

2016年11月18日

道氏技术 (300409.SZ)

动态分析

陶瓷材料专家，布局石墨烯+三元锂材料

投资要点

- ◆ **事件**：据上海证券报 16 日报道，近日西北大学在石墨烯研究与产业化方面获得多项突破，使电池体积缩小、容量增加成为可能。目前该课题组完成了批产量 500 公斤的石墨烯改性石墨锂电负极材料工业化放大试验，产品性能达到了国标高性能石墨负极材料指标。随技术逐步成熟，石墨烯产业化进程加速，未来前景广阔。
- ◆ **投资青岛昊鑫，布局石墨烯材料**：道氏公司主营陶瓷墨水、陶瓷原材料等产品，是国内建筑陶瓷釉面材料里为数不多的 A 股上市公司。今年公司在保证主业快速发展的基础上，通过投资布局了新能源材料领域，切入石墨烯及三元锂材料领域。公司已于今年累计投入 1.78 亿元，获得青岛昊鑫科技新能源公司 55% 的股权，昊鑫科技专注于生产二次电池用碳材料的研发、生产和销售，拥有天然石墨类材料完整的产业链，其自产的石墨烯粉体已开始向比亚迪和国轩高科供应，月产能约为 300 吨，并全部实现销售。昊鑫去年全年实现净利润 383.3 万元，今年 1-5 月实现净利润 467.3 万元，净利率高达 34.9%，随石墨烯下游市场的逐步打开，未来利润有望继续保持高速增长。
- ◆ **牵手湖南金富力+广东佳纳，外拓三元锂材料**：2016 年 5 月 13 日，公司投资 5000 万元，获得湖南金富力新能源 15% 股权（883 万元注册资本，4117 万元资本公积金），湖南金富力主要生产动力型正极材料，如镍钴锰酸锂三元材料，镍钴铝酸锂、富锂材料、锰酸锂、钛酸锂、磷酸铁锂等；10 月 26 日，公司与广东佳纳能源签订增资意向书。佳纳能源是国内主要的钴系列产品和三元前驱体生产商，一方面契合公司新能源材料发展战略，另一方面也可促进公司向渗花墨水上游延伸，获得稳定的原材料钴产品，从而有效降低成本。
- ◆ **主业陶瓷墨水国产化空间巨大，扩产能翘首以待**：根据培思网数据，按照 2015 年陶瓷设备情况，陶瓷墨水的年需求量在 3.5 万吨左右。目前陶瓷墨水国产化率为 50%，对于国产厂商来说，还有着较大的发展空间。公司目前一二期项目已完成并投产，累计年产能 2500 吨，今年募集 2.64 亿用于建造 7500 吨陶瓷墨水三期项目，以满足客户的需求，未来主业将保持增长。
- ◆ **釉料+陶瓷墨水双驱动，三季度净利润同比增长迅速**：公司 2016 年前三季度公司实现归母净利润为 8271.7 万元，同比增长 65.72%。去年受公司客户佛山市豪帮陶瓷有限公司停产整顿事项影响，减少了公司 2015 年度利润总额约 2295 万元，今年公司核心产品营收快速增长，导致了今年全年公司归母净利润同比大幅增长。
- ◆ **投资建议**：公司主业稳定增长，外拓新能源材料领域，与主业产生部分协同，将成为新的盈利增长点。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.53、0.92、1.06 元，对应 PE 分别为 82.3、47.6、41.3 倍，首次覆盖，给予“增持-A”评级，6 个月目标 50 元。
- ◆ **风险提示**：石墨烯产业发展不及预期、新能源汽车推广不达预期、陶瓷墨水市场竞争加剧，市场空间被海外企业侵蚀、陶瓷墨水产能释放不及预期

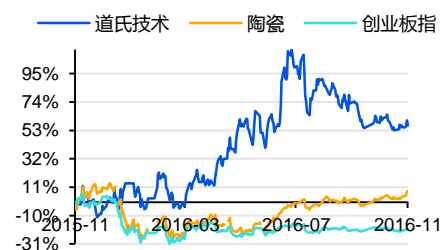
建材 | 陶瓷 III

投资评级 **增持-A(首次)**
 6 个月目标价 50 元
 股价(2016-11-17) 43.62 元

交易数据

总市值 (百万元) 9,606.20
 流通市值 (百万元) 3,952.50
 总股本 (百万股) 215.00
 流通股本 (百万股) 88.46
 12 个月价格区间 38.50/92.50 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.83	-14.0	62.41
绝对收益	1.29	-14.85	40.43

分析师

谭志勇
 SAC 执业证书编号：S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsec.cn
 021-20655640

报告联系人

陈雁冰
 chenyanbing@huajinsec.cn
 021-20655676

报告联系人

肖索
 xiaosuo@huajinsec.cn
 021-20655796

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	446.8	553.6	786.1	1,218.4	1,590.0
同比增长(%)	39.9%	23.9%	42.0%	55.0%	30.5%
营业利润(百万元)	82.3	58.8	130.4	230.5	265.8
同比增长(%)	29.5%	-28.6%	121.8%	76.8%	15.3%
净利润(百万元)	72.3	50.9	113.9	197.1	227.2
同比增长(%)	20.0%	-29.6%	123.8%	73.0%	15.3%
每股收益(元)	0.34	0.24	0.53	0.92	1.06
PE	129.7	184.2	82.3	47.6	41.3
PB	16.6	16.1	12.1	10.4	8.9

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、釉料+陶瓷墨水双驱动，前三季度净利润同比快速增长	4
二、稳固陶瓷行业双引擎，布局新能源材料产业	5
（一）核心技术获突破，陶瓷墨水与釉料双引擎格局已现	5
（二）布局新能源材料领域，主打石墨烯导电剂和三元材料	6
三、预计公司业绩将持续增长，给予“增持-A”评级	7
四、风险提示	7

图表目录

图 1：公司历年营业收入及归母净利润（亿元）	4
图 2：公司营收分产品占比（2016 年中报）	4
图 3：公司分产品的毛利率	4
图 4：青岛昊鑫新能源有充足的产能	6
表 1：公司的陶瓷墨水项目	5

一、釉料+陶瓷墨水双驱动，前三季度净利润同比快速增长

道氏技术是国内领先的陶瓷产品提供商，2016 年前三季度公司实现营业收入 5.65 亿元，同比增长 36.08%，归母净利润 8272 万元，同比增长 65.72%。公司所处的建筑陶瓷行业与房地产行业有着密切的关系，在 2016 年供给侧改革的背景下，房地产市场的去库存加剧了建筑陶瓷市场的竞争，而公司凭借核心产品陶瓷墨水仍保持了持续的增长。

釉料是公司长期以来推行的业务，近年来增长比较平稳，而陶瓷墨水一经推出，便迅速增长，2015 年销售额达 2.28 亿，同比 47%。与传统业务釉料比肩，在今年有望突破釉料的业绩。2016 年上半年仅陶瓷墨水就实现收入 1.65 亿元，同比增幅达 60.42%。釉料取得收入 1.4 亿元，同比仅 8.5%。相比之下陶瓷墨水的毛利率高于釉料，上半年陶瓷墨水毛利率达 42.41%，高于釉料的 33.77%。

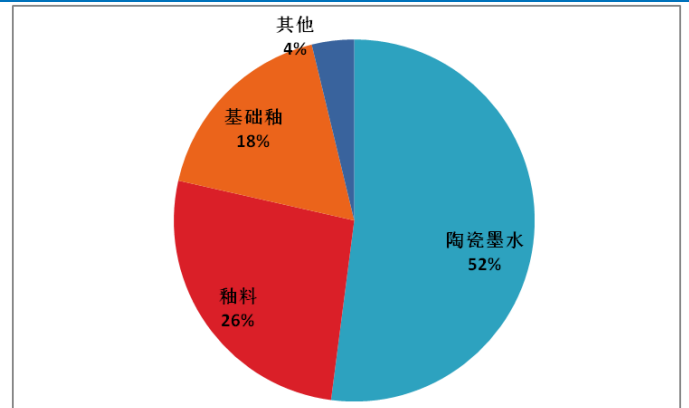
公司今年业绩高速增长除了与主业核心产品营收增长相关之外，还与去年公司客户佛山市豪帮陶瓷有限公司停产整顿事项有关。因为该事件，公司于 2015 年度单项计提应收账款坏账准备和存货跌价准备，共计导致公司 2015 年度资产减值损失增加 2295 万元，减少了公司的 2015 年度利润总额 2295 万元，造成公司去年业绩基数较低。

图 1：公司历年营业收入及归母净利润（亿元）



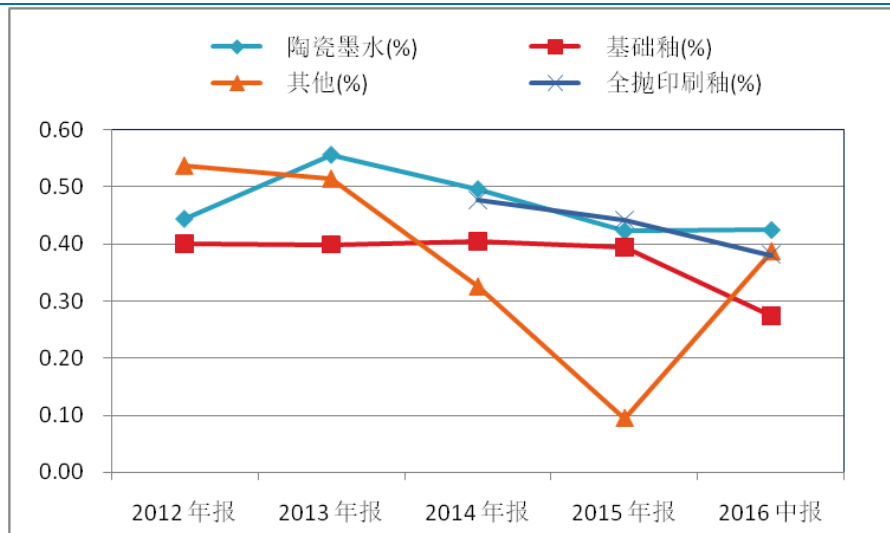
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司营收分产品占比（2016 年中报）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司分产品的毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

除了在陶瓷行业继续深耕之外，公司在上半年快速切入新能源材料产业领域。通过两次自筹 1.78 亿控股 55% 青岛昊鑫新能源公司，同时自筹 5000 万元取得湖南金富力新能源股份有限公司 15% 的股权。10 月 26 日，公司与广东佳纳能源签订 9000 万元的增资意向书，拓展钴材料及三元锂业务。新能源汽车的发展带动了锂电池需求的增加，石墨烯和三元材料都是电池电极的原材料，具有良好的发展前景，外拓业务为公司未来的业绩高速增长打下了基础。

二、稳固陶瓷行业双引擎，布局新能源材料产业

（一）核心技术获突破，陶瓷墨水与釉料双引擎格局已现

公司是国内最早进行陶瓷墨水研发的，也率先在国内实现陶瓷墨水大规模生产。2013 年产品正式投放市场，凭借着强大的技术优势和价格优势，到 2014 年公司陶瓷墨水在国内的市场份额已突破 18%。截止 2016 年中报，陶瓷墨水装机数累计达 1089 台。

国内陶瓷墨水有相当大的替代空间：据迪培思网数据，2015 年底我国在线的喷墨机器约有 3500 台，按每台喷墨机月消耗陶瓷墨水 1 吨、1 年生产 10 个月计算，陶瓷墨水的年需求量在 3.5 万吨左右。目前陶瓷墨水国产化率为 50%，对于国产厂商来说，还有着较大的发展空间。

积极扩产能，满足市场需求：公司从 2014 年 12 月在深交所上市，从募集资金中分别拿出 4000 万元和 5580 万元用于陶瓷墨水一期、二期项目，目前一二期项目已完成并投产，累计年产能 2500 吨，无法满足国内需求。因此又于今年完成非公开发行 1000 万股，募集资金 5 亿元，其中的 2.64 亿用于建造陶瓷墨水三期项目，年产能 7000 吨，产能完全释放后，公司的市占率将达到约 25%。

表 1：公司的陶瓷墨水项目

	年产能（吨）	投入资金（万元）
陶瓷墨水一期	1000	4000
陶瓷墨水二期	1500	5580
陶瓷墨水三期	7000	26400

资料来源：公司公告，华金证券研究所

推出 3D 喷墨渗花墨水，引领陶瓷墨水市场：一直以来公司都将陶瓷墨水研发放在重中之重，先后推出渗花墨水、下陷墨水等产品，今年上半年开发出“3D 喷墨渗花墨水”，该创新产品质量稳定可靠，能够提高陶瓷产品的市场溢价，该墨水或将引领陶瓷墨水市场的变革，具有广阔的市场空间。3D 渗花墨水在质感、色彩、硬度和节能环保上均有较大突破，公司主要客户包括国内大型陶瓷生产商如东鹏、能强、金意陶等，其中与东鹏签订了年采购规模约 1.5 亿的战略合作协议，将对公司 2016 和 2017 年的业绩产生积极影响。

（二）布局新能源材料领域，主打石墨烯导电剂和三元材料

投资青岛昊鑫，布局石墨烯材料

在继续稳固目前的釉料和陶瓷墨水双引擎之外，公司于 2016 上半年开始涉足目前炙手可热的新材料领域，为未来公司发展打造第三个强有力的动力引擎。2016 年 4 月和 6 月，公司分别自筹 6000 万元和 1.18 亿元，共获得对青岛昊鑫科技新能源公司 55% 的控股权，涉足石墨烯产业；5 月，自筹 5000 万元拥有湖南金富力新能源股份有限公司 15% 股权，涉足三元材料产业。于 10 月 26 日，公司与广东佳纳能源签订增资意向书，布局钴材料及三元前驱体。

昊鑫科技成立于 2012 年，专注于生产二次电池用碳材料的研发、生产和销售，拥有天然石墨类材料完整的产业链，目前公司可以年产天然石墨负极 8000 吨，人造石墨负极 5000 吨，碳纳米管 500 吨，石墨烯粉体 500 吨，石墨烯浆料 5000 吨，预计公司今年石墨烯浆料产量翻番。自 2015 年 5 月，昊鑫开始向比亚迪和国轩高科供应石墨烯导电浆料，目前公司月产能约为 300 吨，并全部实现销售。

昊鑫去年全年实现净利润 383.3 万元，今年 1-5 月实现净利润 467.3 万元，净利率高达 34.9%，随石墨烯下游市场的逐步打开，未来利润有望继续保持高速增长。

图 4：青岛昊鑫新能源有充足的产能



资料来源：公司公告，华金证券研究所

牵手湖南金富力+广东佳纳，外拓三元锂材料

湖南金富力主要生产动力型正极材料，如镍钴锰酸锂三元材料，镍钴铝酸锂、富锂材料、锰酸锂、钛酸锂、磷酸铁锂等；公司 2015 年净利润为 422.95 万元，2016 年第一季度净利润已经达到 456.72 万元，随三元锂市场的打开，预计金富力业绩将大幅增长。

10 月 26 日，公司与广东佳纳能源签订 9000 万增资意向书。佳纳能源是国内主要的钴系列产品 and 三元前驱体生产商，一方面契合公司新能源材料发展战略，另一方面也可促进公司向渗花墨水上游延伸，获得稳定的原材料钴产品，从而形成协同效应，有效降低成本。

三、预计公司业绩将持续增长，给予“增持-A”评级

公司陶瓷主业稳定，技术领先，新推出的 3D 喷墨渗花墨水市场反响良好，明后年业绩预计将持续快速增长。公司新拓展业务石墨烯和三元锂材料，属于新材料行业，与新能源汽车的发展密切相关，新能源汽车领域近两年呈现出高速发展的态势，在新能源汽车补贴政策落地之后，产业将重回高速发展的轨道，发展前景广阔。

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.53、0.92、1.06 元，对应 PE 分别为 82.3、47.6、41.3 倍，首次覆盖，给予“增持-A”评级，6 个月目标 50 元。

四、风险提示

- 1、石墨烯产业发展不及预期
- 2、新能源汽车推广不及预期
- 3、陶瓷墨水市场竞争加剧，市场空间被海外企业侵蚀
- 4、陶瓷墨水产能释放不及预期

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	446.8	553.6	786.1	1,218.4	1,590.0	年增长率					
减:营业成本	245.6	333.2	473.2	712.3	947.9	营业收入增长率	39.9%	23.9%	42.0%	55.0%	30.5%
营业税费	3.4	3.3	5.3	8.3	10.4	营业利润增长率	29.5%	-28.6%	121.8%	76.8%	15.3%
销售费用	36.5	44.9	53.5	70.7	109.7	净利润增长率	20.0%	-29.6%	123.8%	73.0%	15.3%
管理费用	65.9	85.1	111.8	180.1	235.2	EBITDA 增长率	31.4%	-26.1%	91.1%	71.9%	15.0%
财务费用	8.9	2.1	1.2	2.9	4.1	EBIT 增长率	31.7%	-33.3%	116.1%	77.4%	15.6%
资产减值损失	4.1	26.2	10.7	13.7	16.9	NOPLAT 增长率	32.7%	-34.0%	115.5%	76.0%	15.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	19.8%	71.2%	19.8%	45.5%	-0.5%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	122.3%	4.9%	32.7%	16.1%	16.8%
营业利润	82.3	58.8	130.4	230.5	265.8	盈利能力					
加:营业外净收支	0.9	0.5	2.5	1.3	1.4	毛利率	45.0%	39.8%	39.8%	41.5%	40.4%
利润总额	83.2	59.2	132.9	231.8	267.2	营业利润率	18.4%	10.6%	16.6%	18.9%	16.7%
减:所得税	10.9	8.3	19.0	34.8	40.1	净利润率	16.2%	9.2%	14.5%	16.2%	14.3%
净利润	72.3	50.9	113.9	197.1	227.2	EBITDA/营业收入	22.4%	13.4%	18.0%	20.0%	17.6%
						EBIT/营业收入	20.4%	11.0%	16.7%	19.2%	17.0%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	30.8%	44.6%	22.3%	44.4%	35.9%
货币资金	339.9	124.6	87.4	97.5	127.2	负债权益比	44.5%	80.4%	28.6%	79.8%	55.9%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	3.20	1.62	3.11	2.23	2.30
应收帐款	154.6	235.0	237.6	522.1	500.1	速动比率	2.62	1.13	2.00	1.49	1.47
应收票据	55.4	114.2	85.0	242.1	196.8	利息保障倍数	10.28	29.16	114.37	81.84	66.21
预付帐款	3.2	1.8	16.5	5.1	21.4	营运能力					
存货	121.5	211.6	240.2	435.6	481.8	固定资产周转天数	70	90	80	49	36
其他流动资产	0.4	22.1	7.6	10.0	13.2	流动营业资本周转天数	152	154	148	161	162
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	400	450	317	293	300
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	102	127	108	112	116
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	88	108	103	100	104
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	505	612	476	392	374
固定资产	98.5	179.2	170.6	161.9	153.3	投资资本周转天数	252	301	294	254	230
在建工程	0.5	31.8	31.8	31.8	31.8	费用率					
无形资产	38.4	73.1	71.7	70.4	69.0	销售费用率	8.2%	8.1%	6.8%	5.8%	6.9%
其他非流动资产	3.2	74.6	62.0	64.3	67.0	管理费用率	14.8%	15.4%	14.2%	14.8%	14.8%
资产总额	815.4	1,067.9	1,010.3	1,640.7	1,661.6	财务费用率	2.0%	0.4%	0.1%	0.2%	0.3%
短期债务	75.4	103.3	-	71.7	75.0	三费/营业收入	24.9%	23.9%	21.2%	20.8%	22.0%
应付帐款	58.2	205.8	112.7	290.7	302.4	投资回报率					
应付票据	51.5	88.3	74.1	189.4	168.4	ROE	12.8%	8.7%	14.7%	21.8%	21.5%
其他流动负债	26.0	41.7	29.9	35.8	38.1	ROA	8.9%	4.8%	11.3%	12.0%	13.7%
长期借款	35.0	19.2	-	130.5	-	ROIC	27.8%	15.3%	19.3%	28.4%	22.5%
其他非流动负债	5.0	17.8	8.2	10.3	12.1	分红指标					
负债总额	251.0	476.1	224.9	728.4	596.0	DPS(元)	0.15	0.07	0.18	0.33	0.34
少数股东权益	-	9.0	9.0	9.0	9.0	分红比率	45.0%	28.7%	33.2%	35.6%	32.5%
股本	65.0	97.5	215.0	215.0	215.0	股息收益率	0.3%	0.2%	0.4%	0.7%	0.8%
留存收益	499.4	485.3	561.5	688.3	841.6						
股东权益	564.4	591.8	785.4	912.3	1,065.5						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	72.3	50.9	113.9	197.1	227.2	EPS(元)	0.34	0.24	0.53	0.92	1.06
加:折旧和摊销	9.1	13.2	10.0	10.0	10.0	BVPS(元)	2.63	2.71	3.61	4.20	4.91
资产减值准备	4.1	26.2	-	-	-	PE(X)	129.7	184.2	82.3	47.6	41.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	16.6	16.1	12.1	10.4	8.9
财务费用	6.7	4.5	1.2	2.9	4.1	P/FCF	224.0	-54.1	-72.4	113.5	88.2
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	21.0	16.9	11.9	7.7	5.9
少数股东损益	-	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	EV/EBITDA	26.0	57.4	65.7	39.0	33.4
营运资金的变动	-41.8	-184.9	-113.0	-330.3	-7.3	CAGR(%)	39.7%	64.6%	23.7%	39.7%	64.6%
经营活动产生现金流量	48.0	-71.9	12.1	-120.4	233.9	PEG	3.3	2.9	3.5	1.2	0.6
投资活动产生现金流量	-30.0	-105.7	-	-	-	ROIC/WACC	2.7	1.5	1.8	2.7	2.1
融资活动产生现金流量	257.4	-43.2	-49.2	130.5	-204.2						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn