

# 国内陶瓷釉面新材料龙头扬帆起航

2014年11月19日

## 投资要点

- 国内陶瓷釉面新材料行业龙头。**公司主营业务是新型陶瓷用无机非金属釉面材料生产销售，产品包括釉料（全抛釉、基础釉、干粒抛晶釉和金属釉）、陶瓷墨水、釉用色料以及印油等其他辅助材料，主要应用于建筑陶瓷领域。截至2014年前三季度，釉料、陶瓷墨水、釉用色料及印油等其他辅助材料收入占比分别为61%、33%、3%和3%。2014年前三季度，公司收入和归母净利润分别为3.4亿元和0.6亿元。2011年至今，公司毛利率和净利率均分别在45%和17%以上，盈利能力较强。
- 产品升级和进口替代提速，行业集中度将持续提升。**结合Frost & Sullivan预测，我们判断2017年国内瓷砖市场消费规模有望达到5,665亿元，2014-2017年年复合增速在10%左右。伴随消费升级，我们判断2017年地板砖中瓷质釉面砖市占率有望提升至50%以上，从而带动建筑陶瓷用釉料产量增至700万吨以上，市场空间在280亿元以上。2014年底，陶瓷墨水国产化率预计提升至50%左右，国内整体市场容量达26亿元。此外，随着下游瓷砖市场份额趋于集中，国内陶瓷釉面材料市场集中度有望持续提升。
- 产品结构持续优化，有望跟随客户快速成长。**公司高度重视技术研发，近年来研发支出占营业收入比例维持在6%左右，高于一般企业3%-4%之水平。近年来，其新产品淋釉全抛釉和陶瓷墨水放量增长促产品结构持续优化，后续产能扩张有望启动二次成长。公司客户资源丰富，核心客户东鹏控股借助上市市场份额快速提升，随着下游集中度提升，公司有望跟随客户实现快速成长。
- 募投项目定位明确，产能扩张催动成长。**公司计划募资2.54亿元用于成釉扩能一期和二期、陶瓷墨水一期和二期以及研发中心项目，项目建成后将分别新增基础釉、全抛印刷釉和陶瓷墨水产能3万吨/年、3.5万吨/年和0.25万吨/年。募投项目产品定位明确，预计新增产能将被市场有效消化。借助于产能扩张，公司有望进入二次成长阶段，产品结构亦将进一步优化。
- 风险因素。**宏观经济失速下滑；产品价格下跌；技术泄密；新产品不达预期等风险。
- 合理价值区间 29.3-31.5 元。**我们预计公司2014-2016年归母净利润7,915/9,774/11,938万元，同比增长31%/24%/22%，对应全面摊薄后EPS分别为1.22/1.50/1.84元。公司二级市场每股合理价值区间在29.3-31.5元，对应2015年PE20-21倍；结合目前新股发行制度，我们建议以17.3元价格进行询价，对应2015年PE12倍。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	218	319	364	440	568
增长率 YoY %	17.2	46.2	14.1	20.7	29.1
净利润（百万元）	44	60	79	98	119
增长率 YoY%	6.5	36.5	31.4	23.5	22.1
每股收益（元，全面摊薄）	0.68	0.93	1.22	1.50	1.84
毛利率%	47.9	45.5	47.7	47.5	46.6
净资产收益率 ROE%	21.4	23.7	13.8	14.9	15.7
每股净资产	4.2	5.2	8.8	10.1	11.7

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股本按拟发行量计算，下同



## 首次报告

合理价值区间：29.3-31.5 元

### 中信证券研究部

**曾豪**

电话：021-20262107

邮件：zenghao@citics.com

执业证书编号：S1010511020001

**联系人：刘建义**

电话：021-20262138

邮件：liujianyi@citics.com

### 主要数据

发行股本（百万股）	48.75
发行后总股本（百万股）	65.00

### 发行前股本结构

序号	股东名称
1	荣继华 持股量（百万股）25.88 持股比例（%）53.08%
2	梁海燕 持股量（百万股）8.25 持股比例（%）16.92%
3	金牛创投 持股量（百万股）3.00 持股比例（%）6.15%

## 目录

<b>合理价值区间为 29.3-31.5 元</b> .....	<b>1</b>
<b>公司概况：国内陶瓷釉面新材料行业龙头</b> .....	<b>2</b>
业务概览 .....	2
股权结构 .....	3
<b>行业分析：产品升级和进口替代提速，集中度将持续提升</b> .....	<b>4</b>
行业概览 .....	4
瓷质釉面砖渗透率提升驱动行业需求稳步增长 .....	5
陶瓷墨水国产化提速 .....	6
行业集中度有望持续提升 .....	7
<b>公司分析：产品结构持续优化，有望跟随客户快速成长</b> .....	<b>8</b>
公司竞争优势分析 .....	8
公司盈利增长驱动因素 .....	9
<b>募投项目分析：产品定位明确，产能扩张催动成长</b> .....	<b>10</b>
<b>风险因素</b> .....	<b>10</b>
<b>盈利预测</b> .....	<b>11</b>
盈利预测假设 .....	11
盈利预测结论 .....	12

## 插图目录

图 1：2014 年前三季度公司收入产品结构 .....	2
图 2：2014 年前三季度釉料收入产品结构 .....	2
图 3：公司历年营业收入情况 .....	3
图 4：公司历年净利润情况 .....	3
图 5：公司综合毛利率居于相对高位 .....	3
图 6：公司净利率居于相对高位 .....	3
图 7：公司资产负债率逐步提升 .....	3
图 8：公司经营现金流质量小幅改善 .....	3
图 9：釉面材料应用层级图 .....	5
图 10：行业产品下游应用领域 .....	5
图 11：我国瓷砖消费中二手房占比将提升 .....	5
图 12：我国人均可支配收入持续增加 .....	5
图 13：我国瓷砖市场中高端产品占比将提升 .....	5
图 14：我国瓷砖市场将稳步增长 .....	5
图 15：东鹏控股瓷砖产品中釉面砖占比提升 .....	6
图 16：我国地板砖中瓷质釉面砖市占率预测 .....	6

图 17: 我国建筑陶瓷用色釉料需求量将稳步增长 .....	6
图 18: 道氏技术全抛釉料价格走势 .....	6
图 19: 国内在线喷墨花机数量快速增长 .....	7
图 20: 技术进步推动公司陶瓷墨水价格持续走低 .....	7
图 21: 2012 年国内前十大瓷砖企业市占率 .....	7
图 22: 2012 年国内高端瓷砖市占率相对较高 .....	7
图 23: 公司十分注重技术研发 .....	8
图 24: 公司技术研发储备项目众多 .....	8
图 25: 公司前十大客户收入占比 .....	8
图 26: 最大客户东鹏控股收入占比 .....	8
图 27: 淋釉全抛釉、陶瓷墨水和基础釉占比提升 .....	9
图 28: 公司主要产品毛利率走势 .....	9
图 29: 上市后公司产品总产能将快速扩张 .....	9
图 30: 公司主要产品产销率走势良好 .....	9
图 31: 东鹏控股收入及增速 .....	10
图 32: 东鹏控股净利及增速 .....	10

## 表格目录

表 1: 公司 DCF 估值结果 .....	1
表 2: 可比公司 PE 和 PB 估值 .....	1
表 3: 公司发行前与发行后股权结构概览 .....	4
表 4: 釉料主要细分品种特点介绍 .....	4
表 5: 陶瓷釉面材料行业主要企业概览 .....	7
表 6: 募投项目概况 .....	10
表 7: 公司盈利预测关键假设 .....	12

## 合理价值区间为 29.3-31.5 元

我们预测公司 2014-2016 年归属于母公司净利润分别为 7,915 万元/9,774 万元/11,938 万元，同比分别增长 31%/24%/22%，2014-2016 年年均复合增速为 23%，对应发行摊薄后 EPS 分别为 1.22 元/1.50 元/1.84 元。

基于 DCF 估值模型，我们测得公司合理股权价值为 19.0 亿元，对应每股 29.3 元，敏感性分析测试结果显示合理价值区间在 28.2-30.4 元。

表 1：公司 DCF 估值结果（百万元）

WACC 计算过程		股权价值计算	
无风险利率	3.50%	现金流现值	696.82
风险溢价	9.00%	终值现值	1,199.63
债务成本	6.50%	企业价值	1,896.45
税率	25.00%	货币资金	60.91
股票 beta	1.10	长期股权投资	0.00
股权成本	13.40%	总资产价值	1,957.36
债权比例	40.00%	债务价值	55.76
股权比例	60.00%	股权价值	1,901.59
WACC	9.99%	总股数	65.00
TV 增长率	1.00%	每股价值	29.26

资料来源：中信证券研究部测算

公司主营业务是新型陶瓷用无机非金属釉面材料生产销售，产品包括釉料（全抛釉、基础釉、干粒抛晶釉和金属釉）、陶瓷墨水、釉用色料以及印油等其他辅助材料，主要应用于建筑陶瓷领域。我们选取建材之帝龙新材、建研集团和东方雨虹，包装（陶瓷釉料与包装有共性）之合兴包装和奥瑞金以及化工之红宝丽（下游聚氨酯防火板）作为可比公司，上述公司 2015 年平均 PE 为 19 倍，我们以 17-21 倍对公司进行估值。

表 2：可比公司 PE 和 PB 估值

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS（元）		PE（倍）		PB（倍）	
			2014E	2015E	2014E	2015E		
002247.SZ	帝龙新材	10.73	0.37	0.45	29	24	2.9	
002398.SZ	建研集团	16.38	0.94	1.16	17	14	2.4	
002271.SZ	东方雨虹	27.91	1.41	1.93	20	14	3.5	
002228.SZ	合兴包装	12.86	0.38	0.49	34	26	4.3	
002701.SZ	奥瑞金	21.66	1.34	1.73	16	13	3.6	
002165.SZ	红宝丽	6.50	0.20	0.28	33	23	3.5	
平均						25	19	3.4

资料来源：WIND，中信证券研究部 注：股价为 2014 年 11 月 17 日收盘价，可比公司盈利预测为 WIND 一致预期

综合来看，结合绝对估值法和相对估值法，则公司二级市场每股合理价值在 29.3-31.5 元。

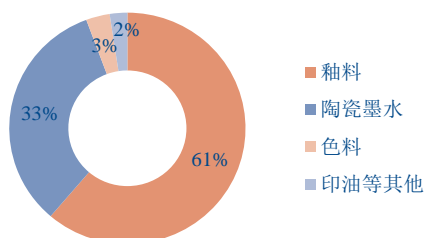
公司拟发行 1,625 万股，根据新股定价规则，使用（募集资金总额+发行费用）/发行股数计算定价，则测算得到发行价为 17.3 元。此外，根据新股发行规则，我们使用中证行业（非金属矿物制品业）指数截至 2014 年 11 月 17 日的最近 1 个月平均静态市盈率作为定价基准即 21.27x，2013 年公司扣非后 EPS 为 0.85 元，则公司定价为 17.97 元，高于 17.3 元。建议以 17.3 元价格进行询价。

## 公司概况：国内陶瓷釉面新材料行业龙头

### 业务概览

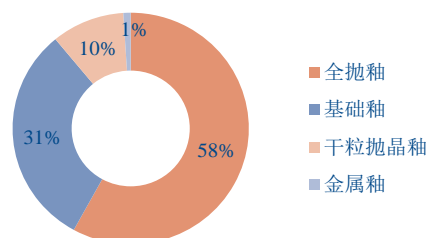
公司主营业务是新型陶瓷用无机非金属釉面材料生产销售，产品包括釉料（全抛釉、基础釉、干粒抛晶釉和金属釉）、陶瓷墨水、釉用色料以及印油等其他辅助材料，主要应用于建筑陶瓷领域。截至 2014 年前三季度，公司产品销售中，釉料、陶瓷墨水、釉用色料及印油等其他辅助材料收入占比分别为 61%、33%、3%和 3%，其中釉料收入中，全抛釉、基础釉、干粒抛晶釉和金属釉收入占比分别为 58%、31%、10%和 1%。公司产品全部内销，主要分布在华南（62%）、华东（29%）和华中（4%）等地区。

图 1：2014 年前三季度公司收入产品结构



资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

图 2：2014 年前三季度釉料收入产品结构



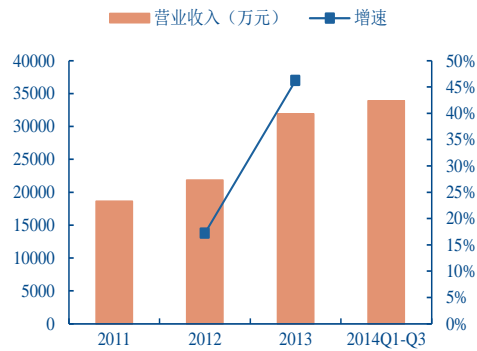
资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

2014 年前三季度，公司实现营业收入 3.39 亿元，2011-2013 年收入年复合增速约 31%；实现归属于母公司净利润约 5,976 万元，2011-2013 年净利年复合增速约 21%。2012 年，地产调控拖累建筑陶瓷用釉料景气下行，进而导致公司釉用色料、印油和坯用色料收入明显下降，但新产品干粒抛晶釉和全抛印刷釉导入支撑业绩实现小幅增长。2013 年，依托于淋釉全抛釉和基础釉销售放量以及陶瓷墨水实现规模化生产，公司业绩实现快速增长。

2011 年至今，公司毛利率和净利率均分别在 45%和 17%以上，主要原因是公司在提供优质产品同时还为客户设计整体解决方案等技术服务。2011 至今，公司毛利率和净利率整体呈现小幅回落原因在于公司产品结构持续变化，毛利率较高之金属釉收入占比趋于下降，而主导产品全抛印刷釉毛利率有所下降。此外，盈利能力较高之陶瓷墨水尚在快速成长中。

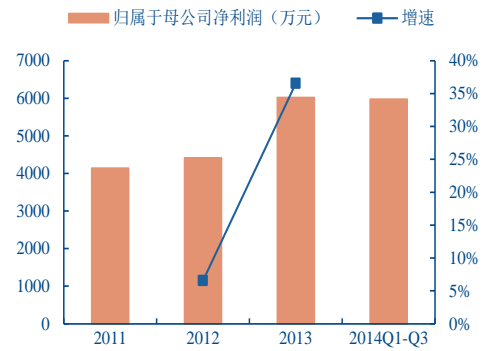
截至 2013 年前三季度，公司负债率已上升至 46%；近年来，公司经营现金流净额规模相对有限。

图 3：公司历年营业收入情况



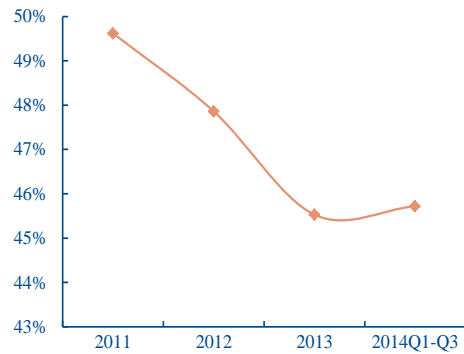
资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

图 4：公司历年净利润情况



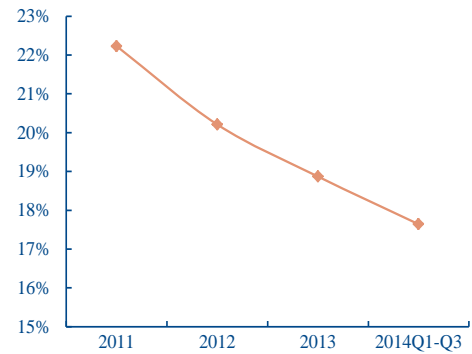
资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

图 5：公司综合毛利率居于相对高位



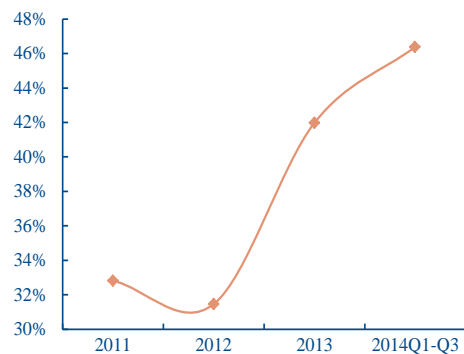
资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

图 6：公司净利率居于相对高位



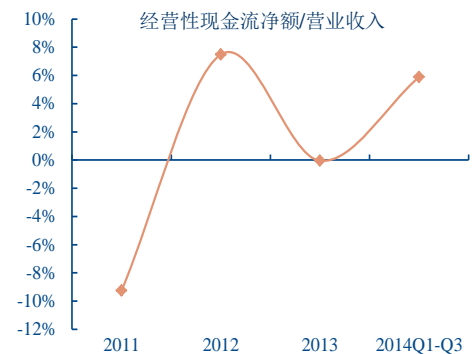
资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

图 7：公司资产负债率逐步提升



资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

图 8：公司经营现金流质量小幅改善



资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

## 股权结构

公司全称为广东道氏技术股份有限公司，发起人为荣继华、梁海燕、王军和何云。公司控股股东及实际控制人为公司董事长兼总经理荣继华。本次发行后，荣继华先生仍持有公司 39.81% 股权，公司实际控制人未变且股权结构更趋合理。

表 3：公司发行前与发行后股权结构概览

	本次发行前		本次发行后	
	股数（万股）	占比	股数（万股）	占比
荣继华	2,587.50	53.08%	2,587.50	39.81%
梁海燕	825.00	16.92%	825.00	12.69%
金牛创投	300.00	6.15%	300.00	4.62%
曾祎安	225.00	4.62%	225.00	3.46%
刘咏梅	198.75	4.08%	198.75	3.06%
何祥勇	180.00	3.69%	180.00	2.77%
王军	168.75	3.46%	168.75	2.60%
陈文虹	150.00	3.08%	150.00	2.31%
实地创投	75.00	1.54%	75.00	1.15%
秦智宏	56.25	1.15%	56.25	0.87%
张翼	56.25	1.15%	56.25	0.87%
余水林	30.00	0.62%	30.00	0.46%
王海晴	22.50	0.46%	22.50	0.35%
发行股份			1,625.00	25.00%
合计	4,875.00	100%	6,500.00	100%

资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

## 行业分析：产品升级和进口替代提速，集中度将持续提升

### 行业概览

釉面材料产品主要包括釉料、釉用色料、陶瓷墨水及相关辅助材料等。其中，釉料是一种覆盖在陶瓷制品表面的无色或有色的玻璃质薄层，主要含有铝、硅、钾和钠等成分，能够增加陶瓷产品机械强度、热稳定性、电介强度、美感和艺术性等。釉料又分为基础釉、全抛釉、干粒抛晶釉和金属釉等。

表 4：釉料主要细分品种特点介绍

产品	特点介绍
全抛印刷釉	全抛釉和印刷釉合称，按照施釉方式不同分为淋釉全抛釉和印刷全抛釉；用于生产全抛釉砖，集抛光砖与仿古砖优点于一体，釉面如抛光砖般光滑亮洁，同时其釉面花色如仿古砖般图案丰富，色彩厚重或绚丽
基础釉	主要用于生产瓷质釉面砖，与坯体密着、颜料熔合；主要作用是调整砖形及促使印刷釉、色料发色良好，防止生产过程出现的釉面缺陷，如起泡、出现针孔等
干粒抛晶釉	用于生产抛晶砖，其高温烧结后在瓷砖表面形成微晶石效果，抛晶砖温润透亮，既有玻璃的透亮性又有陶瓷的耐磨性
金属釉	主要施于仿古砖上，也有施于日用陈设瓷的瓶罐上，花瓶或艺术瓷上。施加金属釉的瓷砖表面呈现出金属质感的光泽，并能呈现出各种颜色，如红、黄、银、蓝、黑等

资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

釉用色料是形成建筑陶瓷表面图案重要材料，可提高陶瓷美感；陶瓷墨水是一种含有无机颜料的液体，用于陶瓷喷墨打印工艺中，代替丝网印刷和辊筒印刷。

从产业链看，行业上游主要是长石、石灰石、高岭土以及氧化锆和氧化钙等，原材料成本占比在 80% 以上。下游客户以建筑陶瓷为主，可分为地板砖、外墙砖和内墙砖。其中，基础釉、全抛釉、金属釉等釉料下游客户以瓷质釉面砖企业为主，而陶瓷墨水客户分布较广，不仅涵盖瓷质釉面砖企业还包括外墙砖等企业。

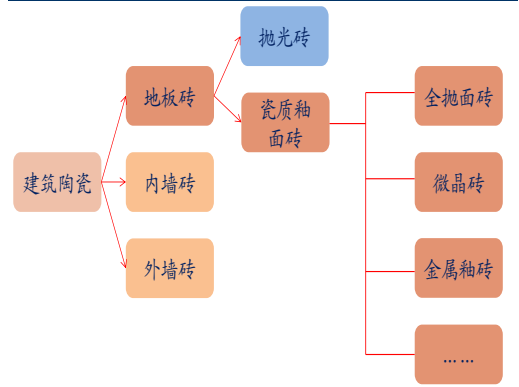


图 9：釉面材料应用层级图



资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

图 10：行业产品下游应用领域



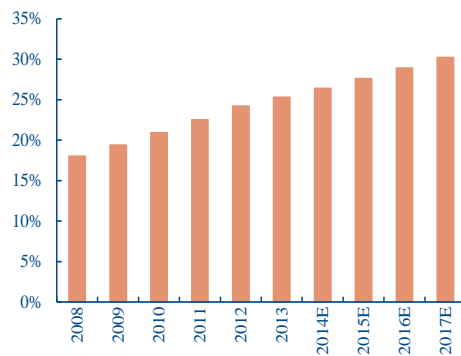
资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

## 瓷质釉面砖渗透率提升驱动行业需求稳步增长

### 消费升级有望推动瓷砖市场继续扩容

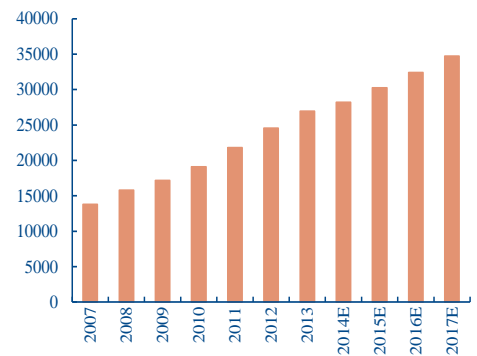
据 Frost & Sullivan 数据预测，国内瓷砖消费中超过 25% 的比例来自于二手房市场，后者消费相对稳定，而二手房市场占比提升一定程度上有助于降低消费需求波动性，尤其是在地产景气下行阶段；随着国内人均可支配收入持续增加，中高端产品在瓷砖市场份额预计将不断提升。结合 Frost & Sullivan 预测，我们判断 2017 年国内瓷砖市场消费规模有望达到 5,665 亿元，2014-2017 年年复合增速在 10% 左右。

图 11：我国瓷砖消费中二手房占比将提升



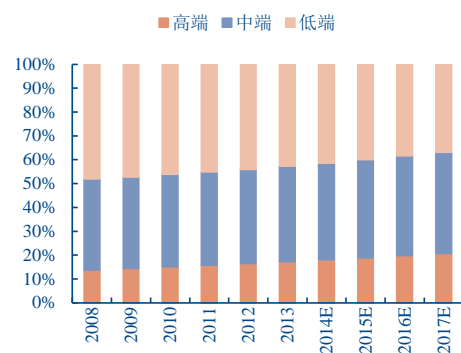
资料来源：Frost & Sullivan，中信证券研究部整理

图 12：我国人均可支配收入持续增加（单位：元）



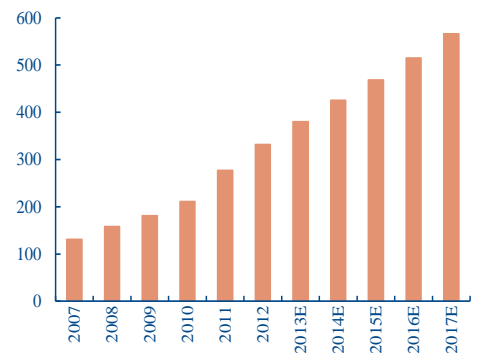
资料来源：国家统计局，Frost & Sullivan 预测，中信证券研究部

图 13：我国瓷砖市场中高端产品占比将提升



资料来源：Frost & Sullivan，中信证券研究部整理

图 14：我国瓷砖市场将稳步增长（单位：十亿元）



资料来源：Frost & Sullivan，中信证券研究部

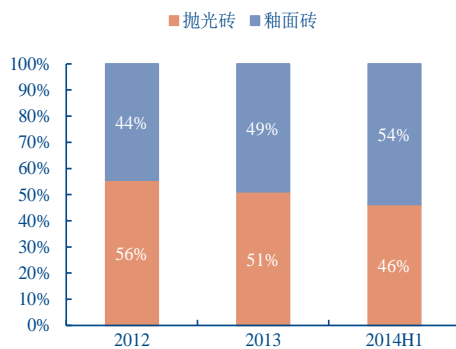


## 瓷质釉面砖市占率料将促釉面材料需求稳步增长

瓷砖行业消费升级重要体现便是地板砖中瓷质釉面砖市场占有率持续提升。抛光砖虽有整体材质和色泽一致、耐磨、经济实用和加工工艺简单等优点，但缺点更为突出，即外观色彩单调以及对原材料标准要求高（环保性差）。

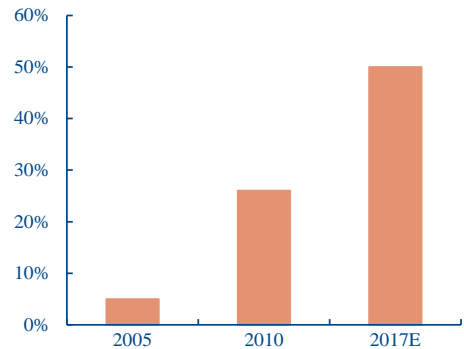
应用高性能釉面材料之瓷质釉面砖强度和耐磨性显著提高并具备防水、防滑、耐腐蚀、艺术感强和环保等诸多优点。综合考虑消费升级和产业发展趋势，我们判断 2017 年地板砖中瓷质釉面砖市占率有望提升至 50% 以上，从而带动建筑陶瓷用色釉料产量增至 700 万吨以上。按照均价 4000 元/吨计算，则 2017 年建筑陶瓷用色釉料市场空间在 280 亿元以上。

图 15：东鹏控股瓷砖产品中釉面砖占比提升



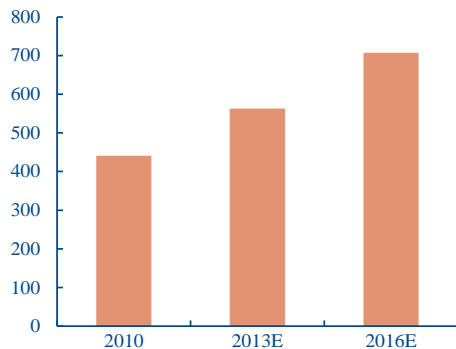
资料来源：东鹏控股公告，中信证券研究部预测

图 16：我国地板砖中瓷质釉面砖市占率预测



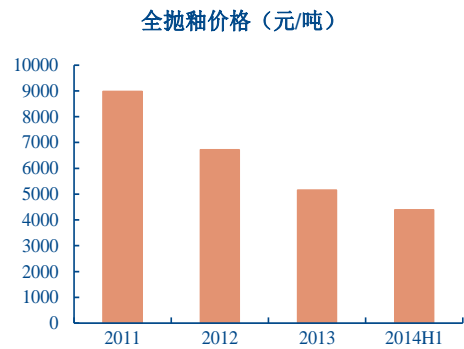
资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部预测

图 17：我国建筑陶瓷用色釉料需求量将稳步增长（万吨）



资料来源：中国建筑卫生陶瓷协会色釉料分会，中信证券研究部预测

图 18：道氏技术全抛釉料价格走势



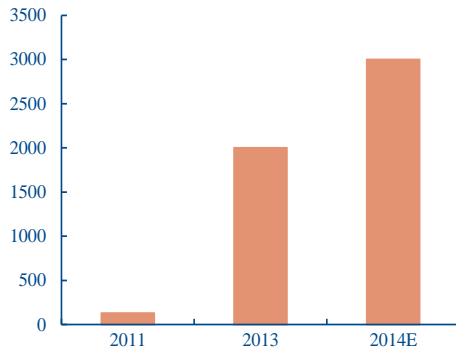
资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

## 陶瓷墨水国产化提速

陶瓷墨水是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。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，从而推动建筑陶瓷生产控制数码化和产品款式个性化。

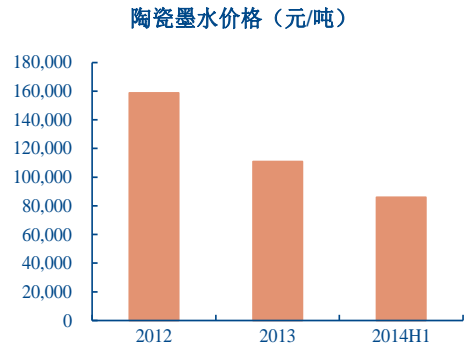
2011 年年底，我国瓷砖行业在线喷墨花机仅 130 台，2013 年即增至 2000 台，显示陶瓷墨水国产化正在提速，市场份额已提升至 30% 左右。保守预计 2014 年年底，在线喷墨花机将提高至 3000 台，市占率将达 50% 左右。假设每台花机年使用墨水 10 吨，陶瓷墨水价格 8.5 万元，则 2014 年国内陶瓷墨水市场容量预计约为 26 亿元，其中国内企业分享 13 亿元。

图 19: 国内在线喷墨花机数量快速增长 (台)



资料来源: 公司招股意向书, 中信证券研究部

图 20: 技术进步推动公司陶瓷墨水价格持续走低



资料来源: 公司招股意向书, 中信证券研究部

### 行业集中度有望持续提升

行业下游瓷砖市场高度分散, 前十大企业市场份额合计不到 10%, 龙头企业东鹏控股市占率仅为 1.74%。与此对应, 国内陶瓷釉面材料市场竞争亦较为激烈, 公司按收入计算之市占率预计仅在 1%-2%。

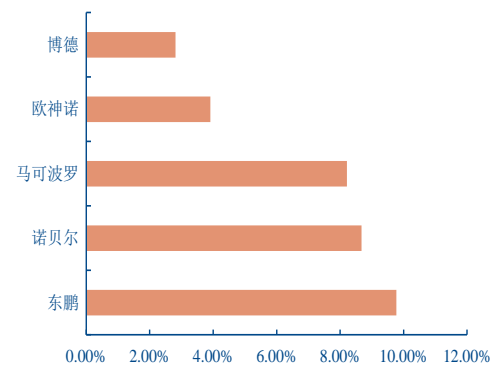
随着消费升级带动瓷砖市场份额趋于集中, 我们判断国内陶瓷釉面材料市场集中度有望持续提升。

图 21: 2012 年国内前十大瓷砖企业市占率



资料来源: 公司招股意向书, 中信证券研究部

图 22: 2012 年国内高端瓷砖市占率相对较高



资料来源: 公司招股意向书, 中信证券研究部

表 5: 陶瓷釉面材料行业主要企业概览

企业名称	主要产品	经营规模
广东道氏技术股份有限公司	釉料、陶瓷墨水、釉用色料以及印油等其他辅助材料	年产能 6,000 吨以上
广东省潮州市中原色料有限公司	釉用色料、坯用色料	年产能 10,000 吨
淄博陶正陶瓷颜料有限公司	釉用色料、坯用色料、胶辊色料、微粉色料、玻璃颜料	年产能 7,000 吨
佛山市大千色釉料有限公司	坯用色料、釉用色料、包裹色料等	年产能约 16,000 吨
淄博赛德克陶瓷颜料有限公司	颜料、色料、贵金属制剂等	-
淄博云霓制釉有限公司	色料、熔块、成釉等	年产能 12,500 余吨
佛山市南海区西樵万岛制釉实业有限公司	各种色料及釉料	年产能 8,000 吨以上
佛山市明朝科技开发有限公司	陶瓷墨水, 釉料、色料等	-

资料来源: 公司招股意向书, 中信证券研究部

## 公司分析：产品结构持续优化，有望跟随客户快速成长

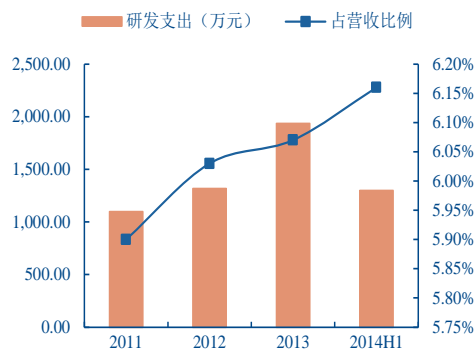
### 公司竞争优势分析

#### 竞争优势之一：高度重视研发，技术工艺优势突出

建筑陶瓷釉料行业产品升级换代将渐成趋势，拥有技术和工艺先发优势之企业将在未来竞争中占据主导地位。公司高度重视技术研发，近年来研发支出占营业收入比例维持在 6% 左右，高于一般企业 3%-4% 之水平。截至 2014 年 6 月 30 日，公司拥有发明专利 21 项，实用新型专利和外观设计专利各有 9 项。

公司一方面在巩固基础釉产品优势基础上，积极开发新产品，2011 年以来新产品淋釉全抛釉和陶瓷墨水收入实现快速增长。此外，公司储备新产品厚抛釉、窑变釉等已经试制成功，后续有望逐步贡献业绩。

图 23：公司十分注重技术研发



资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

图 24：公司技术研发储备项目众多

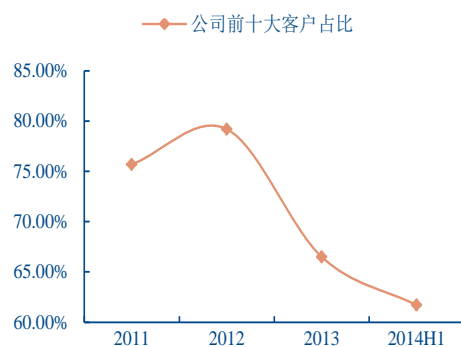
项目名称	研发进展情况	拟达到的目标	技术储备来源
一种仿石材砖用有色干粒的研究与开发	推广阶段	实现大批量生产	自主研发
陶瓷材料墨水的研发与产业化	推广阶段	实现大批量生产	自主研发
一次快速烧抛晶砖项目的研发与产业化	推广阶段	实现大批量生产	自主研发
全抛釉的技术升级与产业化（厚抛釉）	推广阶段	实现大批量生产	自主研发
湿法二次布料瓷质砖的研究与开发	中试阶段	实现大批量生产	自主研发
标准化成釉规模化生产	生产线试产阶段	实现大批量生产	自主研发
陶瓷超分散剂的合成与产业化	实验阶段	实现大批量生产	自主研发
超耐磨晶钢釉的研发与产业化	实验阶段	实现大批量生产	自主研发
水性釉料的研发与产业化	研究阶段	实现大批量生产	自主研发
功能性陶瓷墨水的研发与产业化	研究阶段	实现大批量生产	自主研发

资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

#### 竞争优势之二：客户资源丰富

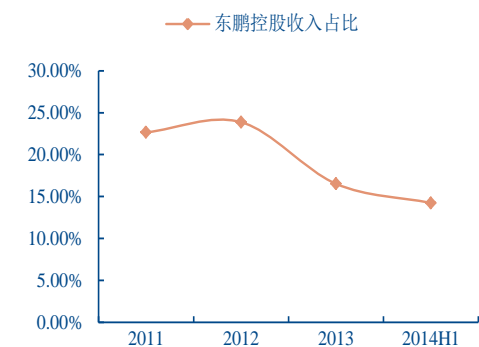
公司主要客户涵盖东鹏控股、新明珠和新中源等主要瓷砖企业，前十大客户收入占比在 60% 以上。由于 2013 年陶瓷墨水新产品量产上市，客户资源更为丰富，因此前十大客户占比有所下降。东鹏控股近年来一直是公司核心客户之一，收入占比最高时达 23%。

图 25：公司前十大客户收入占比



资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

图 26：最大客户东鹏控股收入占比



资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

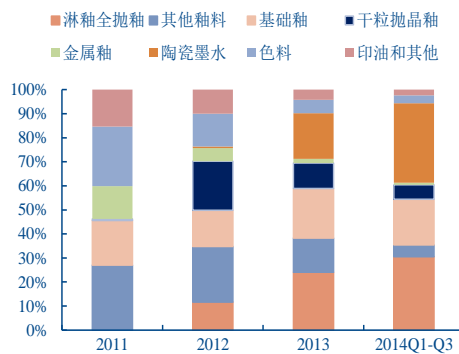
## 公司盈利增长驱动因素

### 驱动因素一：产品结构持续优化，产能扩张启动二次成长

产品结构方面，2011 年公司尚在使用辊道窑生产低温金属釉产品，2012 年公司不再生产。一方面，其产品中之传统全抛釉、印刷釉、金属釉和釉用色料等传统产品生产中消耗液化石油气，新产品占比提升有助于改善公司能源消耗结构；另一方面，金属釉属于个性化产品，现已步入衰退期，而釉用色料因受到陶瓷墨水替代冲击，收入占比趋势向下。新产品淋釉全抛釉和陶瓷墨水分别于 2012 年和 2013 年进入市场，经过一年导入期便进入快速成长阶段。

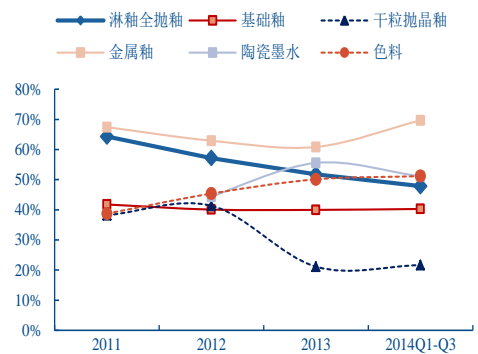
各产品盈利能力方面，新产品淋釉全抛釉和陶瓷墨水毛利率伴随产品逐步放量而走低，主要是技术进步叠加市场竞争压力增加所致；基础釉是通用产品，毛利率相对稳定；金属釉料处于清理库存状态，毛利率参考意义有所减弱。

图 27：淋釉全抛釉、陶瓷墨水和基础釉占比提升



资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

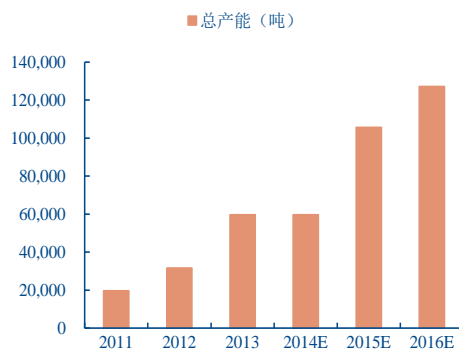
图 28：公司主要产品毛利率走势



资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

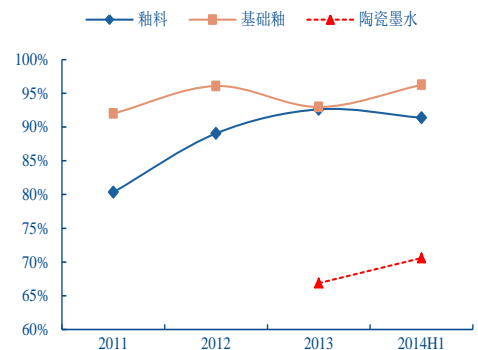
2013-2014 年，公司产能进入平台期，主抓产品结构调整。目前看，公司后续产品目标明确，大力发展市场需求较为旺盛之全抛印刷釉、基础釉和陶瓷墨水主要产品。上市后产能扩张有望启动公司二次成长。

图 29：上市后公司产品总产能将快速扩张



资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

图 30：公司主要产品产销率走势良好



资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部

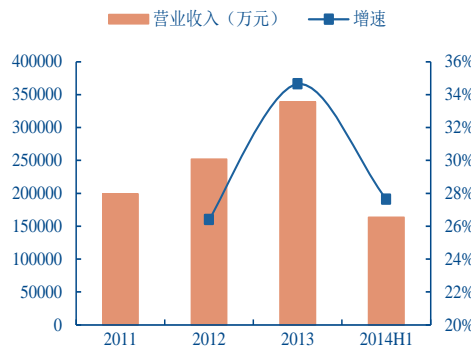
### 驱动因素二：有望跟随核心客户而快速成长

我们认为，建筑陶瓷釉料行业与包装行业有类似之处。一方面，建筑陶瓷釉料行业下游是建筑陶瓷行业，后者属于消费品行业范畴，而包装行业下游涵盖消费、电子等领域；另一方面，二者均强调跟随客户共成长战略，包装行业是跟随客户异地建厂提供一体化包装解决

方案，而陶瓷釉料行业则是派驻技术团队现场服务并提供整体技术解决方案。此外，二者均兼具标准化和个性化基因。

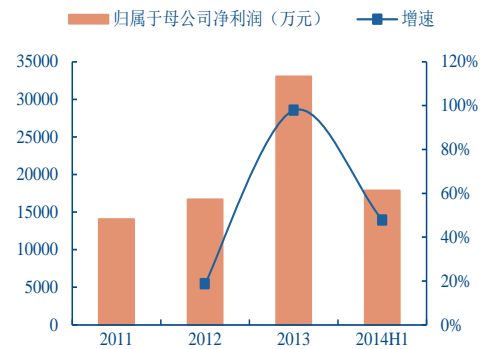
类似于纸包装行业之美盈森和合兴包装以及金属包装之奥瑞金，我们认为，随着下游行业集中度趋于提升，以及东鹏控股等客户快速成长，未来公司市场份额有望跟随提升。

图 31：东鹏控股收入及增速



资料来源：东鹏控股公告，中信证券研究部

图 32：东鹏控股净利及增速



资料来源：东鹏控股公告，中信证券研究部

## 募投项目分析：产品定位明确，产能扩张催动成长

公司计划募资 2.54 亿元用于成釉扩能一期和二期、陶瓷墨水一期和二期以及研发中心项目，项目建成后将分别新增基础釉、全抛印刷釉和陶瓷墨水 3 万吨/年、3.5 万吨/年和 0.25 万吨/年。

表 6：募投项目概况

项目名称	总投资 (万元)	计划募集资金 (万元)	项目产品
成釉扩能项目	12,270	9,000	年产基础釉 2 万吨、全抛印刷釉 2.5 万吨
陶瓷墨水项目	5,231	4,000	年产陶瓷墨水 1,000 吨
陶瓷墨水二期	7,118	5,580	年产陶瓷墨水 1,500 吨
成釉扩能二期	4,799	3,800	年产基础釉 1 万吨、全抛印刷釉 1 万吨
研发中心项目	3,893	3,000	
合计	33,311	25,380	

资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部整理

我们认为，募投项目产品定位明确，主要针对市场需求相对旺盛之产品，预计新增产能将被市场有效消化。借助于产能扩张，公司有望进入二次成长阶段，产品结构亦将进一步优化。

## 风险因素

### 产品单价下降带来的成长性风险

2011 年以来，除基础釉平均单价和毛利率保持平稳外，全抛釉、印刷釉和陶瓷墨水价格呈下降趋势。其中淋釉全抛釉价格 2012/2013/2014H1 分别为 5,160.2/4,358.3/4,117.8 元/吨。在产品单价下降时，除淋釉全抛釉毛利率相对稳定外，传统全抛釉毛利率和印刷釉毛利率分别下降 5.48%和 5.28%。陶瓷墨水 2012 年开始试销售，2013 年实现大规模销售，平

均单价 11.09 万元/吨；2014 年上半年平均单价为 8.6 万元/吨，较 2013 年下降 22.48%，2013 年毛利率为 55.57%，2014 年上半年毛利率为 53.07%，若未来公司产品单价受市场竞争压力继续下降，将会影响公司毛利率水平，进而使得公司面临成长性风险。

### 下游客户受制宏观经济波动，使公司产品面临市场需求下降的风险

目前，公司产品主要供应建筑陶瓷企业使用。因此公司产品的市场需求与建筑陶瓷市场的发展变化密切相关。从 2012 年开始，建筑陶瓷行业的发展与房地产市场保持一致，由高速发展步入平稳发展期间。未来如果我国宏观经济持续面临结构减速的压力，增速进一步放缓，则房地产市场将受制于开发商投资意愿、消费者信心及收入水平、信贷资金的获取难度等因素而出现下滑，进而影响到建筑陶瓷市场，并传导到公司的产品市场，出现市场需求下降的风险。

### 建筑陶瓷产品更新换代速度较快的特性，使公司面临因技术开发不足而导致的竞争力下降风险

在行业内，公司率先开发出了金属釉技术、精陶一次烧成技术等。未来，如果公司不能掌握建筑陶瓷产品和技术的发展趋势，领先完成釉面材料类产品的新技术开发和储备，适时进行产品的升级和更新换代，将面临产品落伍、市场竞争能力下降的风险。

### 应收账款余额较高带来的经营风险

未来，随着公司为满足市场需求扩大生产规模和经营规模，应收账款可能会进一步增加。同时，如果因宏观经济环境或客户本身原因，导致大额应收账款不能按期或无法回收，公司将面临流动资金紧张、盈利能力下滑的经营风险。

### 核心技术泄露带来的风险

公司的核心技术人员有 5 名，研发人员有 89 名。在核心技术人员的带领下，公司近年取得一系列的重要科研成果，研发出了陶瓷墨水等创新性的产品，并不断完善了公司产品的核心竞争力—“配方”。公司自成立以来就对核心技术的保密工作给予高度重视，将其作为公司内部控制和管理的重点一环。未来如果公司相关核心技术内控制度不能得到有效执行，或者出现重大疏忽、恶意串通、舞弊等行为而导致公司核心技术泄露，将对公司的核心竞争力带来风险。

### 企业所得税优惠政策变化的风险

公司享受高新技术企业所得税优惠政策期限为 2012 年 1 月 1 日至 2014 年 12 月 31 日，未来如果公司不能通过高新技术企业的资质审核，将无法继续享受所得税方面的税收优惠政策，从而面临税收因素对盈利水平的负面影响。

## 盈利预测

### 盈利预测假设

根据我们对行业景气走势的判断以及公司募投项目的达产时间，我们对公司产品销量、均价以及毛利率等假设如下表：

表 7：公司盈利预测关键假设

		2013	2014E	2015E	2016E
全抛印刷釉	销量(吨)	18,507	27,000	28,500	47,250
	均价(元/吨)	5,155	4,384	4,118	4,118
	毛利率	51.75%	51.75%	53.55%	52.35%
	销售收入(万元)	9,541	11,837	11,736	19,457
	销售成本(万元)	4,604	5,711	5,451	9,271
基础釉	销量(吨)	21,351	20,000	23,000	35,000
	均价(元/吨)	3,079	3,045	3,074	3,066
	毛利率	39.97%	40.60%	40.21%	40.26%
	销售收入(万元)	6,574	6,091	7,071	10,732
	销售成本(万元)	3,947	3,618	4,227	6,411
陶瓷墨水	销量(吨)	548	1,000	1,800	2,000
	均价(元/吨)	110,946	94,304	89,589	85,109
	毛利率	55.57%	52.79%	50.15%	47.64%
	销售收入(万元)	6,080	9,430	16,126	17,022
	销售成本(万元)	2,701	4,452	8,038	8,912

资料来源：公司招股意向书，中信证券研究部测算

## 盈利预测结论

我们预测公司 2014-2016 年归属于母公司净利润分别为 7,915 万元/9,774 万元/11,938 万元，同比分别增长 31%/24%/22%，2014-2016 年年复合增速为 23%，对应发行摊薄后 EPS 分别为 1.22 元/1.50 元/1.84 元。



指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	218	319	364	440	568
营业成本	114	174	191	231	303
毛利率	47.86%	45.53%	47.68%	47.47%	46.64%
营业税金及附加	2	2	3	3	4
营业费用	17	27	28	35	45
营业费用率	7.59%	8.32%	7.70%	7.87%	7.97%
管理费用	33	45	54	64	83
管理费用率	15.12%	14.22%	14.70%	14.60%	14.60%
财务费用	3	6	0	-5	-4
财务费用率	1.33%	1.78%	0.13%	-1.03%	-0.66%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	49	64	88	110	134
营业利润率	22.45%	19.91%	24.28%	24.93%	23.62%
营业外收入	3	7	4	4	5
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	52	70	92	114	139
所得税	7	10	13	16	19
所得税率	14.39%	13.76%	14.23%	14.13%	14.04%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	44	60	79	98	119
净利率	20.21%	18.87%	21.72%	22.23%	21.03%
每股收益(元)(摊薄)	0.68	0.93	1.22	1.50	1.84

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	44	60	79	98	119
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	6	9	11	19	26
营运资金变动	-48	-99	-32	-47	-65
其他	14	29	1	-3	-2
经营现金流	16	0	58	67	79
资本支出	-24	-50	-89	-86	-71
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	0	1	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
投资现金流	-24	-49	-89	-86	-71
发行股票	0	0	253	0	0
负债变化	6	64	-40	0	-10
股息支出	-2	-16	-12	-15	-18
其他	-4	-5	0	5	4
融资现金流	0	43	201	-10	-24
现金净增加额	-8	-7	171	-29	-15

资料来源：中信量化投资分析系统

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	64	61	231	202	187
存货	72	98	109	136	174
应收账款	65	89	101	125	159
其他流动资产	25	70	70	85	109
流动资产	225	317	511	548	629
固定资产	51	75	65	136	197
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	20	39	38	37	36
其他长期资产	4	6	95	92	77
非流动资产	75	120	198	265	310
资产总计	300	438	710	813	938
短期借款	29	68	30	30	30
应付账款	25	31	41	47	60
其他流动负债	25	63	45	59	80
流动负债	79	162	116	136	170
长期负债	7	19	19	19	19
其他长期负债	8	2	0	0	-10
非流动性负债	15	21	19	19	10
负债合计	95	184	135	156	180
股本	49	49	65	65	65
资本公积	39	39	276	276	276
股东权益合计	206	254	574	657	759
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	300	438	710	813	938

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	17.2	46.2	14.1	20.7	29.1
营业利润	6.9	29.7	39.2	23.9	22.4
净利润	6.5	36.5	31.4	23.5	22.1
利润率 (%)					
毛利率	47.9	45.5	47.7	47.5	46.6
EBITMargin	24.3	22.3	24.5	24.2	23.3
EBITDAMargin	27.0	25.2	27.5	28.5	28.0
净利率	20.2	18.9	21.7	22.2	21.0
回报率 (%)					
净资产收益率	21.4	26.2	19.1	15.9	16.9
总资产收益率	14.7	16.3	13.8	12.8	13.6
其他 (%)					
资产负债率	31.5	42.0	19.1	19.1	19.1
所得税率	14.4	13.8	14.2	14.1	14.0
股利支付率	0.0	0.0	15.0	15.0	15.0

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。