

道氏技术 (300409)

国内技术领先的釉面材料和陶瓷墨水龙头

预计上市定价

38.10 ~ 44.45RMB

主要数据

行业	基础化工
公司网址	http://www.dowstone.com.cn/
大股东/持股	53.08%
实际控制人/持股	53.08%
总股本(百万股)	48.75
流通 A 股(百万股)	0
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	0.00
每股净资产(元)	6.12
资产负债率(%)	46.4

证券分析师

鄢祝兵 投资咨询资格编号S1060511110001
0755-22621410
yanzhubing290@pingan.com.cn

陈建文 投资咨询资格编号S1060210020001
0755-22625476
chenjianwen002@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 定价建议

我们预计公司 2014~2016 年营业收入分别为 4.42 亿元、5.82 亿元、7.67 亿元，同比增速分别为 38.40%、31.71%、31.80%，归属于母公司净利润分别为 0.82 亿元、1.01 亿元、1.27 亿元，同比增速分别为 36.7%、22.3%、26.3%，摊薄后 EPS 分别为 1.27 元、1.55 元、1.96 元。同时参考精细化工行业可比公司估值与证监会指引，定价合理估值在 2014 年 30.0~35.0 倍 PE，合理定价为 38.10 元~44.45 元。

■ 釉面材料需求稳步增长，陶瓷墨水市场空间巨大

建筑陶瓷用釉料由欧美向国内推广，我国釉面材料需求稳步增长。20 世纪 90 年代至 21 世纪初，我国釉面材料行业进入快速发展期，新技术、新产品不断涌现，行业专业化程度持续提高，我国瓷质釉面地砖占全部地砖比例从 2005 年的 5%提升到 2010 年的 26%，且这一比重还在逐年提高。陶瓷喷墨打印技术将喷墨技术引入陶瓷印刷领域，极大的推动建筑陶瓷生产控制的数码化和产品款式的个性化，国内陶瓷墨水市场空间巨大，预计 2014 年国内陶瓷墨水需求量超过 4 万吨，陶瓷墨水进口依赖度逐年降低。

■ 作为国内釉面材料和陶瓷墨水行业龙头，公司竞争优势显著

公司作为国内釉面材料和陶瓷墨水行业龙头，在积极开拓市场并巩固在建筑陶瓷釉面材料领域的领先地位后，成功推出陶瓷墨水产品并推向市场，率先打破国外厂商对陶瓷墨水的技术垄断，抢占国内不断膨胀的陶瓷墨水市场，逐步树立起公司在陶瓷墨水领域的领先地位。经过多年的发展，公司在客户结构、技术服务、产品规模、经营模式等方面形成了明显的竞争优势。

■ 募投项目扩大生产规模，丰富产品结构

公司拟发行不超过 1625 万股，计划募集资金约 2.54 亿元，用于成釉扩能项目、陶瓷墨水项目、陶瓷喷墨打印用墨水生产项目二期工程、成釉扩能项目二期工程、研发中心项目。募投的成釉扩能项目和陶瓷墨水项目将有利于扩大生产规模与丰富产品结构，构筑新的利润增长极。

■ 业绩预测与合理估值

我们预测公司 2014~2016 年归属于母公司净利润分别为 0.82 亿元、1.01 亿元、1.27 亿元，摊薄后 EPS 分别为 1.27 元、1.55 元、1.96 元。同时参考精细化工行业可比公司估值与证监会指引，定价合理估值在 2014 年 30.0~35.0 倍 PE，合理定价为 38.10 元~44.45 元。

■ 风险提示：宏观经济增速放缓风险；房地产市场剧烈变化的风险。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	218	319	442	582	767
YoY(%)	17.2	46.2	38.4	31.7	31.8
净利润(百万元)	44	60	82	101	127
YoY(%)	6.5	36.5	36.7	22.3	26.3
毛利率(%)	47.9	45.5	45.3	43.7	42.8
净利率(%)	20.2	18.9	18.6	17.3	16.6
ROE(%)	21.4	23.7	24.5	23.0	22.6
EPS(摊薄/元)	0.68	0.93	1.27	1.55	1.96
P/E(倍)	-	-	-	-	-
P/B(倍)	-	-	-	-	-

正文目录

一、公司简介：国内建筑陶瓷釉面材料和陶瓷墨水龙头	4
1.1 公司概况：国内建筑陶瓷釉面材料和陶瓷墨水龙头	4
1.2 股东结构：荣继华先生控股，实际控制人为个人	4
1.3 业务概况：基础釉、全抛印刷釉和陶瓷墨水是公司主要收入和盈利来源	5
二、釉面材料需求稳步增长，陶瓷墨水前景广阔	5
2.1 行业概况：建筑陶瓷用釉料由欧美向国内推广，专业化公司是发展趋势	5
2.2 需求分析：釉面材料需求稳步增长，陶瓷墨水需求快速增长	6
2.3 供给格局：釉面材料专业化分工深化，陶瓷墨水进口替代空间巨大	7
三、公司经营：多重优势构建竞争壁垒	9
3.1 客户结构优势	9
3.2 技术服务和市场渗透力优势	9
3.3 规模优势	9
3.4 技术优势	9
3.5 产品优势	10
3.6 经营模式优势	10
四、对比分析	10
4.1 行业对比：2013 年公司营业收入和利润总额增速高于行业	10
4.2 公司对比：公司毛利率优于国瓷材料	10
五、募投项目：扩大生产规模，优化产品结构	12
六、定价建议	12
七、风险提示	13

图表目录

图表 1	发行前道氏技术股权结构图.....	4
图表 2	发行前荣继华持股比例为 53.08%.....	4
图表 3	预计发行后荣继华持股比例为 39.81%.....	4
图表 4	2013 年基础釉、全抛印刷釉和陶瓷墨水占公司主营业务收入比重为 77.94%.....	5
图表 5	2013 年基础釉、全抛印刷釉和陶瓷墨水釉料占公司营业利润比重为 84.80%.....	5
图表 6	釉面材料下游应用领域分布.....	6
图表 7	2011 年我国瓷砖生产线品种分布情况.....	7
图表 10	2013 年国内陶瓷墨水市场份额分布.....	8
图表 11	国内陶瓷墨水价格逐年下降（元/千克）.....	8
图表 12	2013 年公司营收增速高于建筑陶瓷制品制造行业.....	10
图表 13	2013 年公司利润总额增速高于建筑陶瓷制品制造行业.....	10
图表 14	道氏技术 2014 年 1~3Q 营业收入高于国瓷材料.....	11
图表 15	道氏技术 2014 年 1~Q3 净利润高于国瓷材料.....	11
图表 16	道氏技术历年来毛利率水平较为稳定.....	11
图表 17	道氏技术研发费用占营业收入比重超过 6%.....	11
图表 18	道氏技术募集资金投向.....	12
图表 19	盈利预测关键假设单位.....	12
图表 20	国内可比公司估值情况.....	13

一、公司简介：国内建筑陶瓷釉面材料和陶瓷墨水龙头

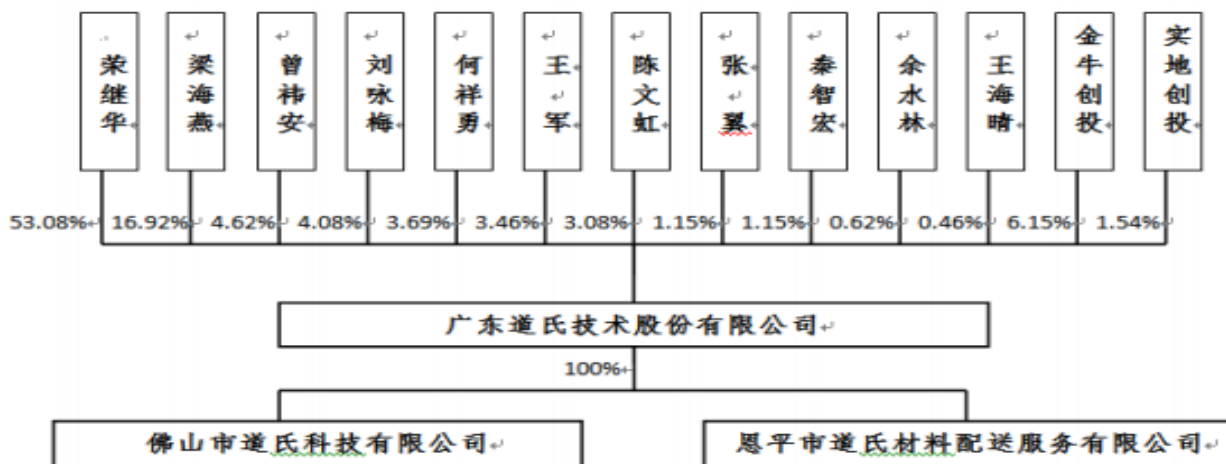
1.1 公司概况：国内建筑陶瓷釉面材料和陶瓷墨水龙头

广东道氏技术有限公司创立于 2007 年 9 月，主要从事生产和销售建筑陶瓷的釉面材料，并提供相关的技术服务和产品设计；公司的主要产品为基础釉、全抛印刷釉和陶瓷墨水，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，公司系少数几家实现陶瓷墨水国产化的企业之一，陶瓷墨水产品的市场占有率居于前列。

1.2 股东结构：荣继华先生控股，实际控制人为个人

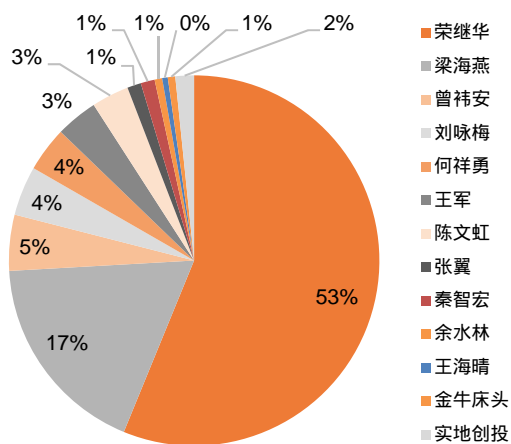
截至 2014 年三季度末，公司股东共 13 名，其中 11 名为自然人股东，2 名为法人，控股股东及实际控制人为荣继华先生，持有广东道氏技术 53.08% 的股份。公司计划发行新股 1625 万股，无老股配售情况，预计发行后控股股东荣继华先生持股比例下降为 39.81%，仍处于相对控股地位。

图表1 发行前道氏技术股权结构图



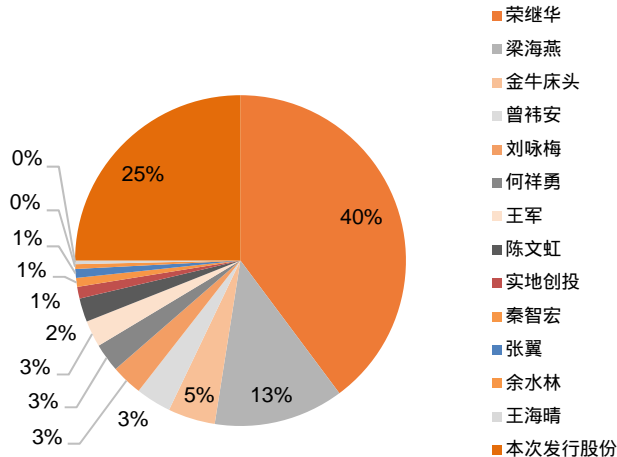
资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

图表2 发行前荣继华持股比例为53.08%



资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

图表3 预计发行后荣继华持股比例为39.81%

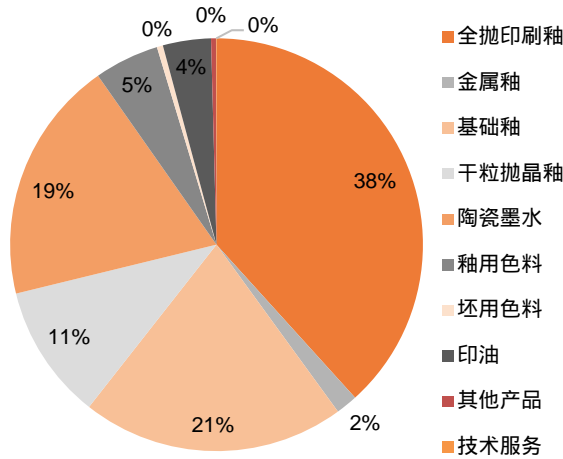


资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

1.3 业务概况：基础釉、全抛印刷釉和陶瓷墨水是公司主要收入和盈利来源

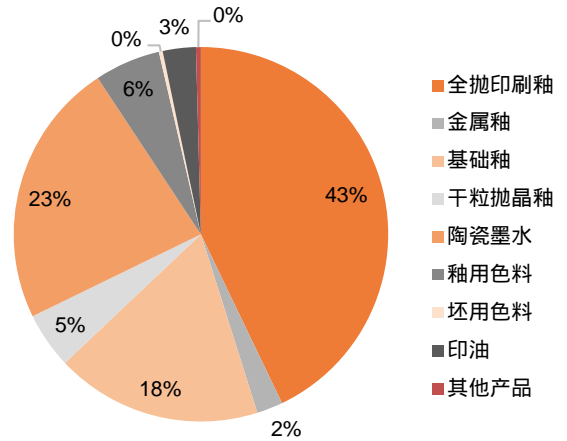
道氏技术 2013 年公司主营业务收入为 3.19 亿元，综合毛利率为 45.58%，扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率为 24.10%。基础釉、全抛印刷釉和陶瓷墨水是公司主要收入和利润来源，2013 年基础釉、全抛印刷釉和陶瓷墨水占公司销售收入和营业利润比重分别为 77.94%和 84.80%。

图表4 2013年基础釉、全抛印刷釉和陶瓷墨水占公司主营业务收入比重为77.94%



资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

图表5 2013年基础釉、全抛印刷釉和陶瓷墨水釉料占公司营业利润比重为84.80%



资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

二、釉面材料需求稳步增长，陶瓷墨水前景广阔

2.1 行业概况：建筑陶瓷用釉料由欧美向国内推广，专业化公司是发展趋势

长期以来，我国本土“釉面材料”以日用釉材料为主；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。20 世纪 90 年代，随着我国建筑陶瓷瓷质釉面砖生产规模的扩大，建筑陶瓷釉面材料行业开始在我国逐步发展起来。

目前，欧美市场从事釉面材料业务的企业数量相对集中，跨国专业化公司在市场上占据主导地位，其向客户提供材料成品、新材料开发、陶瓷产品设计、开发以及相关完善技术服务等。跨国专业化公司在经营上还具备以下特点：其一，重视釉面材料的产品创新和技术创新，不断为下游企业开发新产品和相关技术以满足下游企业的需求；其二，通过技术研发，为陶瓷行业的技术进步作出了巨大贡献，例如实现了陶瓷喷墨印刷技术的研发和产业化，开发精陶一次烧成技术以降低了釉面的重金属熔出等；其三，在企业发展策略方面，更重视长期增长策略；其四，完善国际化分工角色，充分利用国际资源。根据行业内人士估计，欧美市场此类企业数量约为 50-60 家。其中，意大利的卡罗比亚、西班牙陶丽西和意达加、美国福禄等公司已经发展成为综合实力强、产品覆盖范围广的专业化跨国企业。

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，釉面材料行业逐步立，专业化分工迅猛发展。21 世纪初至今，我国釉面材料行业进入快速发展时期，新技术、新产品不断涌现，行业专业化程度持续提高，后续发展空间巨大。

2.2 需求分析：釉面材料需求稳步增长，陶瓷墨水需求快速增长

■ 我国已成为全球最大釉面材料消费国

瓷砖在我国发展已有 30 年的历史，发展的初期和很长一段时间，我国建筑装饰用地砖以抛光砖为主。20 世纪 90 年代至 21 世纪初，随着人们生活水平、审美情趣和环保意识的提高，传统的抛光砖已不能满足市场的装饰需求。而将高性能釉面材料运用于建筑陶瓷地砖生产的瓷质釉面砖产品，产品的强度、耐磨性能大为提高，并具备防水、防滑、耐腐蚀性等特性，同时产品还兼具花色和质感多变、艺术性强等特点，深受消费者喜爱。同时，瓷质釉面砖与抛光砖不同，其分为釉层和坯体两部分，对坯体原材料要求不高，有利于环境保护。因此瓷质釉面砖发展迅速，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》，我国瓷质釉面地砖占全部地砖比例从 2005 年的 5% 提升到 2010 年的 26%，且这一比重还在逐年提高。

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，专业化分工迅猛发展。公司产品的下游客户为建筑陶瓷企业，建筑陶瓷产品从功能可划分为：地板砖、外墙砖和内墙砖。地砖为建陶的主要组成部分，装饰建筑物的地面，分为抛光砖（又称通体砖和无釉砖）和瓷质釉面砖；外墙砖用于建筑物的外立面装饰；内墙砖主要指室内装饰用瓷片。

图表6 釉面材料下游应用领域分布

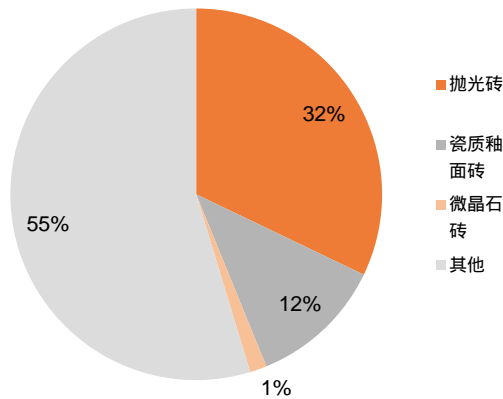


资料来源：招股说明书、平安证券研究所

釉面材料主要应用于建筑陶瓷产品的生产，因此，建筑陶瓷行业是釉面行业的下游。我国建筑陶瓷行业经历了较长时间的快速成长期后，进入平稳发展期，但建筑陶瓷专业化分工的深化和建筑陶瓷主流产品从抛光砖向瓷质釉面砖的转变，将会给公司带来较好的发展机遇。

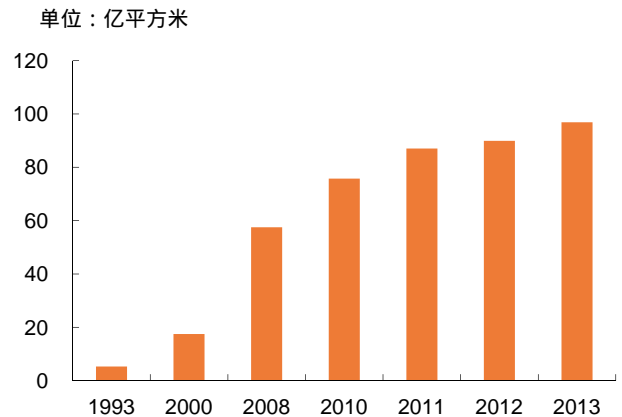
2014 年 6 月 6 日《陶瓷信息》刊登的“China ceramic industry Brief summary(中国陶瓷行业概述)”，2013 年中国瓷砖市场规模约为 3,800 亿元。经历了多年持续的高增长之后，从 2012 年开始，我国陶瓷行业的发展已由高速发展期步入平缓发展期；与之相对应的是，在建筑陶瓷行业产业分工深化的基础上，新型建筑陶瓷产品技术不断出现，如以仿石材、仿木纹、仿布纹、仿皮纹、仿墙纸等为代表的仿生陶瓷砖生产技术，喷墨印花技术，围绕喷墨印花的装饰技术，陶板生产技术、薄砖与薄板生产技术等，特别是喷墨印花技术，将有助于快速提高建筑陶瓷的市场竞争力，从而推动中国建筑陶瓷行业的健康发展。

图表7 2011年我国瓷砖生产线品种分布情况



资料来源：佛山陶瓷、平安证券研究所

图表8 我国瓷砖行业由高速发展期步入平缓发展期



资料来源：佛山陶瓷、平安证券研究所

目前，我国已经成为全球最大的釉面材料生产与消费国。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》2010年度，国内建筑陶瓷、卫生陶瓷、日用陶瓷使用釉面材料合计490.86万吨；色釉料出口20.6万吨，合计陶瓷釉面材料产量511.46万吨，年产值约为300亿元。不考虑建筑陶瓷产品中瓷质釉面砖比重提高、单位瓷质釉面砖釉面材料耗用量的增长等因素，仅我国建筑陶瓷的产量从2010年度的75.76亿平方米增长至2013年度的96.9亿平方米，增长了28%，釉面材料行业也取得了较快的发展。

■ 陶瓷墨水市场空间巨大

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主体，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。陶瓷喷墨打印技术将喷墨技术引入陶瓷印刷领域，极大的推动建筑陶瓷生产控制的数码化和产品款式的个性化。

陶瓷墨水市场空间巨大，我们预计2014年年底，国内瓷砖喷墨机将达3000台，按每台机年消费墨水分别按14吨计算，所需要消耗的墨水为4.2万吨，假设瓷砖年产量为100亿m²，其中50%用喷墨生产，6~18克/m²，则每年要消耗的墨水为3.0~9.0万吨，如果价格按10万元/吨计算，我国陶瓷墨水市场价值约为30~90亿人民币。

2.3 供给格局：釉面材料专业化分工深化，陶瓷墨水进口替代空间巨大

■ 釉面材料专业化分工深化

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料提供商、单一材料或几种材料提供商、建筑陶瓷材料生产车间、专业釉面材料厂商等四类市场参与主体，其特点如下：

图表9 四类釉面材料市场参与主体特点

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。

类型	代表企业	特点
建筑陶瓷厂商的部门	新明珠、唯美陶瓷建筑陶瓷生产商	主要将采部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。部分建筑陶瓷企业的釉料部门也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、西班牙陶粒西、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，品牌具备一定的国内影响力，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。

资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

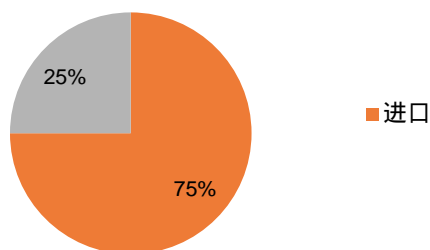
道氏技术是上述第四类企业，即专业釉面材料厂商，既提供高档品种釉面材料，还有提供综合服务的企业。随着国内建筑陶瓷行业专业化分工的深化，国内专业企业目前正处于快速分化过程中。预计未来将形成综合性专业化釉面材料企业与提供特色品种釉面材料的企业共存的局面。

■ 陶瓷墨水未来进口替代空间巨大

2000 年世界第一台工业使用的陶瓷装饰喷墨打印机问世，打印机是由美国 FERRO 公司开发的 Karejet 系统，墨水也是由 FERRO 公司与塞尔公司联合研制的陶瓷墨水。2000 年 1 月 7 日，FERRO 公司向美国专利商标局提交了一份名为用于陶瓷釉面砖瓦和表面彩色喷墨印刷的独特油墨和油墨组合的专利，该专利阐述了陶瓷墨水的制作方法技术，为陶瓷喷墨打印技术奠定了基础。到目前为止除了美国 FERRO 公司外，西班牙的 ESMALGLASS、ITACA、CHIMIGRAF、COLORBBIA、TORRECID 四家公司也是陶瓷装饰墨水的主要制造商。

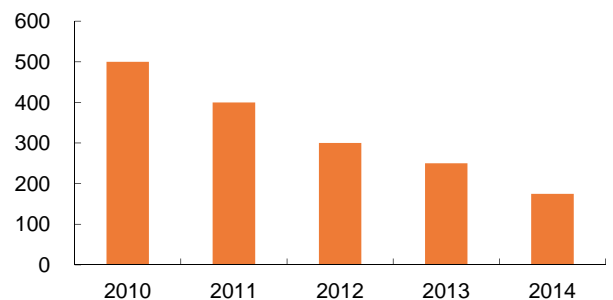
我国陶瓷墨水实验研发始于 2000 年，但真正企业研发是在 2008 年。经过五年左右时间的发展，我国陶瓷墨水产业由发展初期步入了成长期，国产墨水的品质与稳定性显著提高，使用量也在明显增长。国产墨水品质与进口墨水相当，部分指标优于进口。目前我国大约有 16 家以上的陶瓷墨水的研发生产企业，大约有 7 家企业的墨水在陶瓷砖企业中生产使用。截止到 2014 上半年，我国陶瓷墨水的生产能力约为 1.1~2.2 万吨/年，预计 2016 年将达到 4 万吨/年左右。近几年，陶瓷墨水的价格总体呈下降的趋势，随着国产墨水生产企业增多及数量增大墨水价格将进一步下降，预计到 2014 年年底部分墨水品种的价格将下降到 100 元/kg 以下。随着陶瓷墨水价格的不断下降，国产墨水的成本优势将不断体现，国产墨水的市场份额在未来会不断上升，2016 年有望实现完全自给。

图表10 2013年国内陶瓷墨水市场份额分布



资料来源：佛山陶瓷、平安证券研究所

图表11 国内陶瓷墨水价格逐年下降（元/千克）



资料来源：佛山陶瓷、平安证券研究所

三、公司经营：多重优势构建竞争壁垒

公司在积极开拓市场并巩固在建筑陶瓷釉面材料领域的领先地位后，利用公司在建筑陶瓷制造行业领域积累的技术实力和研发经验，成功推出陶瓷墨水产品并推向市场，率先打破国外厂商对陶瓷墨水的技术垄断，抢占国内不断膨胀的陶瓷墨水市场，逐步树立起公司在陶瓷墨水领域的领先地位。公司经过多年的发展，在客户结构、技术服务、产品规模、经营模式等方面形成了明显的竞争优势。

3.1 客户结构优势

经过多年的发展，凭借优良的产品品质和全方位的服务，公司逐步建立了较好的客户结构，包括东鹏、新明珠、金意陶、新中源等在内诸多著名陶瓷企业已成为公司重要的合作伙伴。较好的客户结构加强了公司的市场竞争力，提高了公司的市场议价能力，有利于公司新产品推广，将为公司维护在釉面材料行业的领先地位发挥巨大作用。

3.2 技术服务和市场渗透力优势

截至 2014 年 6 月 30 日，公司的技术服务团队人数已达到 139 人，占公司员工总数比例为 23.48%。较强的技术服务团队一方面使得公司拥有较强的现场技术服务能力，另一方面，公司技术服务人员分散在众多客户中，帮助公司形成独特的市场渗透力。由此，公司不仅能熟悉客户生产环境、工艺以及相应的变化情况，而且能帮助公司及时掌握市场需求的变化或趋势，赋予了公司快速、准确、高效满足客户新产品需求的能力。

3.3 规模优势

2013 年度，公司釉面材料的销售总额达 3.19 亿元，釉料产品销售数量超过 5 万吨、陶瓷墨水近 550 吨，从销售规模和销售数量等方面来讲，公司的规模都居于行业前列。公司通过建立大规模生产的品质控制体系，一方面提高了公司盈利水平和抗风险能力，另一方面扩大了公司的市场影响力。

3.4 技术优势

自成立以来，公司一直注重技术研发。经过几年的积累，公司已经掌握了新型釉面材料的基础性技术。

（1）微纳米粉体制备技术和分散技术

公司在“微纳米粉体制备技术和分散技术”已持续研究多年，积累了较丰富的技术经验。公司于该技术领域获得授权发明专利 3 项，已成功将该项技术应用到陶瓷喷墨墨水的研究开发上，率先成为国内有能力批量生产陶瓷墨水的供应商，也是国内最大的陶瓷墨水供应商之一。

（2）磷酸盐配方体系的研究与开发

在建筑陶瓷行业，传统材料的配方体系以硅酸盐为主，在一些低温的配方体系中会伴有少量的硼酸盐。公司通过将磷酸盐的配方体系引入建筑陶瓷材料配方体系，扩大了原料来源范围，提高了产品品质。

（3）特殊功能和复合功能的新产品开发及节能减排技术

公司在国内率先实现“一次烧微晶系列”产品的产业化，简化了传统工艺，避免了传统工艺中的砖坯素烧过程，由“两次烧”转为“一次烧成”，生产成本降低 30%以上，并大幅提高了产品烧制的优等品率，减少了资源消耗和烟尘排放。此外，公司的“薄板增强技术”可以大幅提高陶瓷生坯的强

度、降低坯体厚度，实现陶瓷的快速烧成和原材料资源节约。

3.5 产品优势

针对陶瓷业原料种类多、品位差异大、陶瓷烧成制度多变的现状，公司形成了比较完整的产品配方体系。凭借公司广泛的技术服务网络，公司通过调整产品配方进行持续的产品性能改进，以适应客户的原料、烧成制度，满足客户的生产要求。由于公司产品具备完整的配方体系，使得产品开发周期较短，同时可以满足下游客户多批量、多品种的需求，有利于扩大产品适应范围。

3.6 经营模式优势

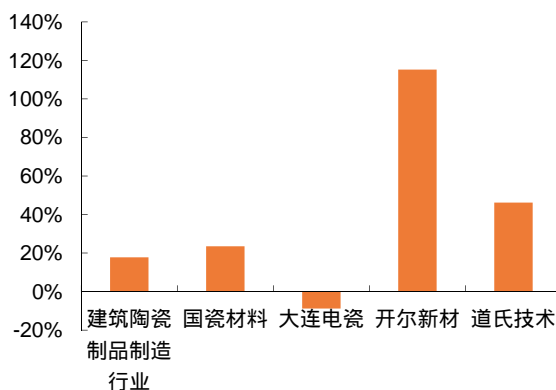
公司根据行业实践和经验积累，适应行业发展的趋势，结合国内市场特点，建立完善了公司的业务经营模式。公司的经营模式将传统的产品制造销售与现代技术服务相结合，向客户提供釉面材料产品、瓷质釉面砖设计和开发、综合技术服务等。此业务模式在“为客户创造价值”的同时，也为公司在市场上树立了良好的品牌形象，增强了公司的市场竞争力。

四、对比分析

4.1 行业对比：2013 年公司营业收入和利润总额增速高于行业

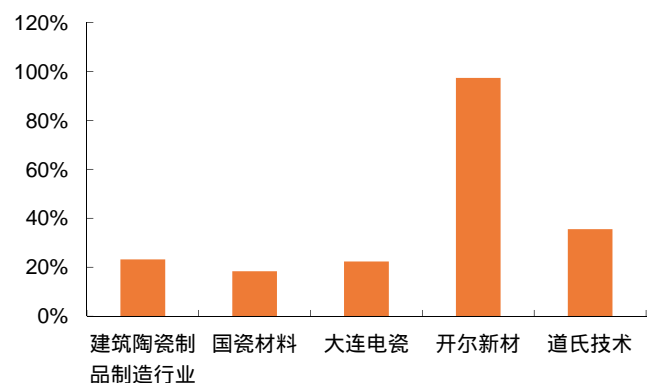
发行人主要产品釉面材料和陶瓷墨水，主要应用于建筑陶瓷产品的生产，下游属于建筑材料行业，将其与下游行业为建筑陶瓷制品制造行业的公司进行对比。2013 年建筑陶瓷制品制造行业营收同比增长 17.80%，利润总额同比增长 23.19%；道氏科技 2013 年营业收入同比增长 46.23%，高于建筑陶瓷制品制造行业 28.43 个百分点，利润总额同比增长 35.55%，高于建筑陶瓷制品制造行业 12.36 个百分点。公司营业收入和净利润的增长主要得益于下游行业的稳定增长，公司产品市场的进一步深入挖掘以及富有竞争力的新产品的成功研发。

图表12 2013年公司营收增速高于建筑陶瓷制品制造行业



资料来源：Wind、招股说明书、平安证券研究所

图表13 2013年公司利润总额增速高于建筑陶瓷制品制造行业



资料来源：Wind、招股说明书、平安证券研究所

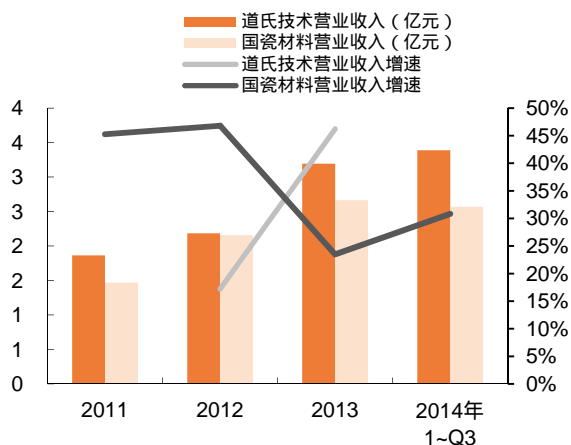
4.2 公司对比：公司毛利率优于国瓷材料

公司的核心产品为基础釉、全抛印刷釉和陶瓷墨水，其销售收入占公司主营业务收入近 78%，核心地位显著。目前，暂无经营与发行人相同或相近产品的 A 股上市公司。国瓷材料是国内最大的 MLCC 配方粉生产厂家，MLCC 系列产品的销售收入占公司主营收入的 90%以上，国瓷材料另外也在拓展

陶瓷墨水、纳米氧化锆、纳米氧化铝等其他产品。两家公司有高度的可比性，因此选取经营陶瓷相关业务为国瓷材料与本公司进行对比。

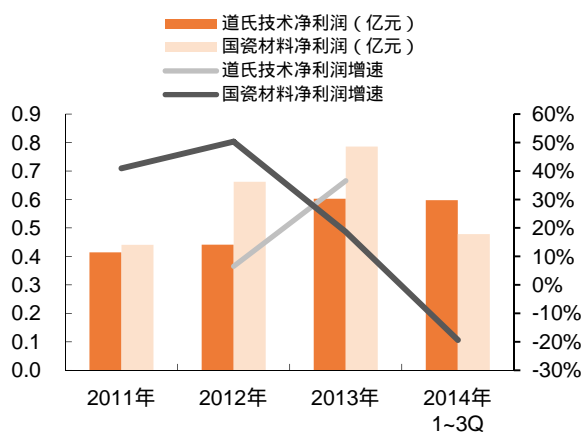
2011 年至今，公司经营业绩增长迅速，盈利能力逐年增强，2011 年至 2013 年期间公司营业收入平均复合增长率达到 30.91%；与之相比，国瓷材料 2011~2013 年的营业收入平均复合增长率为 34.65%，高于公司 3.74 个百分点。2013 年公司净利润为 0.60 亿元，低于国瓷材料的 0.79 亿元。但 2014 年前三季度，公司净利润为 0.60 亿元高于国瓷材料 0.48 亿元的净利润水平。

图表14 道氏技术2014年1~3Q营业收入高于国瓷材料



资料来源：Wind、招股说明书、平安证券研究所

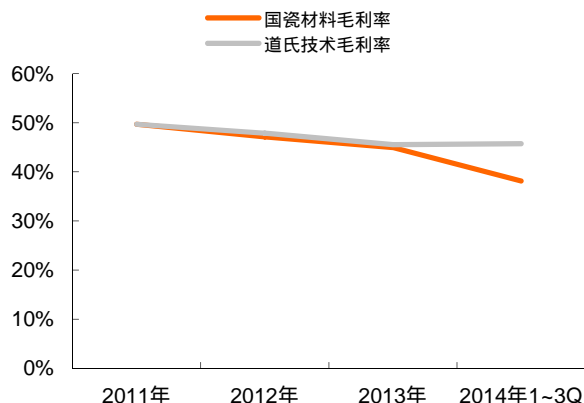
图表15 道氏技术2014年1~3Q净利润高于国瓷材料



资料来源：Wind、招股说明书、平安证券研究所

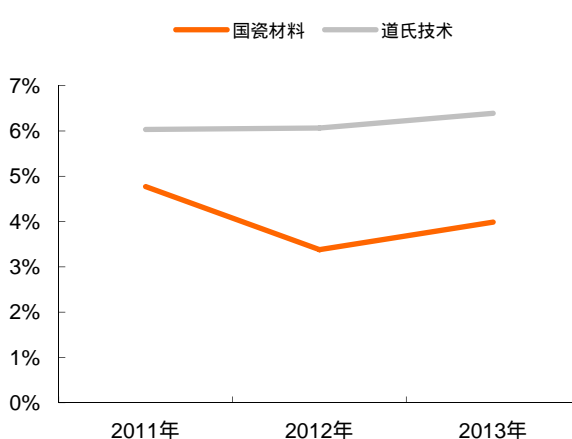
公司核心产品基础釉、全抛印刷釉和陶瓷墨水是最重要的产品，该三类产品毛利率较为稳定，维持在 50%左右，由于此三类产品对公司收入及毛利率贡献度均超过 75%，因此其毛利率水平对公司综合毛利率影响较大，从 2011 年至 2014 年前三季度，公司综合毛利率一直较为稳定，维持在 45%以上。相比之下，国瓷材料的毛利率下滑速度较为显著，从 2011 年的 49.59%一路下降到 2014 上半年的 38.15%。公司产品位于建筑陶瓷材料上游，技术壁垒高，对企业的技术要求高，需要企业进行较大的研发投入，公司的研发支出一直稳定在 6%以上，并呈逐年上升的趋势。

图表16 道氏技术历年来毛利率水平较为稳定



资料来源：Wind、招股说明书、平安证券研究所

图表17 道氏技术研发费用占营业收入比重超过6%



资料来源：Wind、招股说明书、平安证券研究所

五、募投项目：扩大生产规模，优化产品结构

公司拟发行不超过 1625 万股，计划募集资金约 2.54 亿元，用于成釉扩能项目、陶瓷墨水项目、陶瓷喷墨打印用墨水生产项目二期工程、成釉扩能项目二期工程、研发中心项目。募集资金的投资重点是扩大基础釉、全抛印刷釉、陶瓷墨水等公司主导产品的产能，以满足公司经营规模不断扩大的需要，以提高和强化公司在市场中的领先地位；此外，本次募集资金中安排了一部分用于建设公司的研发中心，以提高公司的研发水平、强化公司在市场竞争中的技术领先优势。

图表18 道氏技术募集资金投向

序号	项目名称	项目投 资总额	募集资金 投入金额	建设期 (年)	项目资金使用计划(单位:万元)	
					第一年	第二年
1	成釉扩能项目	12,270	9,000	1.5	6,110	62,160
2	陶瓷墨水项目	5,231	4,000	1.5	2,809	2,422
3	陶瓷喷墨打印用墨水 生产项目二期工程	7,118	5,580	1	5,755	1,363
4	成釉扩能项目二期工 程	4,799	3,800	1	3,919	880
5	研发中心项目	3,893	3,000	1.5	1,801	2,092
合计		33,311	25,380	-	20,394	12,917

资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

六、定价建议

我们预计公司 2014~2016 年营业收入分别为 4.42 亿元、5.82 亿元、7.67 亿元，同比增速分别为 38.40%、31.71%、31.80%，归属于母公司净利润分别为 0.82 亿元、1.01 亿元、1.27 亿元，同比增速分别为 36.7%、22.3%、26.3%，摊薄后 EPS 分别为 1.27 元、1.55 元、1.96 元。同时参考精细化工行业可比公司估值与证监会指引，定价合理估值在 2014 年 30.0~35.0 倍 PE，合理定价为 38.10 元~44.45 元。

图表19 盈利预测关键假设单位

		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
釉料	销售收入(百万元)	111.38	165.24	227.10	270.95	358.80	445.50
	YOY	-	48.35%	37.43%	19.31%	32.42%	24.16%
	毛利率	57.79%	49.92%	44.00%	43.00%	42.50%	42.00%
陶瓷墨水	销售收入(百万元)		1.31	60.84	144.00	197.10	296.70
	YOY			4534.97%	136.69%	36.88%	50.53%
	毛利率	44.38%	55.57%	50.00%	46.00%	44.00%	44.38%
营业收入合计	销售收入(百万元)	179.57	214.95	317.63	441.95	581.90	766.70
	YOY	-	19.70%	47.77%	39.14%	31.67%	31.76%
	毛利率	50.18%	48.08%	46.22%	45.30%	43.69%	42.77%

资料来源：平安证券研究所

图表20 国内可比公司估值情况

股票名称	股票价格 (元)	EPS (元/股)					PE(倍)			
	11月18日	2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E	
国瓷材料	32.02	0.62	0.62	0.93	1.25	51.65	51.65	34.43	25.62	
大连电瓷	17.47	0.15	0.14	0.44	0.79	116.47	124.79	39.70	22.11	
开尔新材	17.09	0.42	0.41	0.59	0.48	40.69	41.68	28.97	35.60	
平均值		0.40	0.39	0.65	0.84	69.60	72.70	34.37	27.78	

资料来源：Wind、平安证券研究所（相关可比公司EPS取自Wind一致预期）

七、风险提示

- 1、宏观经济增速放缓风险：如果我国宏观经济增速持续放缓，则将对建筑陶瓷行业、釉面材料行业的发展产生不利影响。
- 2、房地产市场剧烈变化的风险：如果房地产市场出现短期的市场非均衡、结构性矛盾加剧或房地产价格大幅度波动的情况，其将可能在短期内给建筑陶瓷行业带来一些冲击，从而可能对公司业务成长造成不利影响。
- 3、市场竞争风险：建筑陶瓷作为一种装饰材料，市场流行风格转换较快，这也对行业企业提出了较高的要求。行业企业要根据建筑陶瓷市场流行风格的转换，及时进行产品升级和更新换代，因此，公司产品面临一定的市场竞争风险。
- 4、技术开发风险：如果公司不能保持较强的技术创新能力、保持技术领先优势，适时进行产品的升级和更新换代，将可能存在产品或技术落后的风险。

		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
流动资产	317	416	534	689	
现金	61	61	61	61	
应收账款	89	123	162	214	
其他应收款	9	13	17	22	
预付账款	6	8	11	15	
存货	98	136	184	246	
其他流动资产	55	75	99	131	
非流动资产	120	135	150	165	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	75	72	69	66	
无形资产	39	58	77	95	
其他非流动资产	6	5	4	4	
资产总计	438	551	684	854	
流动负债	162	194	226	268	
短期借款	68	74	74	75	
应付账款	31	43	58	78	
其他流动负债	63	77	93	115	
非流动负债	21	21	21	21	
长期借款	19	19	19	19	
其他非流动负债	2	2	2	2	
负债合计	184	215	247	289	
少数股东 权益	0	0	0	0	
股本	49	65	65	65	
资本公积	39	23	23	23	
留存收益	166	249	350	477	
归属母公司股东权益	254	336	437	564	
负债和股东权益	438	551	684	854	

		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
经营活动现金流	-0	17	23	23	
净利润	60	82	101	127	
折旧摊销	0	4	4	4	
财务费用	6	4	4	4	
投资损失	0	0	0	0	
营运资金变动	0	-75	-88	-116	
其他经营现金流	-66	2	2	3	
投资活动现金流	-49	-19	-19	-19	
资本支出	50	0	0	0	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	1	-19	-19	-19	
筹资活动现金流	43	2	-4	-4	
短期借款	39	6	0	0	
长期借款	13	0	0	0	
普通股增加	0	16	0	0	
资本公积增加	0	-16	0	0	
其他筹资现金流	-9	-4	-4	-4	
现金净增加额	-7	0	0	-0	

		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
营业收入	319	442	582	767	
营业成本	174	242	328	439	
营业税金及附加	2	3	4	5	
营业费用	27	37	48	64	
管理费用	45	63	83	109	
财务费用	6	4	4	4	
资产减值损失	2	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	
营业利润	64	93	115	145	
营业外收入	7	2	2	2	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	70	96	117	148	
所得税	10	13	16	20	
净利润	60	82	101	127	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	60	82	101	127	
EBITDA	69	101	123	154	
EPS (元)	0.93	1.27	1.55	1.96	

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入 (%)	46.2	38.4	31.7	31.8
营业利润 (%)	29.7	46.8	22.8	26.9
归属母公司股东权益 (%)	36.5	36.7	22.3	26.3
获利能力				
毛利率 (%)	45.5	45.3	43.7	42.8
净利率 (%)	18.9	18.6	17.3	16.6
ROE (%)	23.7	24.5	23.0	22.6
ROIC (%)	20.8	22.4	21.5	21.4
偿债能力				
资产负债率 (%)	41.97	39.01	36.14	33.91
净负债比率 (%)	51.10	46.43	40.40	34.68
流动比率	1.95	2.15	2.36	2.57
速动比率	1.35	1.45	1.55	1.65
营运能力				
总资产周转率	0.87	0.89	0.94	1.00
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	6.16	6.52	6.45	6.42
每股指标 (元)				
每股收益	0.93	1.27	1.55	1.96
每股经营现金流	-0.00	0.26	0.35	0.35
每股净资产	3.91	5.17	6.72	8.68
估值比率				
P/E	-	-	-	-
P/B	-	-	-	-
EV/EBITDA	-	-	-	-

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：(0755) 82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：(021) 33830395	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室 邮编：100031