

2023年4月6日

## 道氏转 02 投资价值分析：进军锂电的陶瓷龙头

——固收专题

固定收益研究团队

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

梁吉华（联系人）

liangjihua@kysec.cn

证书编号：S0790121120045

### ● 正股分析：进军锂电的陶瓷龙头

道氏技术聚焦新材料业务，全力拓展新能源赛道，从单一陶瓷材料业务发展形成“碳材料+锂电材料+陶瓷材料”三大业务板块共同发展的新格局。

**丰富碳材料产品，研发新技术。**公司碳材料产品主要为石墨烯导电剂和碳纳米管导电剂，产品种类丰富，包括碳纳米管粉体、碳纳米管浆料、石墨烯浆料、复合浆料等，并在负极材料也有布局。单壁碳纳米管是硅碳负极规模化应用所必需的核心材料，公司第五代单壁管产品的管径（1-4nm）和纯度（>99%）处于行业领先水平，目前已给客户送样。公司已建立涵盖催化剂、碳纳米管粉体、粉体纯化、高纯粉体、导电浆料、NMP 回收等完整的导电剂供应链体系，一体化布局将为公司的导电剂提供成本优势。公司还通过参股公司布局氢能源燃料电池。

**扩充三元材料产能，布局钠离子前驱体。**公司的锂电材料主要是三元前驱体、钴盐、电解铜。公司已形成“英德+龙南+芜湖”三大三元前驱体生产基地，发行转债募资新建年产 10 万吨三元前驱体项目，提升三元产品供应能力。公司积极布局钠离子电池，2022 年钠离子前驱体产品已经实现批量出货，新建产线也可用于扩大产能。公司建立了一套包括原材料采购、湿法冶炼、钴盐及三元前驱体的生产和销售在内的完整钴产品产业链，并通过海外控股子公司实现了海外铜、钴矿等原材料的稳定供应。公司与行业内优质客户建立了合作关系，并积极拓展海外业务。随着“双碳”政策加速落地，新能源汽车渗透率不断提升，三元材料高镍化技术路线明确，高性能三元前驱体市场空间广阔。

**建筑陶瓷业务稳定发展。**陶瓷材料的主要产品为陶瓷墨水和陶瓷釉料，主要用于建筑陶瓷行业。公司是建筑陶瓷材料行业的龙头企业，能够提供全品类釉面材料、陶瓷材料全业务链服务。陶瓷墨水作为公司的核心产品，规模优势和技术优势明显，行业地位突出，处于国产陶瓷墨水的第一梯队。建陶行业产能有所出清，格局向头部企业集中。2023 年房地产市场呈企稳回升态势，1-2 月房地产竣工同比+8%，随着保交楼政策推进，竣工数据有望进一步回升，提振建筑陶瓷行业需求。

### ● 转债分析：规模较大，债底保护一般

道氏转 02 发行规模 26 亿元，规模偏大，预计发行后流动性较好。**转股对股本的摊薄压力较大**，对流通股稀释率是 26.02%。**正股的估值处于历史较低水平**，截至 4 月 4 日，公司的 PE (TTM) 34.08X，处于近 5 年以来 33.98%分位数；同行业可比公司估值中，公司估值处于中位水平。正股最近 100 周波动率是 52.88%，弹性较强。**转债债底保护一般**，面值对应的 YTM 为 3.18%，纯债价值是 82.80 元，债底保护一般；平价为 101.42 元，上市交易后大概率是偏股型转债。转债条款常规设置，不能破净下修，到期赎回价 115 元。参考评级、平价相近的中辰转债，预计道氏转 02 溢价率在 25%-30%左右，价格在 126.78-131.85 元，预计中签率在 0.006480%-0.00778000%之间。

**风险提示：**主要产品和原材料价格波动；行业产能过剩；经营规模扩张带来的管控风险及未来资本性支出较高。

### 相关研究报告

《进军国际市场的胶带行业龙头——永 22 转债投资价值分析》-2022.7.28

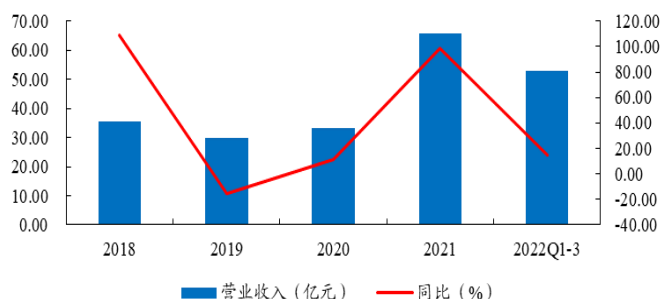
《氯碱化工行业龙头——天业转债投资价值分析》-2022.6.23

《积极拓展风电领域的通用设备制造商——通裕转债投资价值分析》-2022.6.19

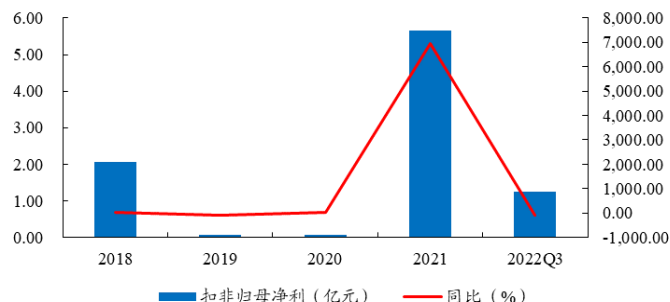
**附表 1: 道氏转 02 申购信息**

转债基本信息	
转债名称/代码	道氏转 02/123190.SZ
正股名称/代码	道氏技术/300409.SZ
评级	AA-
发行额(亿元)	26.00
期限(年)	6
利率	0.3%; 0.5%; 1.0%; 1.5%; 2.0%; 2.5%
转股价(元)	15.46
平价(元)	101.42
提前赎回条款	转股期, 15/30, 130%
下修条款	存续期, 15/30, 85%
有条件回售条款	最后两个计息年度, 30/30, 70%
存续期限	2023-04-07 至 2029-04-07
转股起始日期	2023-10-13
原始股东股权登记日	2023-04-06
网上申购及配售日期	2023-04-07
增信措施	无担保

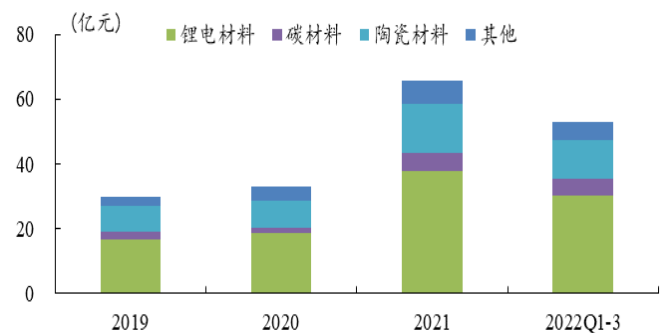
资料来源: Wind、开源证券研究所

**附图 1: 公司营收近两年保持较快增长**


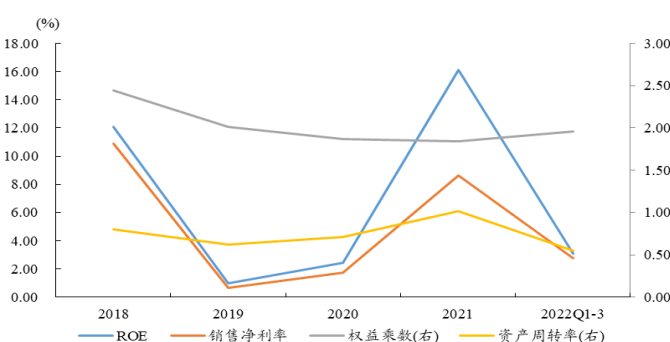
数据来源: Wind、开源证券研究所

**附图 2: 公司 2021 年扣非归母净利润快速提升**


数据来源: Wind、开源证券研究所

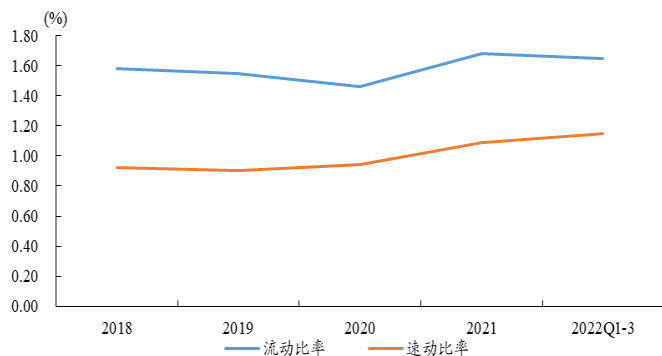
**附图 3: 公司布局碳材料、锂电、陶瓷三大业务板块**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**附图 4: 2022Q1-3 净利率和资产周转率下滑**


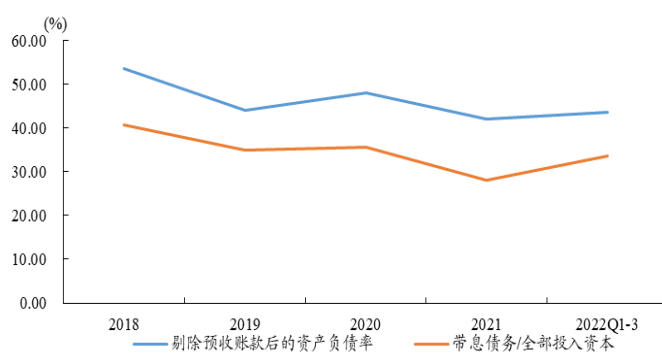
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 5：公司短期偿债能力较为稳定



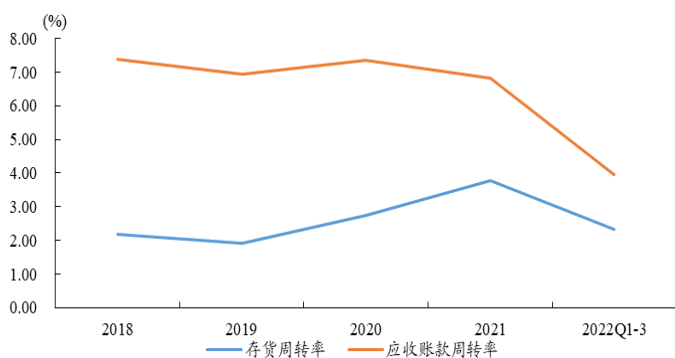
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：公司整体负债率较为稳定



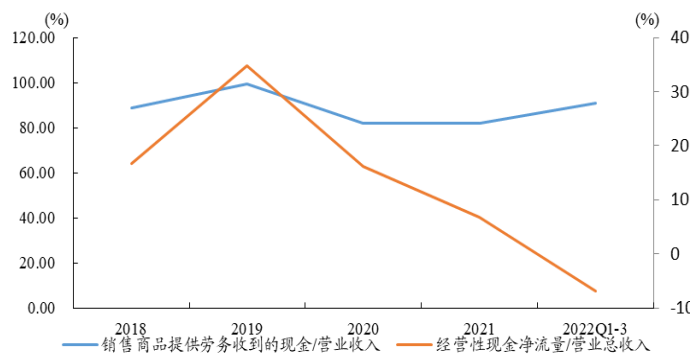
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 7：公司的营运能力 2022Q1-3 有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 8：公司营收收现能力较强



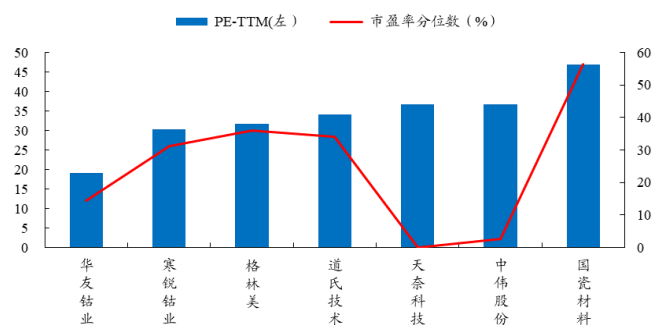
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 9：公司估值处于历史较低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 10：公司估值在可比公司中处于中位水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R5（高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn