

2020年05月18日

公司研究

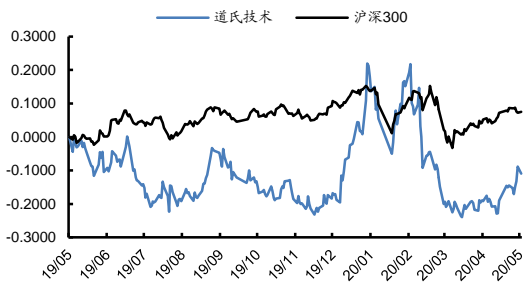
评级：买入（首次覆盖）

研究所  
 证券分析师：谭倩 S0350512090002  
 0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn  
 证券分析师：尹斌 S0350518110001  
 yinb@ghzq.com.cn  
 联系人：赵彬凯 S0350120030003  
 zhaobk@ghzq.com.cn

## 陶瓷龙头加码新能源材料，迎业绩拐点

### ——道氏技术（300409）动态研究

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
道氏技术	12.6	-20.8	-13.2
沪深300	1.9	-4.0	7.2

#### 市场数据

	2020-05-18
当前价格（元）	12.34
52周价格区间（元）	10.45 - 18.18
总市值（百万）	5676.33
流通市值（百万）	3894.79
总股本（万股）	45999.42
流通股（万股）	31562.32
日均成交额（百万）	118.46
近一月换手（%）	42.05

#### 投资要点：

■ **陶瓷行业龙头地位显著，创新产品维持高毛利率。**公司是国家高新技术企业，是国内唯一的陶瓷产品全业务链服务提供商，公司的研发实力、产品应用开发与技术服务能力，在业内处于领跑地位。公司作主要产品涉及陶瓷墨水、全抛印刷釉和基础釉，客户涵盖了诸如东鹏、金意陶、新明珠、新中源、马可波罗等国内最知名的陶瓷墙地砖生产企业。近年来，我国建筑陶瓷市场竞争激烈，行业洗牌加剧，例如2019年中国瓷砖产量82亿平米/yoy-8.8%。但公司坚持稳中求进，全力配合客户的新产品开发，成为建筑陶瓷行业技术进步和产业升级的主要推动力，2019年虽受行业影响公司釉面材料销量12.16万吨，同比下降11.86%，但仍保持32%较高毛利率，龙头地位显著。

**持续加码新能源材料，打开成长空间。**全球持续推进电动化，核心零部件动力电池的需求实现高速增长，市场规模自2012年2.7GWh增长至2019年113.4GWh，期间CAGR高达71%。公司顺应市场需求，积极开拓锂电材料应用，布局了三元前驱体、钴盐以及导电剂等多业务，形成了较强的综合实力，为公司打开成长空间。2019年公司实现新能源材料产销3.43万吨/3.33万吨，同比分别+3.05%/7.65%。

**钴盐/三元前驱体。**子公司佳纳能源主要产品氯化钴、硫酸钴、碳酸钴和草酸钴和三元前驱体，由于钴铜伴生，公司同时经营电解铜。2019年公司三元前驱体实现营收7.9亿元，毛利率13.8%；钴盐实现营收5.4亿元，毛利率20.9%；电解铜实现营收2.9亿元，毛利率34%。公司三元前驱体产品技术成熟、质量稳定，拥有振华科技、厦门钨业等优质客户，高镍前驱体已经实现量产并通过下游客户验证，奠定良好的发展基础。2019年公司推进前驱体产能建设，目前具备2.2万吨/年的三元前驱体产能，未来将进一步释放业绩弹性。展望未来，类似2019年的钴价格大幅下跌以及计提存货减值等利空因素大概率消除。目前钴价格已处于历史底部区域，有望随着需求复苏实现价格反弹，公司的钴盐业务有望边际向好。

**导电剂：**子公司青岛昊鑫是国内率先实现纳米材料导电剂规模化生产的龙头企业，其主要产品为石墨烯和碳纳米管导电剂，2019年实现营收2.4亿元，毛利率35.5%，主要客户为比亚迪等锂电龙头企业。2019年产能达2万吨，随着下游动力电池需求高速增长，公司有望持续受益，该业务有望高速增长。同时，公司推进原材料自给，加大上游粉体、浆料产能建设，原材料自给率的提升有望带动公司导电剂

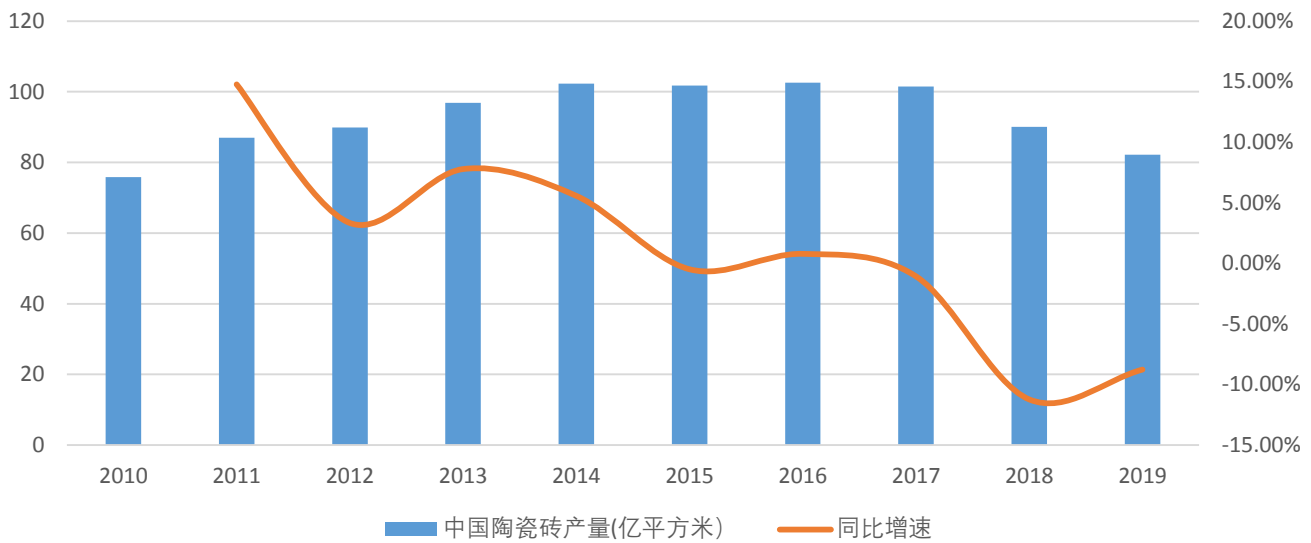
产品质量和盈利能力的提升。

- **前瞻布局氢能材料，推动氢燃料电池产业发展。**膜电极作为燃料电池系统关键部件之一，其性能和成本直接影响到质子交换膜燃料电池的性能、寿命及成本，占电堆成本的 60-70%，目前该产品高度依赖进口。根据 GGII 调研数据显示，2019 年我国膜电极市场销售规模为 2.28 亿元。GGII 预计，到 2025 年中国车用领域氢燃料电池膜电极市场需求有望达到 23 亿元。2019 年公司与重塑科技、马东生共同出资设立道氏云杉，从事膜电极材料的研制和销售，马东生先生是国鸿氢能的创始人之一，国鸿氢能为巴拉德合资公司，目前已建成全球最大的燃料电池电堆生产线。目前道氏云杉组建了以 Dustin Banham 博士（曾就职 Ballard，深耕膜电极研发领域）为核心的氢燃料电池膜电极研发团队。合作方重塑科技是国内重要的燃料电池动力系统公司，目前占国内氢燃料电池系统约 50% 市场份额。目前公司正结合国内商用车应用场景做前期开发，预计 2020 年将有 1~2 款产品进入市场，有望在 2021 年贡献业绩。
- **首次覆盖，给予公司“买入”评级：**预计公司 2020-2022 年分别实现归母净利润 1.52、2.51、3.52 亿元，对应 EPS 分别为 0.33、0.55、0.77 元。公司作为陶瓷釉料龙头，全面布局新能源材料，公司有望在 2020 年形成中长期向上的业绩拐点，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**政策风险；原材料价格风险；产能建设低于预期；疫情扩散导致需求下滑；新材料研发及进度不及预期。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	2986	3883	4561	5732
增长率(%)	-16%	30%	17%	26%
归母净利润（百万元）	24	152	251	352
增长率(%)	-89%	535%	65%	40%
摊薄每股收益（元）	0.05	0.33	0.55	0.77
ROE(%)	0.97%	5.87%	8.98%	11.40%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

图 1: 2010 年-2019 年中国陶瓷砖产量及增速



资料来源: 道氏技术年报、国海证券研究所

表 1: 公司锂电材料相关产品

公司主体	分类	产品名称	主要用途
佳纳能源	钴产品	氯化钴	主要用于油漆催干剂、氨气吸收、干湿指示剂、电镀、陶瓷着色剂、其他钴盐的合成等
		硫酸钴	主要用于制造锂离子电池三元材料、镍氢电池材料、电镀、陶瓷釉料、油漆催干剂、催化剂、分析试剂、饲料添加剂、轮胎胶粘剂等
		碳酸钴	主要用于生产钴的氧化物、钴盐、化学试剂、以及玻璃、陶瓷等行业的着色颜料
		草酸钴	主要用于制造钴粉及其它钴产品原料
	三元前驱体	三元正极材料前驱体	主要用于生产动力汽车、电动工具、储能系统的电池正极材料
	铜产品	电解铜	主要用于电力、电器、机械、车辆、船舶工业民用器具等方面
青岛昊鑫	导电剂	石墨烯导电剂 碳纳米管导电剂	作为一种关键辅材应用于锂电池,在极片制作时加入一定量的导电物质,以减小电极的接触电阻,加速电子的移动速率,同时也能有效地提高锂离子在电极材料中的迁移速率,从而提高电极的充放电效率。石墨烯导电剂适用于磷酸铁锂动力电池,碳纳米管导电剂适用于镍钴锰三元动力电池。

资料来源: 道氏技术年报、国海证券研究所

表 2: 公司主要产品近年来产销情况

行业分类	项目	单位	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2019 年 同比增减
釉面材料	销售量	吨	134,142	164,830	137,919	121,557	-11.86%
	生产量	吨	143,949	158,124	135,948	116,757	-14.12%
	库存量	吨	32,523	25,609	23,062	16,741	-27.41%
新能源材料	销售量	吨		9,123	30,955	33,323	7.65%
	生产量	吨		9,775	33,340	34,356	3.05%
	库存量	吨		2,759	5,825	3,543	-39.17%

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

表 3: 2019 年末公司产能建设情况

产品	产能	在建产能	产能利用率	产量
主要釉面材料	160000 吨	--	72.34%	115747 吨
主要新能源材料	44000 吨	45250 吨	66.95%	29460 吨

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

附表：道氏技术盈利预测表

证券代码:	300409.SZ				股价:	12.34	投资评级:	买入	日期:	2020-05-18
<b>财务指标</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	1%	6%	9%	11%	EPS	0.05	0.33	0.55	0.77	
毛利率	26%	25%	23%	24%	BVPS	5.37	5.64	6.07	6.69	
期间费率	19%	16%	17%	17%	<b>估值</b>					
销售净利率	1%	4%	6%	6%	P/E	236.50	37.26	22.58	16.11	
<b>成长能力</b>					P/B	2.30	2.19	2.03	1.85	
收入增长率	-16%	30%	17%	26%	P/S	1.90	1.46	1.24	0.99	
利润增长率	-89%	535%	65%	40%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	
总资产周转率	0.67	0.83	0.77	0.90	营业收入	2986	3883	4561	5732	
应收账款周转率	7.05	7.80	7.33	7.33	营业成本	2212	2917	3490	4334	
存货周转率	2.38	2.33	2.30	2.28	营业税金及附加	18	28	33	42	
<b>偿债能力</b>					销售费用	120	148	152	185	
资产负债率	44%	45%	52%	51%	管理费用	324	388	447	625	
流动比	1.55	1.65	2.21	2.28	财务费用	103	69	125	110	
速动比	0.90	0.84	1.29	1.22	其他费用/(-收入)	216	(158)	(10)	(10)	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	营业利润	14	175	303	426	
现金及现金等价物	413	216	826	859	营业外净收支	5	0	1	1	
应收款项	424	498	622	782	利润总额	20	175	304	427	
存货净额	930	1262	1529	1923	所得税费用	(1)	21	40	50	
其他流动资产	451	587	689	573	净利润	20	154	265	378	
<b>流动资产合计</b>	<b>2218</b>	<b>2562</b>	<b>3666</b>	<b>4137</b>	少数股东损益	(4)	2	13	25	
固定资产	1022	919	1127	1115	归属于母公司净利润	24	152	251	352	
在建工程	232	232	132	132	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	
无形资产及其他	222	222	212	201	经营活动现金流	1041	(142)	5	258	
长期股权投资	25	25	25	25	净利润	20	154	265	378	
<b>资产总计</b>	<b>4445</b>	<b>4687</b>	<b>5889</b>	<b>6337</b>	少数股东权益	(4)	2	13	25	
短期借款	762	762	762	762	折旧摊销	113	124	114	134	
应付款项	351	467	558	694	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	12	15	30	54	营运资金变动	912	(662)	(600)	(596)	
其他流动负债	307	307	307	307	投资活动现金流	(413)	102	(108)	13	
<b>流动负债合计</b>	<b>1432</b>	<b>1551</b>	<b>1658</b>	<b>1817</b>	资本支出	(197)	102	(108)	13	
长期借款及应付债券	421	421	1311	1311	长期投资	(0)	0	0	0	
其他长期负债	119	119	119	119	其他	(216)	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>540</b>	<b>540</b>	<b>1430</b>	<b>1430</b>	筹资活动现金流	(825)	(30)	840	(70)	
<b>负债合计</b>	<b>1972</b>	<b>2092</b>	<b>3088</b>	<b>3247</b>	债务融资	(336)	0	890	0	
股本	460	460	460	460	权益融资	9	0	0	0	
股东权益	2473	2595	2801	3090	其它	(498)	(30)	(50)	(70)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4445</b>	<b>4687</b>	<b>5889</b>	<b>6337</b>	现金净增加额	(198)	(71)	737	200	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【电力设备新能源组介绍】

谭倩，10年行业研究经验，研究所副所长(主持工作)、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

2018 福布斯中国最佳分析师第七名、2018 年同花顺第一届 iFinD 最佳分析师 公用事业 第三名、今日投资 2018 年天眼中国最佳证券分析师 建筑装饰 行业第 2 名、水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

尹斌，中科院物理化学博士，4 年比亚迪动力电池实业经验，3 年证券从业经验，2018 年进入国海证券，从事新能源汽车行业及上市公司研究，2015 年新财富第 2 名、2016 年新财富第 3 名核心成员。

傅鸿浩，中国科学院硕士，4 年电力设备与新能源行业研究经验，曾任职于安信证券，国海证券。

张涵，中山大学理学学士，金融学硕士，2018 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

赵彬凯，香港科技大学经济学硕士，中山大学管理科学学士，2020 年加入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

## 【分析师承诺】

谭倩、尹斌，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联

机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

### 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。