以形成统一标准化产品。

整体而言, 相较于欧美国家, 目前我国釉面材料的发展还处于较低层次, 主要表现在: 其一, 建筑陶瓷产业链专业化分工程度不高, 固定资产和原料利用率较低; 其二, 行业集中化程度较低。相比较欧美市场约 50-60 家企业, 我国各类相关企业有 2000 余家, 多数企业以仿制某一种或几种产品为主, 生产规模、产品技术和附加值普遍较低, 缺乏自主开发和创新能力; 其三, 行业企业仍以传统制造经营模式为主。与欧美企业的“为客户创造价值”的核心经营理念相比较, 我国绝大多数行业内企业还主要以产品生产制造为主, 导致创新的动力和投入不足; 其四, 行业竞争层次相对较低。国外建筑陶瓷新材料企业核心竞争价值体现在新材料的研发能力, 对市场趋势的洞悉以及满足此趋势的新材料开发能力。企业主要以质量、创新和服务为竞争手段, 产业竞争较为良性。目前我国相当部分企业仍旧依靠“低价”为主要竞争手段, 缺乏自律、互相压价、恶性竞争等现象还较为严重。

经过多年发展, 道氏已经发展成为行业内最主要的釉面材料产品生产企业, 技术实力和经营规模均居行业前列。2013 年度, 公司基础釉的销量为 21351 吨、全抛印刷釉的销量为 23690 吨。公司陶瓷墨水产品从 2013 年初实现规模销售, 截至 2014 年 6 月 30 日, 公司陶瓷墨水的装机量已从 2013 年底的 218 台增长至 379 台, 产品的质量和性价比等得到了下游客户的充分认可。随着行业专业化程度和标准化程度的快速提高以及釉面材料产品的升级换代, 预计公司的销售收入在未来几年将持续保持快速增长, 市场占有率和影响力将持续提高。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司是由荣继华、梁海燕、王军、何云以现金出资的方式发起设立的股份有限公司。

公司实际控制人为荣继华, 本次发行前, 荣继华持有公司 53.08% 的股份, 本次发行后, 其持股比例降至 39.81%, 相较其他股东而言, 仍处于绝对控股地位。

表 1: 公司的股东及实际控制人情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数(万股)	持股比例	持股数(万股)	持股比例
1	荣继华	2588	53.08%	2588	39.81%
2	梁海燕	825	16.92%	825	12.69%
3	蚌埠皖北金牛创业投资有限公司	300	6.15%	300	4.62%
4	曾祎安	225	4.62%	225	3.46%
5	刘咏梅	199	4.08%	199	3.06%

6	何祥勇	180	3.69%	180	2.77%
7	王军	169	3.46%	169	2.60%
8	陈文虹	150	3.08%	150	2.31%
9	北京实地创业投资有限公司	75	1.54%	75	1.15%
10	张翼	56	1.15%	56	0.87%
11	本次拟发行流通股	-	-	1625	25.00%
	合计	4875	100%	6500	100.00%

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

表 2：公司报告期内主营业务收入按产品划分

产品	2014Q3		2013		2012		2011	
	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)
釉料	20738	61.36%	22710	71.50%	16524	76.88%	11138	62.03%
陶瓷墨水	11200	33.14%	6084	19.15%	131	0.61%	0	0.00%
色料	1100	3.26%	1770	5.57%	2979	13.86%	4595	25.59%
印油	757	2.24%	1198	3.77%	1860	8.65%	2223	12.38%
合计	33795	100%	31763	100.00%	21495	100.00%	17956	100.00%

资料来源：公司招股说明书

表 3：公司主要财务指标增长情况（单位：万元）

项目	2014Q3		2013		2012		2011
	金额	变动率	金额	变动率	金额	变动率	金额
营业收入	33884	26.85%	31927	46.23%	21834	17.21%	18628
营业利润	6968	32.72%	6357	29.71%	4901	6.92%	4584
利润总额	7044	22.08%	6985	35.55%	5153	6.36%	4845
归属于母公司股东的净利润	5976	20.10%	6024	36.54%	4412	6.55%	4141

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等；

● 募投项目

表 4：公司 IPO 募集资金项目概况

序号	项目名称	总投资额(万元)	建设投资(万元)	建设项目投资进度		
				2014 年	2015 年	2016 年
1	成釉扩能项目	12270	9000	20%	50%	100%
2	陶瓷墨水项目	5231	4000	100%	100%	100%
3	陶瓷墨水项目二期	7118	5580	35%	81%	100%
4	成釉扩能项目二期	4799	3800	0%	82%	100%
5	研发中心项目	3893	3000	0%	46%	100%
	合计	33311	25380			

资料来源：公司招股说明书

基础釉项目

目前，公司基础釉的年生产能力为 2 万吨，募集项目“成釉扩能项目”建成后，将新增基础釉年生产能力 2 万吨；募集项目“成釉扩能项目二期工程”建成后，将新增基础釉年生产能力 1 万吨；以上募集项目建成后，预计基础釉的年生产能力将达到 5 万吨。

项目总投资 17069 万元。截至 2014 年 6 月底，该募集项目已累计投入 2454 万元，公司预计自资金全部到位、开始施工之日起，24 个月内投产。

项目财务评价：项目完全达产后将实现年均销售收入 9237 万元，利润总额 1300 万元。

全抛印刷釉项目

目前，公司全抛印刷釉的年生产能力为 2.7 万吨，募集项目“成釉扩能项目”建成后，将新增全抛印刷釉年生产能力 2.5 万吨；募集项目“成釉扩能项目二期工程”建成后，将新增全抛印刷釉年生产能力 1 万吨；以上募集项目建成后，预计全抛印刷釉的年生产能力将达到 6.2 万吨。

项目总投资 17069 万元。截至 2014 年 6 月底，该募集项目已累计投入 2454 万元，公司预计自资金全部到位、开始施工之日起，24 个月内投产。

项目财务评价：项目完全达产后将实现年均销售收入 18406 万元，利润总额 4300 万元。

陶瓷墨水项目

项目总投资为 12349 万元，全部建成后预计将形成年产 2500 吨陶瓷墨水的生产能力。截至 2014 年 6 月底，一期项目已基本建成达产，公司预计自资金全部到位、开始施工之日起，二期项目将于 24 个月内投产。

项目财务评价：项目完全达产后将实现年均销售收入 21500 万元，利润总额 6100 万元。

三、公司财务状况及盈利预测

● 业绩预测

根据募投项目建设进度情况，我们预计 2014-2016 年归于母公司的净利润分别为 7234 万元、11584 万元和 12821 万元，同比增速分别为 20.1%、60.1%和 10.6%，相应的稀释后每股收益为 1.11 元、1.78 元和 1.97 元。

表 5 公司损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	21834	31927	40500	61767	69485
营业总成本	16933	25570	32063	48251	54528
营业成本	11384	17390	21873	32711	37046

营业税金及附加	176	212	298	455	512
销售费用	1658	2658	3205	4887	5498
管理费用	3301	4540	5406	8245	9275
财务费用	291	570	829	1265	1423
资产减值损失	122	200	452	689	775
其他经营收益			0	0	0
营业利润	4901	6357	8437	13515	14957
加：营业外收入	262	663	103	157	176
减：营业外支出	10	34	12	18	21
利润总额	5153	6985	8527	13654	15113
减：所得税	742	961	1293	2070	2291
净利润	4412	6024	7234	11584	12821
减：少数股东损益			0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	4412	6024	7234	11584	12821
摊薄 EPS	0.68	0.93	1.11	1.78	1.97

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

四、风险因素

产品单价下降带来的成长性风险

公司收入的增长主要来自于核心产品全抛印刷釉、基础釉和陶瓷墨水。但在报告期内，除基础釉平均单价和毛利率保持平稳外，全抛釉、印刷釉和陶瓷墨水的销售单价呈下降趋势，其中淋釉全抛釉的平均单价2012年为5160元/吨，2013年为4358元/吨，2014年上半年为4117元/吨；传统全抛釉的平均单价2011年为8482元/吨，2012年为7714元/吨，2013年为7363元/吨，2014年上半年为6595元/吨；印刷釉的平均单价2011年为10127元，2012年为8823元/吨，2013年为7820元/吨，2014年上半年为7490元/吨。在产品单价下降时，除淋釉全抛釉毛利率相对稳定外，传统全抛釉毛利率和印刷釉的毛利率分别下降了5.48%、5.28%。陶瓷墨水2012年开始试销售，2013年实现大规模销售，平均单价11.09万元/吨；2014年上半年平均单价为8.6万元/吨，较2013年下降22.48%，2013年毛利率为55.57%，2014年上半年毛利率为53.07%，若未来公司产品单价受市场竞争压力继续下降，将会影响公司毛利率水平，进而使得公司面临成长性风险。

公司产品面临市场需求下降的风险

公司产品主要供应建筑陶瓷企业使用。因此公司产品的市场需求与建筑陶瓷市场的发展变化密切相关。建筑陶瓷市场包括国内市场和国际市场，国内建筑陶瓷市场又分为两部分：一部分是存量市场的更新，即原有建筑的翻修与更新；另一部分是新建建筑的装修，包括商业建筑、公用建筑和住宅建筑，这部分占比约在80%，可见新建建筑装修为建筑陶瓷企业带来的市场受到房地产行业发展的直接影响。

从2012年开始，建筑陶瓷行业的发展与房地产市场保持一致，由高速发展步入平稳发展期间。未来如果我国宏观经济持续面临结构减速的压力，

增速进一步放缓，则房地产市场将受制于开发商投资意愿、消费者信心及收入水平、信贷资金的获取难度等因素而出现下滑，进而影响到建筑陶瓷市场，并传导到公司的产品市场，出现市场需求下降的风险。

公司因技术开发不足而导致的竞争力下降风险

公司生产的釉面材料产品主要用于建筑陶瓷产品的生产。建筑陶瓷产品具备功能性使用价值和装饰性使用价值，目前建筑陶瓷产品市场竞争焦点主要是装饰性使用价值。影响建筑陶瓷产品装饰性使用价值的因素，除建筑陶瓷产品的设计图案等美学因素外，社会时尚、流行美学、审美观的变迁等社会性因素也是极其重要的方面，因此建筑陶瓷产品具有更新换代速度较快的特性。同样，这种特性也相应传导至上游的釉面材料产品。未来，如果公司不能掌握建筑陶瓷产品和技术的发展趋势，领先完成釉面材料类产品的新技术开发和储备，适时进行产品的升级和更新换代，将面临产品落伍、市场竞争能力下降的风险。

募投项目不达预期风险

公司本次发行募集资金投资项目均属于公司主营业务范围，与公司发展战略密切相关。虽然公司对募投项目进行了充分的可行性论证，但由于该等项目投资金额较大，如果出现募集资金不能如期到位、募投项目实施组织管理不力、募投项目不能按计划进展、募投项目投产后市场环境发生重大变化或市场拓展不理想等情况，则将对募投项目的投资收益造成不良影响。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

基于已公布的 2013 年业绩和 2014、2015 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2013 年平均静态市盈率为 **69.8** 倍，2014 年平均动态市盈率为 **45.0** 倍；最近上市的十家创业板企业中，2013 年平均静态市盈率为 **84.1** 倍、2014 年平均动态市盈率为 **71.7** 倍。

表 6： 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率			P/B
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
300285.SZ	国瓷材料	33.26	0.62	0.65	0.96	53.6	51.2	34.6	6.13
300234.SZ	开尔新材	16.32	0.19	0.42	0.59	85.9	38.9	27.7	8.46
国内同行业整体平均						69.8	45.0	31.2	7.3

数据来源：Wind (11月21日最新价)

表 7： 最近上市创业板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E

300396.SZ	迪瑞医疗	95.00	1.53	1.68	1.98	2.56	62.3	56.6	47.9	37.1
300392.SZ	腾信股份	153.40	1.21	1.41	1.76	2.25	126.8	108.5	87.1	68.2
300401.SZ	花园生物	44.00	0.40	0.52	0.59	0.85	109.5	84.0	75.1	51.5
300399.SZ	京天利	56.30	0.57	0.60	0.71	0.83	98.7	94.2	79.2	68.0
300398.SZ	飞凯材料	70.80	0.82	1.01	1.26	1.63	86.6	69.9	56.3	43.3
300402.SZ	宝色股份	20.94	0.28	0.31	0.36	0.40	73.7	67.5	58.4	52.5
300400.SZ	劲拓股份	35.65	0.44	0.54	0.62	0.71	81.2	66.5	57.9	50.5
300406.SZ	九强生物	78.31	1.45	1.69	1.99	2.37	53.9	46.4	39.3	33.1
300405.SZ	科隆精化	61.15	0.77	0.92	1.14	1.42	78.9	66.2	53.5	43.1
300403.SZ	地尔汉宇	61.03	0.88	1.07	1.35	1.62	69.0	56.8	45.3	37.7
平均值							84.1	71.7	60.0	48.5

资料来源: Wind; 股价以 11 月 21 日最新收盘价计算

● 公司可给的估值水平及价格区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况及道氏技术自身未来的业绩增长情况,我们认为给予道氏技术合理估值定价为 **33.3 元-39.96 元**,对应 2014 年每股收益的 **30-36 倍** 市盈率。

分析师承诺

分析师 杨彦

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及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，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。