

道氏技术 (300409.SZ)

陶瓷墨水需求向好，新能源材料布局持续推进

核心观点：

- **双主业逐步布局完善，搭建新能源材料平台型企业。**公司定位于新型材料平台型企业，主要从事新能源电池材料和无机非金属釉面材料的研发、生产与销售业务。根据公司 2020 年半年报数据，2020H1 公司实现营收 11.78 亿元，同比下降 29.73%；实现归母净利润 0.25 亿元，同比上升 139.36%。随着下游需求逐步稳定，公司业务有望在下半年迎来业绩拐点。
- **完善新能源材料布局，紧抓新能源需求快速增长长期机遇。**上市后公司立足新材料平台地位，不断拓展新能源业务。公司通过收购青岛昊鑫、佳纳能源，迅速切入新能源材料领域，形成从上游的钴、锂资源到动力电池级碳酸锂、钴盐、三元前驱体、石墨烯/碳纳米管导电剂的上下游一体化布局，是国内能够为电池企业提供综合解决方案的供应商。
- **岩板产线大量投产，带来陶瓷墨水行业新需求。**岩板是一种新兴的石材类材料，疫情促使用户对居住环境的要求开始有所改变，绿色建材走俏。据《2020 年中国岩板高端定制互联网用户行为报告》数据，2020 年 1-5 月，大板+岩板搜索量激增 241.3%，其中陶瓷岩板以 292.5% 增长成为关注热点。据《陶城报》不完全统计，截至 2020 年 7 月，中国岩板生产线已建成超过 45 条，岩板产线大量投产，带来陶瓷墨水行业新需求。
- **盈利预测与投资建议。**暂未考虑定增因素，我们预计 20~22 年归母净利润为 1.48、2.57 和 2.99 亿元，每股收益为 0.32、0.56 和 0.65 元，对应当前股价市盈率为 44、26 和 22 倍。参考可比上市公估值水平，综合考虑公司业务结构及业绩增速，给予公司 2021 年 40 倍 PE 估值，对应公司合理价值为 22.4 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**上游原材料大幅波动；新业务进展低于预期；在建项目进度低于预期；重大环保、安全生产事故。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,544	2,986	3,314	4,292	5,554
增长率（%）	109.0	-15.7	11.0	29.5	29.4
EBITDA（百万元）	677	432	406	493	580
归母净利润（百万元）	220	24	148	257	299
增长率（%）	44.7	-89.1	515.5	73.8	16.3
EPS（元/股）	0.49	0.05	0.32	0.56	0.65
市盈率（P/E）	26.72	259.31	44.37	25.53	21.94
ROE（%）	9.5	1.0	5.6	8.9	9.4
EV/EBITDA	9.95	16.51	19.26	16.92	15.58

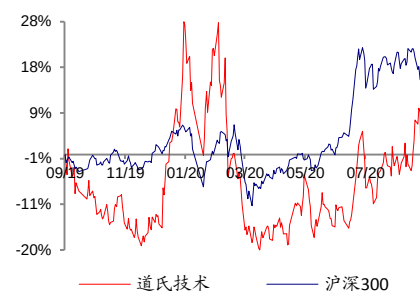
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	14.19 元
合理价值	22.4 元
前次评级	买入
报告日期	2020-09-15

相对市场表现



分析师：

吴鑫然



SAC 执证号：S0260519070004

SFC CE No. BPW070



0755-88286915



wuxr@gf.com.cn

分析师：

何雄



SAC 执证号：S0260520050004



021-38003591



hexiong@gf.com.cn

请注意，何雄并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

道氏技术 (300409.SZ)：新能源材料平台型公司，发展前景可期

联系人：

郭齐坤

guoqikun@gf.com.cn

目录索引

一、2020H1 公司产品盈利能力有所回升	4
二、陶瓷釉面材料前景广阔，岩板推广带动陶瓷墨水需求	5
（一）建筑陶瓷产业竞争加剧，陶瓷釉面材料市场前景广阔	5
（二）2020 年岩板产线大量投产，带来陶瓷墨水行业新需求	7
（三）公司陶瓷墨水业务优势明显、盈利能力强，未来空间可期	9
三、公司定增募集资金，助力新能源材料产业布局	10
四、盈利预测和投资建议	11
（一）核心假设：	11
（二）盈利预测	12
五、风险提示	12

图表索引

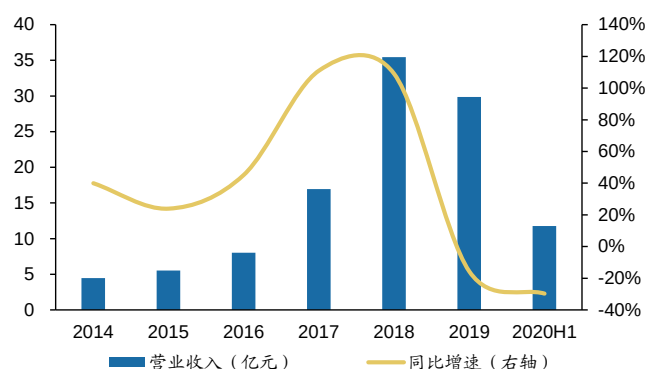
图 1: 2014-2020H1 道氏技术营业收入.....	4
图 2: 2014-2020H1 道氏技术归母净利润.....	4
图 3: 2014-2020H1 道氏技术毛利率与净利率.....	4
图 4: 2014-2020H1 道氏技术三费比率.....	4
图 5: 釉面材料市场产业链.....	5
图 6: 2010-2019 年我国建筑陶瓷产量.....	6
图 7: 2010-2019 年我国房屋竣工面积.....	6
图 8: 我国建筑陶瓷行业盈利能力.....	7
图 9: 2012-2018 年建筑陶瓷行业规模以上企业数量.....	7
图 10: 2014-2019 年道氏技术陶瓷釉面材料营收结构.....	9
图 11: 2014-2019 年道氏技术陶瓷釉面材料毛利率.....	9
图 12: 2014-2019 年道氏技术陶瓷墨水产销量.....	10
图 13: 2014-2019 年道氏技术陶瓷墨水销售价格.....	10
图 14: 2011-2019 年我国新能源汽车产销量.....	11
表 1: 国内釉面材料市场主体分类.....	6
表 2: 目前国内岩板已建成生产线.....	8
表 3: 2020 年 1-5 月疫情下陶瓷细分品类指数概况及同比变化.....	9
表 4: 本次募集资金投资项目的基本情况和经营前景.....	10
表 5: 盈利假设与主营业务拆分.....	12
表 6: 可比公司估值表.....	12

一、2020H1 公司产品盈利能力有所回升

道氏技术定位于新材料平台型企业，主要从事新能源电池材料和无机非金属釉面材料的研发、生产与销售业务。公司建筑陶瓷材料业务为陶瓷釉料和陶瓷墨水的生产销售，产品主要用于建筑陶瓷行业。2017年起公司通过投资和并购布局新能源材料领域，目前公司旗下的佳纳能源和青岛昊鑫是公司开展新能源电池材料研发、生产和销售的主体，主要产品包括三元前驱体、钴盐、铜产品和导电剂等。

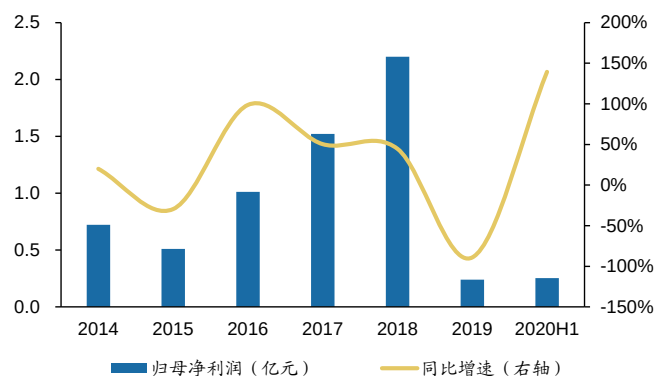
2020H1公司实现营收11.78亿元，受疫情影响同比下降29.73%。2020H1归母净利润为0.25亿元，同比上升139.36%，这是由于2020年上半年钴价基本保持稳定，同时相比2019H1，计提的存货减值准备大幅减少所致。

图 1：2014-2020H1道氏技术营业收入



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

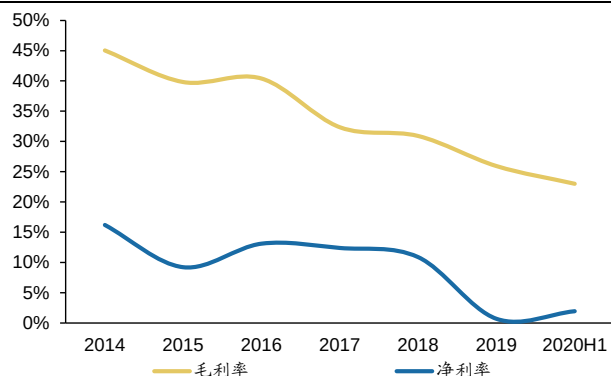
图 2：2014-2020H1道氏技术归母净利润



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

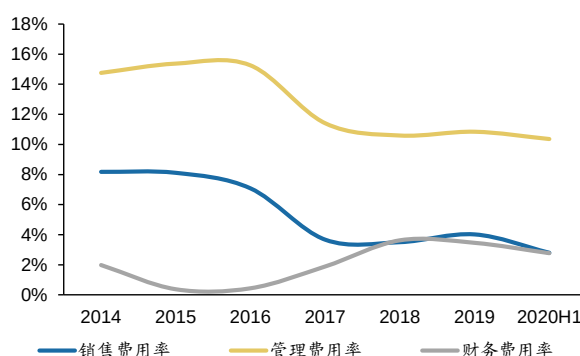
公司毛利率略有上升，三费比率维持稳定，研发投入不断上升。2020年H1公司毛利率为22.99%，同比上升5.38pct；净利率为1.93%，同比上升5.85pct，主要系计提大量货跌价准备，致使盈利波动较大。此外公司的三费比率在2020年上半年保持稳定，销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为2.8%（同比下降1pct）、10.36%（同比上升1.53pct）、2.78%（同比下降0.75pct），研发费用率为4.37%（同比上升0.82pct）。

图 3：2014-2020H1道氏技术毛利率与净利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：2014-2020H1道氏技术三费比率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

双主业驱动增长，盈利能力同比上升。2020H1公司新能源电池材料实现营收6.99亿元，陶瓷釉面材料实现营收3.04亿元。其中陶瓷釉面材料的毛利率为32.94%，同比上升3.93pct；新能源电池材料的毛利率为16.03%，同比上升4.6pct。

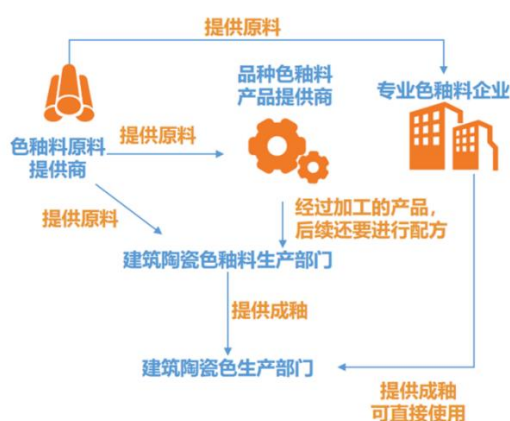
二、陶瓷釉面材料前景广阔，岩板推广带动陶瓷墨水需求

（一）建筑陶瓷产业竞争加剧，陶瓷釉面材料市场前景广阔

陶瓷釉面材料包括釉料、釉用色料和陶瓷墨水以及其他各类辅助材料，主要用于建筑瓷砖的生产制造中，提高产品附加值。

- 釉料是覆盖在陶瓷制品表面的无色或有色的玻璃质薄层，用于增加陶瓷制品的机械强度、热稳定性、电介强度，使陶瓷表面光滑致密、并可改善坯体性能，增加陶瓷产品的美感和艺术性等。
- 釉用色料是用于发色的无机色料，是形成建筑陶瓷表面图案的重要材料；釉用色料可提高陶瓷美感，增强其装饰功能。
- 陶瓷墨水是一种含无机颜料的液体，用于陶瓷喷墨打印工艺中，代替丝网印刷和辊筒印刷。通过喷墨打印，陶瓷墨水可在陶瓷釉面形成各种图案或色彩。陶瓷墨水以无机颜料作为发色体，采用超细微纳米技术和微胶囊包裹技术，使微纳米级颜料均匀分散在有机载体的液体物质，满足了喷墨打印的使用要求。

图 5：釉面材料市场产业链



数据来源：公司 2019 年年度报告，广发证券发展研究中心

道氏技术是国内唯一的陶瓷产品全业务链服务提供商。我国釉面材料市场化程度高，为完全竞争市场。目前国内釉面材料市场主体包括原材料供应商、单一材料或几种

材料提供商、建筑陶瓷厂商的釉料部门和专业釉面材料厂商。道氏技术属于我国专业的釉面材料厂商，拥有完备的釉料配方体系和新型釉面材料的基础性技术，同时还是少数几家实现陶瓷墨水国产化的企业之一。公司生产的产品覆盖了陶瓷产品釉面材料全业务链，是国内唯一的陶瓷产品全业务链服务提供商。

表 1：国内釉面材料市场主体分类

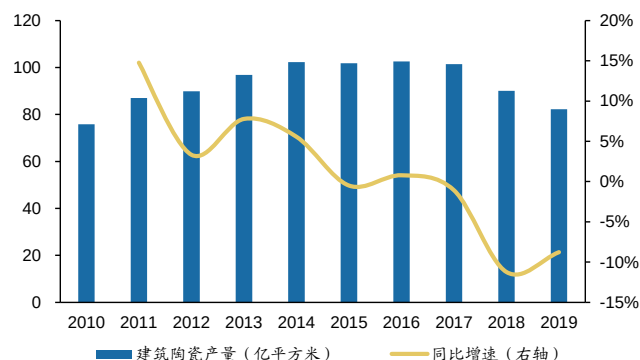
类型	代表企业	特点
原料提供商	英德中信矿业有限公司	不实质参与釉面材料行业竞争，为各类釉面材料企业提供原料供应
单一材料或几种材料提供商	佛山市大千色釉料有限公司、佛山市远泰陶瓷化工有限公司等	单一产品品种产量较大
建筑陶瓷厂商的釉料部门	新明珠、唯美陶瓷建筑陶瓷生产商	主要将采购的釉料等产品通过球磨等工艺制作成浆料，便于施釉工艺；部分自行生产基础釉等釉料
专业釉面材料厂商	跨国公司 意大利卡罗比亚、美国福禄、西班牙陶丽西、西班牙意达加	优势：较强的技术研发能力和产品设计能力；具有很强的配套服务能力；普遍实施多种经营战略 劣势：中西方文化存在差异；技术服务成本昂贵；在国内市场技术服务缺失
	国内专业企业 道氏技术、广东三水大鸿制釉有限公司等	优势：较强的技术研发能力和产品设计能力；产品品质较高，专业化程度高，具备较强的技术服务能力 劣势：相对跨国企业，品牌缺乏国际影响力；产品设计理念尚不成熟

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

釉面材料的下游应用领域主要是建筑陶瓷产业。建筑陶瓷指用于建筑物饰面、建筑构件的陶瓷制品，从功能可划分为地板砖、外墙砖和内墙砖。建筑陶瓷主要应用于下游的房地产业，具体来讲基础釉、全抛釉、金属釉等釉料的下游客户为瓷质釉面砖的生产企业；陶瓷墨水客户除瓷质釉面砖企业外，还包括外墙砖和瓷片生产企业。

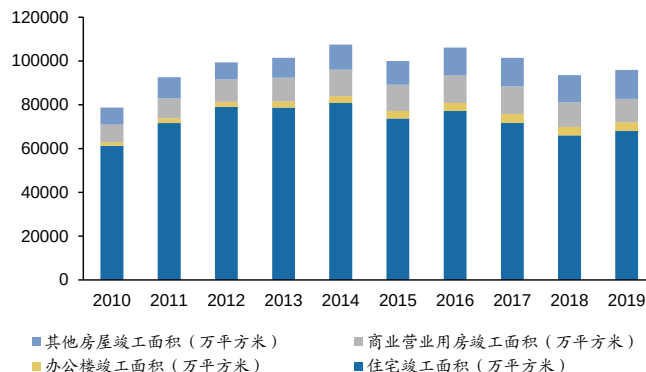
建筑瓷砖行业发展放缓，产量呈下降趋势。我国是建筑陶瓷生产消费大国，据公司年度报告和国家统计局相关数据，2017年前我国房屋竣工面积稳步上升，市场需求拉动建筑陶瓷产量快速扩张，2016年达到了102.6亿平方米，2010-2016年CAGR达5.18%。近年来我国房地产市场去库存导致需求快速下降，陶瓷行业环保政策收紧导致成本攀升压缩利润空间，瓷砖行业发展放缓且竞争加剧，产量呈现下降态势。

图 6：2010-2019年我国建筑陶瓷产量



数据来源：公司 2019 年年度报告，广发证券发展研究中心

图 7：2010-2019年我国房屋竣工面积



数据来源：Wind，国家统计局，广发证券发展研究中心

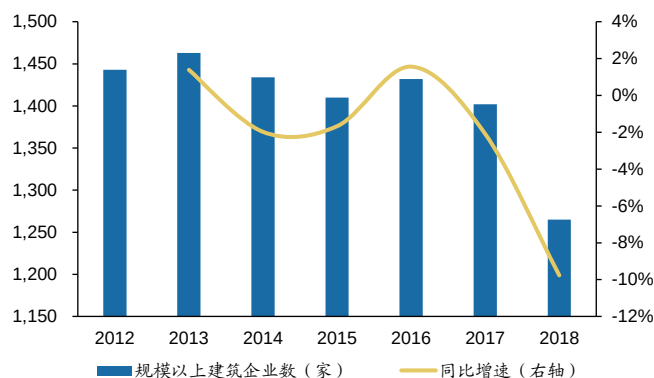
供给侧改革加剧业内竞争，产业结构有望进一步优化。根据前瞻产业研究院数据，受供给侧改革及环保政策收紧影响，2016年以来我国瓷砖行业的竞争加剧，企业数量呈下滑趋势。2018年我国瓷砖行业规模以上企业数量仅为1265家，同比下降9.8%。2019年建筑陶瓷营业收入有略微回升，金额达到3079亿元，同比上升2.9%。

图 8：我国建筑陶瓷行业盈利能力



数据来源：艾媒咨询，广发证券发展研究中心

图 9：2012-2018年建筑陶瓷行业规模以上企业数量



数据来源：前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心

高附加值产品将成为新的盈利增长点，陶瓷釉面材料发展潜力巨大。在供给侧改革不断深化、环保要求持续收紧的背景下，建筑陶瓷行业的产业结构被不断优化，高附加值产品正在逐渐进军主流产品市场，未来发热瓷砖、易洁抗菌瓷砖等功能性陶瓷瓷砖和岩板等尺寸较大的陶瓷砖将是行业发展方向，而作为提升瓷砖附加值的陶瓷釉面材料的市场空间有望被进一步打开。

（二）2020 年岩板产线大量投产，带来陶瓷墨水行业新需求

岩板是一种新兴的石材类材料，应用领域广泛。岩板是由天然石料和无机粘土烧制1300而成，能够经得起切割、钻孔、打磨等加工过程，最薄的岩板仅3mm，目前最大规格的岩板尺寸为3600×1200mm。岩板使用喷墨技术、花纹多样，相较其他传统材料优势巨大。岩板应用领域广泛，可以作为铺贴在墙面、地面的建筑材料，还可以跨界至家具、全屋定制、门窗等市场。目前陶瓷岩板主要应用于家居、厨房板材领域，相比其他家居产品具有规格大、可塑性强、花色多样等特性，岩板的市场参考价格大约2000元/延米上下。

岩板产能激增，我国产线超过45条。在传统陶瓷产品同质化的当下，岩板是转型升级的关键产品；再加上国内装备技术的逐渐成熟、技术门槛不断降低，岩板产线投产量激增。据《陶城报》不完全统计，截至2020年7月，中国岩板生产线已建成超过45条，另有多家陶企发布新建岩板生产线的计划。截至2020Q1，中国岩板产能已跃居全球第一，全国登记注册的岩板加工企业已达162家，40%为广东企业（65家）。

表 2: 目前国内岩板已建成生产线

产区	企业	使用压机品牌	产品规格
浙江	诺贝尔(杭州)	西斯特姆	1600 × 4800(mm)等
		恒力泰(YP16800)	1200 × 2400(mm)等
	蒙娜丽莎	恒力泰(HT36000)	3600 × 1600(mm)等
		西斯特姆	1600 × 3200(mm)等
	新明珠	德力泰	1200 × 2400(mm)、1200 × 2600(mm)等
		西斯特姆	1630 × 3230(mm)等
	金牌亚洲	/	1200 × 2400(mm)等
		恒力泰(YP16800)	1350 × 2700(mm)等
	新中源	恒力泰(YP16800)	1350 × 2700(mm)等
		萨克米 Continua+	/
	顺成	恒力泰(YP8890)	1200 × 2400(mm)等
		恒力泰(YP16800)	1350 × 2700(mm)等
	新一派	恒力泰(YP16800)	1600 × 3200(mm)等
		恒力泰	900 × 1800(mm)等
	升华陶瓷	恒力泰(YP16890)	1200x2700(mm)等
		萨克米 Continua+	1600 × 3900(mm)等
	祥达创展	恒力泰(YP16800)	1200 × 2400(mm)等
		萨克米 Continua+	1600 × 3600(mm)等
广东	恩平祥达	萨克米	900 × 1800(mm)等
		/	750 × 1500(mm)等
	广东中岩	恒力泰	900 × 1800(mm)、1200 × 2400(mm)等
		恒力泰	900 × 1800(mm)、1200 × 2400(mm)等
	中盛	恒力泰	900 × 1800(mm)、1200 × 2400(mm)等
		/	900 × 1800(mm)等
	新润丰	恒力泰	1200 × 2400(mm)等
		/	1200 × 2400(mm)等
	全圣	恒力泰	1200 × 2400(mm)等
		恒力泰	1200 × 2400(mm)等
	黄金石代	恒力泰	1200 × 2400(mm)等
		/	1200 × 2400(mm)等
	富利高	恒力泰(YP16800)	1200 × 2400(mm)等
		/	1200 × 2400(mm)等
	罗斯福	恒力泰	1200 × 2400(mm)等
		/	1200 × 2400(mm)等
	唯美集团	西斯特姆	1600 × 3200(mm)等
		西斯特姆	1200 × 2600mm 等
江西	金凯瑞	/	750 × 1500mm 等
		/	1200 × 2400mm 等
	太阳企业	/	1200 × 2400mm 等
		/	1200*2400mm 等
	罗曼蒂克	科达(10008 吨压机)	900 × 1800mm 等
四川	金陶(四川)	科达(KD16008)	1200 × 2400(mm)等
	广乐建陶	力泰	1000 × 2000mm 等
全国总计	34 家	45 条	/

数据来源: 陶城报, 广发证券发展研究中心

岩板成未来家居市场的趋势性产品, 疫情背景下岩板热度反增。疫情促使用户对居住环境的要求开始有所改变, 绿色建材走俏。据《2020年中国岩板高端定制互联网用户行为报告》数据, 2020年1-5月在陶瓷流量占比普遍下降的情况, 大板+岩板搜索量激增241.3%, 其中陶瓷岩板以292.5%增长成为行业和消费者的关注热点。

表 3：2020年1-5月疫情下陶瓷细分品类指数概况及同比变化

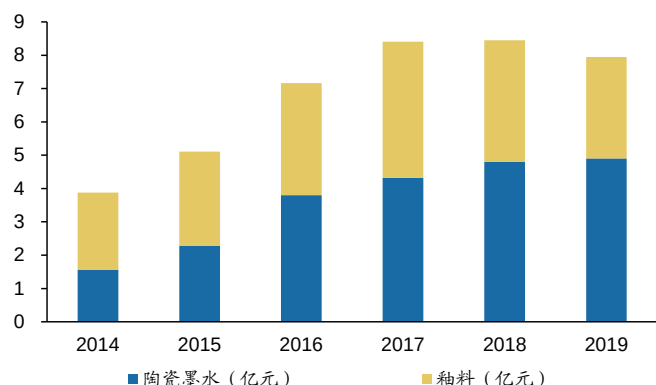
品类	2020年1-5月指数	同比变化
瓷片/陶瓷/瓷砖	57.30%	-16.20%
仿古砖	8.00%	-33.60%
大理石	7.00%	-43.10%
大板+岩板	5.50%	241.30%
抛釉砖/全抛釉	4.90%	58.50%

数据来源：2020年中国岩板高端定制互联网用户行为报告，广发证券发展研究中心

（三）公司陶瓷墨水业务优势明显、盈利能力强，未来空间可期

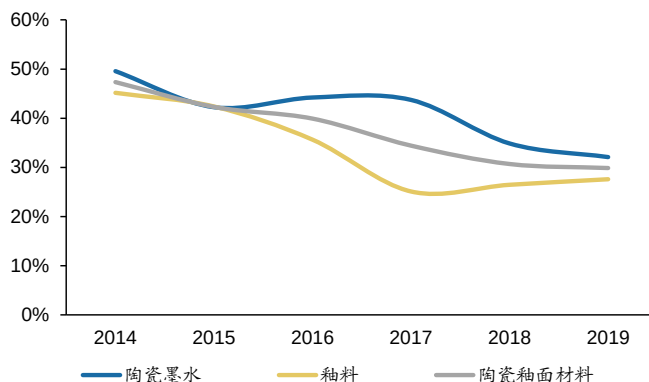
陶瓷墨水盈利能力不断增强，毛利率始终居于高位。公司销售陶瓷墨水实现的营业收入逐年上次，从2014年的1.55亿元上升至2019年的4.9亿元，CAGR达25.87%。陶瓷墨水营收占总营收的比例也不断上升，2019年占比为16.42%，釉料营收占比为10.19%。陶瓷墨水毛利率维持在较高水平，2019年为32.1%，高于釉料的27.6%。

图 10：2014-2019年道氏技术陶瓷釉面材料营收结构



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

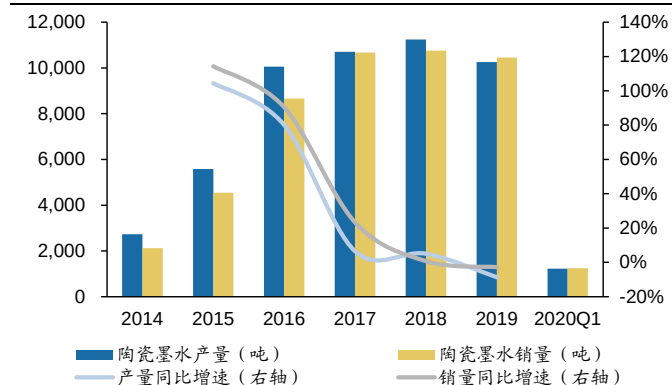
图 11：2014-2019年道氏技术陶瓷釉面材料毛利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

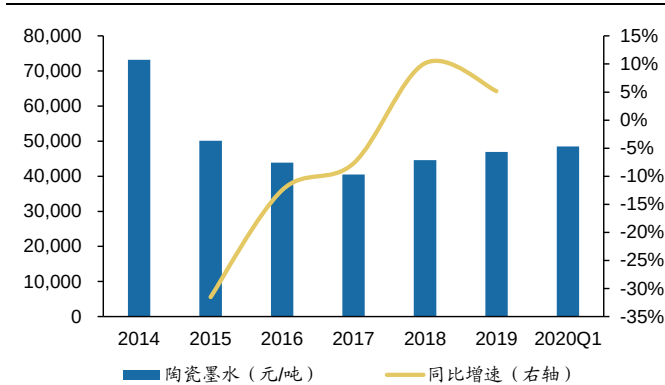
公司陶瓷墨水产能升至1.2万吨/年，2019年产销量有所下降。截至2020年3月末，公司共有两大生产基地，分别为公司本部恩平生产基地中心和江西生产基地，公司共拥有3条陶瓷墨水生产线、4条釉料生产线。产能方面，公司陶瓷墨水产能通过工艺改进由1万吨/年提升至1.2万吨/年，釉料产能仍为15万吨/年，未发生变化。产量方面，公司以销定产，2019年受下游客户需求端下降影响，公司陶瓷墨水产量较上年下降8.72%，全抛印刷釉及基础釉产量较上年分别减少17.80%和12.46%。此外陶瓷墨水的价格在近几年有所上升，2020年Q1价格为48,471元/吨。

图 12: 2014-2019年道氏技术陶瓷墨水产销情况



数据来源：公司公告，股票募集说明书，广发证券发展研究中心

图 13: 2014-2019年道氏技术陶瓷墨水销售价格



数据来源：公司公告，股票募集说明书，广发证券发展研究中心

三、公司定增募集资金，助力新能源材料产业布局

2020年8月公司公布《2020年度向特定对象发行A股股票募集说明书（注册稿）》，相关事项于2020年8月21日获得中国证监会注册批复。本次募集资金总额不超过162,000万元，募集资金主要用于扩充公司新能源材料板块产能及补充流动资金和偿还银行贷款。本次募集资金投资项目有利于进一步完善公司对锂电池新能源材料产业的布局。

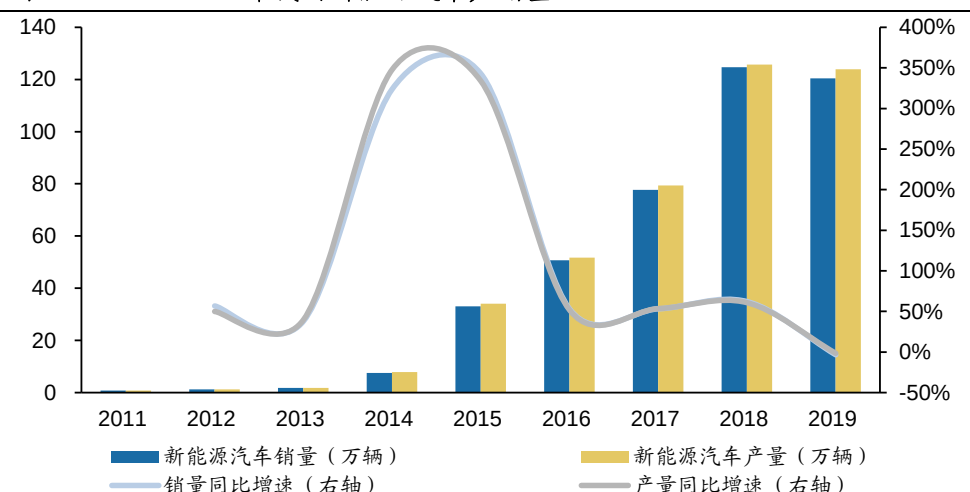
表 4: 本次募集资金投资项目的基本情况和经营前景

序号	项目名称	项目建设周期	年营业收入预测	年净利润预测	财务内部收益率(税后)	投资回收期(税后)	项目投资总额(万元)	拟以募集资金投入额(万元)
1	年产20000吨动力电池正极材料前驱体项目	2年	18.23亿元	1.46亿元	18.67%	4.9年	56,000	28,709
2	年产10000吨动力电池正极材料前驱体项目	2年	9.12亿元	0.7亿元	12.43%	6.08年	38,000	17,190
3	年产100吨高导电性石墨烯、150吨碳纳米管生产项目	1年	1.47亿元	0.5亿元	13.67%	5.38年	43,000	36,323
4	年产5000吨钴中间品(金属量)、10000吨阴极铜的项目	2年	1.99亿美元	0.19亿美元	21.46%	4.48年	50,000	31,500
5	偿还银行贷款及补充流动资金项目	—	—	—	—	—	48,278	48,278
合计							235,278	162,000

数据来源：公司公告，股票募集说明书，广发证券发展研究中心

新能源汽车产业持续快速发展，本次募集资金投资项目契合新能源汽车产业快速发展的趋势与需求。我国新能源汽车销量从2011年的0.8万辆快速增长至2019年的120.5万辆，期间复合增长率达86.7%。本次募集资金主要投向公司新能源材料板块，扩产公司三元前驱体、钴盐产品以及导电剂产品。上述产品均为新能源汽车动力电池的重要材料，随着新能源产业的快速发展，上述产品的需求亦快速增长。

图 14：2011-2019年我国新能源汽车产销量



数据来源：wind，中汽协，广发证券发展研究中心

外延收购切入新能源材料产业。2016年，公司通过控股青岛昊鑫，布局石墨烯导电剂产品。石墨烯电阻率是碳纳米管的十分之一，导电效果显著，使用后将大幅提升电池效能。青岛昊鑫产品主要供给国内主流电池厂商，后续随着客户的认证通过及采购量加大，产销有望进一步增长。此外，公司通过布局佳纳能源和MJM，打通钴盐和三元前驱体产品上下游产业链的布局。

四、盈利预测和投资建议

（一）核心假设：

陶瓷釉面材料业务：公司为陶瓷墨水及釉料的龙头企业，优势明显。在下游需求稳定的情况下，陶瓷墨水业务有望在下半年迎来业绩拐点。产品毛利率维持稳定，预计公司营业收入20~22年有望维持小幅增长。

新能源电池材料业务：在导电剂方面，石墨烯作为导电剂性能优于炭黑，随着锂电池性能要求提升未来有望加大用量。青岛昊鑫是全球领先石墨烯导电剂龙头，技术领先，深度绑定下游客户如比亚迪等龙头企业，未来发展空间可期；**钴盐及三元前驱体**为公司主营产品，亦为全资子公司佳纳能源主要业务。2019年公司三元前驱体产能为2.2万吨，随着新增产能的逐步放量，我们预计20~22年三元前驱体的销量同比较快增长；**铜钴业务**在经历产品价格大幅调整后有望回归价格中枢，贡献稳定业绩增量。

表 5：盈利假设与主营业务拆分

			2018	2019	2020E	2021E	2022E
新能源电池材料业务	营业收入	百万元	2649.40	2141.55	2360.60	3107.80	4244.00
	营业成本	百万元	1860.11	1607.01	1866.45	2455.17	3355.12
	毛利润	百万元	789.28	534.54	494.15	652.63	888.88
	毛利率	%	29.79%	24.96%	20.93%	21.00%	20.94%
陶瓷釉面材料业务	营业收入	百万元	479.75	490.49	578.35	720.00	800.00
	营业成本	百万元	312.44	333.03	416.41	518.40	576.00
	毛利润	百万元	167.31	157.46	161.94	201.60	224.00
	毛利率	%	34.87%	32.10%	28.00%	28.00%	28.00%

数据来源：公司财报，wind，广发证券发展研究中心

（二）盈利预测

公司上市前是陶瓷墨水龙头，上市后发力新能源材料，通过并购佳纳能源、青岛昊鑫，投建江西锂云母提锂，在锂电上游形成“钴盐-三元前驱体-云母提锂-石墨烯导电剂”领域全面布局，随之公司业绩进一步增厚。我们基于：1.陶瓷材料业务稳定发展；2.新能源材料业务发展趋势向好；暂未考虑定增因素，我们预计 20~22 年归母净利润为 1.48、2.57 和 2.99 亿元，每股收益为 0.32、0.56 和 0.65 元，对应当前股价市盈率为 44、26 和 22 倍。参考可比上市公司估值水平，综合考虑公司业务结构及业绩增速，给予公司 2021 年 40 倍 PE 估值，对应公司合理价值为 22.4 元/股，维持“买入”评级。

表 6：可比公司估值表

代码	简称	市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PB		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300618.SZ	寒锐钴业	209.99	69.32	0.93	1.87	2.51	74	37	28
603799.SH	华友钴业	439.27	38.49	0.65	1.09	1.50	59	35	26
688116.SH	天奈科技	98.08	42.30	0.55	0.96	1.38	77	44	31
300285.SZ	国瓷材料	385.05	39.97	0.61	0.78	0.96	66	51	42
平均							69	42	31
300409.SZ	道氏技术	65.27	14.19	0.32	0.56	0.65	44	26	22

数据来源：wind，广发证券发展研究中心（除道氏技术外，可比公司均选自 wind 一致预期）

五、风险提示

- 1.宏观政策风险。**行业政策存在不确定，陶瓷业务下游与房地产市场紧密相关，地产相关政策的变动可能波及公司陶瓷业务的发展
- 2、新业务进展低于预期。**子公司佳纳能源和青岛昊鑫下游均用于锂电池行业，尤其是新能源动力电池，如果未来新能源汽车行业发展增速不及预期，可能会对公司的业绩带来影响。
- 3、钴、锂价格继续下行风险。**目前钴、碳酸锂价格均处于历史较低位置，但仍存

在未来需求拉动有限但供给端严重过剩风险，或者竞争对手之间打价格战风险，导致盈利承压。

4.产能释放不及预期。公司规划三元前驱体、云母提锂、石墨烯导电剂产能陆续投放，存在产能释放不达预期

资产负债表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	3,306	2,218	2,637	3,181	4,079	
货币资金	739	413	331	429	555	
应收及预付	1,131	516	738	886	1,178	
存货	1,392	930	1,193	1,492	1,964	
其他流动资产	44	359	375	373	381	
非流动资产	1,882	2,227	2,690	3,193	3,738	
长期股权投资	25	25	25	25	25	
固定资产	822	1,022	1,208	1,428	1,668	
在建工程	234	232	482	742	1,022	
无形资产	208	222	249	272	296	
其他长期资产	593	727	727	727	727	
资产总计	5,188	4,445	5,328	6,374	7,817	
流动负债	2,091	1,432	2,163	2,964	4,115	
短期借款	823	762	1,028	1,651	2,483	
应付及预收	828	362	739	843	1,080	
其他流动负债	440	307	396	470	553	
非流动负债	772	540	540	540	540	
长期借款	311	164	164	164	164	
应付债券	386	257	257	257	257	
其他非流动负债	75	119	119	119	119	
负债合计	2,863	1,972	2,703	3,505	4,656	
股本	448	460	460	460	460	
资本公积	1,153	1,310	1,310	1,310	1,310	
留存收益	626	581	728	985	1,284	
归属母公司股东权益	2,328	2,471	2,618	2,875	3,174	
少数股东权益	-2	2	6	-6	-13	
负债和股东权益	5,188	4,445	5,328	6,374	7,817	

利润表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	3,544	2,986	3,314	4,292	5,554	
营业成本	2,449	2,212	2,540	3,293	4,283	
营业税金及附加	10	18	17	21	29	
销售费用	124	120	116	150	194	
管理费用	221	189	205	258	333	
研发费用	154	135	150	193	250	
财务费用	129	103	146	147	196	
资产减值损失	30	-222	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	-5	-4	-6	-7	
营业利润	446	14	158	253	299	
营业外收支	0	5	0	0	0	
利润总额	446	20	158	253	299	
所得税	61	-1	7	8	7	
净利润	385	20	151	245	292	
少数股东损益	165	-4	3	-11	-7	
归属母公司净利润	220	24	148	257	299	
EBITDA	677	432	406	493	580	
EPS (元)	0.49	0.05	0.32	0.56	0.65	

现金流量表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	593	1,041	321	212	126	
净利润	385	20	151	245	292	
折旧摊销	91	119	120	116	116	
营运资金变动	-8	748	-35	-268	-452	
其它	124	153	86	119	171	
投资活动现金流	-705	-413	-588	-625	-668	
资本支出	-322	-372	-584	-619	-661	
投资变动	-384	-41	0	0	0	
其他	1	0	-4	-6	-7	
筹资活动现金流	323	-912	184	511	668	
银行借款	2,186	1,050	266	623	831	
股权融资	0	9	0	0	0	
其他	-1,863	-1,971	-82	-113	-164	
现金净增加额	206	-290	-82	98	126	
期初现金余额	441	647	413	331	429	
期末现金余额	647	356	331	429	555	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
成长能力						
营业收入增长	109.0%	-15.7%	11.0%	29.5%	29.4%	
营业利润增长	88.7%	-96.9%	1024.	60.5%	18.0%	
归母净利润增长	44.7%	-89.1%	515.5%	73.8%	16.3%	
获利能力						
毛利率	30.9%	25.9%	23.3%	23.3%	22.9%	
净利率	10.9%	0.7%	4.6%	5.7%	5.3%	
ROE	9.5%	1.0%	5.6%	8.9%	9.4%	
ROIC	12.9%	8.6%	6.5%	7.2%	7.3%	
偿债能力						
资产负债率	55.2%	44.4%	50.7%	55.0%	59.6%	
净负债比率	123.1%	79.7%	103.0%	122.1%	147.3%	
流动比率	1.58	1.55	1.22	1.07	0.99	
速动比率	0.90	0.83	0.63	0.53	0.47	
营运能力						
总资产周转率	0.68	0.67	0.62	0.67	0.71	
应收账款周转率	6.47	9.57	8.25	8.65	8.51	
存货周转率	2.55	3.21	2.78	2.88	2.83	
每股指标 (元)						
每股收益	0.49	0.05	0.32	0.56	0.65	
每股经营现金流	1.32	2.26	0.70	0.46	0.27	
每股净资产	5.19	5.37	5.69	6.25	6.90	
估值比率						
P/E	26.72	259.31	44.37	25.53	21.94	
P/B	2.53	2.52	2.50	2.28	2.07	
EV/EBITDA	9.95	16.51	19.26	16.92	15.58	

广发基础化工行业研究小组

何 雄：资深分析师，剑桥大学材料化学博士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

吴 鑫 然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

郭 齐 坤：山东大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，

广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。