

投资评级 **买入** 维持

股票数据

6 个月内目标价 (元)	47.50
02 月 20 日收盘价 (元)	31.14
52 周股价波动 (元)	29.06-92.50
总股本/流通 A 股 (百万股)	215/111
总市值/流通市值 (百万元)	6695/3470

相关研究

《收购三元及钴材料企业, 锂电新材料平台趋于完善》2016.10.25

《石墨烯导电剂业务快速放量》2016.08.28

《石墨烯导电剂业务快速放量》2016.08.23

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-0.7	-9.3	-28.2
相对涨幅 (%)	-4.2	-14.2	-29.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 杨帅

Tel: (010) 58067929

Email: ys8979@htsec.com

证书: S0850515060001

分析师: 徐柏乔

Tel: (021) 32319171

Email: xqb6583@htsec.com

证书: S0850513090008

联系人: 曾彪

Tel: (021) 23154148

Email: zb10242@htsec.com

三元材料前驱体、石墨烯、碳酸锂共建锂电材料平台

投资要点:

- **事件。**2月20日, 道氏技术发布16年业绩报告, 营业收入8.04亿元, 同期增长45%; 归属于上市公司股东的净利润1.01亿元, 较上年同期增长98%; 其中扣非后利润1.0亿; 同时公司公告每10股派发现金红利1.20元。
- **3D墨水带动主业高速增长。**公司是国内陶瓷墨水龙头企业, 市占率近30%, 主要配套大型陶瓷企业; 3D喷墨渗花墨水为公司独家创新产品, 定位高端, 其着色于釉层之中, 可使陶瓷图案呈现3D立体效果, 效果远超普通墨水。16年公司开始推广该产品, 成果显著。16年三季度公司同东鹏控股签订1.5亿订单, 将于16年底、17年确认收入, 东鹏是国内领先的建陶产业集团, 是中国陶瓷行业龙头, 两者合作有助于加速3D渗花喷墨工艺在抛光砖和抛釉砖渗透, 将助力道氏技术开拓数倍于传统墨水的市场空间。
- **石墨烯导电剂业绩快速增长。**16年8-12月青岛昊鑫实现营收3924万, 实现净利润937万, 我们预计全年营收7000万, 净利润1800万左右; 石墨烯导电剂对于快充及提升能量密度有显著作用, 为当前动力电池两大核心问题, 力神表示通过引入石墨烯等新型导电剂, 可将电池容量提升20%。自16年下半年青岛昊鑫逐步开拓市场, 我们判断17年其试样客户将逐渐转化为实际用户; 预计青岛昊鑫17年石墨烯导电剂销量将由500吨/月逐步提升至800吨/月, 全年收入预计在3亿-5亿, 实现1亿左右利润规模。
- **钴价提升推动钴盐价格大幅上涨。**16年年底道氏技术增资8400万持有广东佳纳能源23%的股权, 佳纳目前镍钴锰三元材料前驱体产能1万, 硫酸钴、碳酸钴等钴盐约1万吨, 16年1-9月份已实现满负荷生产, 实现营收5亿, 利润1000多万。而目前来看随着钴价的上升公司产品单吨毛利或将显著提升, 去年7月至今硫酸钴价格由3.7万/吨增长至8.1万/吨, 三元材料前驱体已由6.5万/吨增至10.3万/吨。按照标准硫酸钴单吨钴金属需求量0.205吨, 钴价自去年中上涨14.5万/吨, 硫酸钴成本上涨3万/吨, 而同期价格上涨4.4万/吨, 单吨毛利提升1.4万, 综合业绩将实现大幅增长。
- **投资策略与评级。**公司陶瓷墨水和釉料业务需求旺盛, 3D墨水带来增量; 同时布局石墨烯及三元正极材料领域, 打造新材料平台, 预计2017-2019年EPS分别为0.95元、1.37元、1.70元, 结合可比公司估值及公司市场地位, 给予公司2017年50倍估值, 对应目标价47.5元, 给予买入评级。
- **风险提示:** 产品推广不及预期。

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	553.56	803.65	1178.03	1427.91	1621.60
(+/-)YoY(%)	23.90%	45.18%	46.58%	21.21%	13.57%
净利润(百万元)	50.91	101.15	203.60	294.08	365.05
(+/-)YoY(%)	-29.56%	98.67%	101.29%	44.44%	24.13%
全面摊薄 EPS(元)	0.24	0.47	0.95	1.37	1.70
毛利率(%)	39.80%	40.38%	42.75%	45.87%	46.18%
净资产收益率(%)	8.74%	8.64%	15.38%	19.04%	20.08%

资料来源: 公司年报 (2015-2016 年), 海通证券研究所

- 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 石墨烯产业可比上市公司估值对比

代码	公司	Last price (元)	总市值 (亿元)	EPS(元)			PE (x)		
		2月20日	2月20日	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
601011.SH	宝泰隆	7.47	102.15	0.067	0.096	0.154	112.04	77.65	48.41
000532.SZ	力合股份	17.15	59.12	0.110	0.113	0.139	156.38	151.64	123.20
600516.SH	方大碳素	9.09	156.27	0.018	0.074	0.093	503.88	122.18	98.06
002341.SZ	新纶科技	17.20	86.55	-0.212	0.123	0.289	-81.18	139.50	59.47
行业平均							172.78	122.74	82.29
300409.SZ	道氏技术	31.14	66.95	0.24	0.47	0.95	129.75	66.19	32.88

资料来源：除道氏技术外，其余公司盈利预测来自 Wind 一致预期，海通证券研究所

表 2 道氏技术分业务营收预测（百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
釉料							
收入	227.10	232.49	283.28	336.20	403.4	484.1	581.0
Yoy	37.4%	2.4%	21.8%	20%	20%	20%	20%
成本	127.17	127.50	163.21	216.4	258.2	309.8	371.8
毛利	99.93	104.99	120.06	119.8	145.2	174.3	209.1
毛利率(%)	44.0%	45.2%	42.4%	35.6%	36.0%	36.0%	36.0%
陶瓷墨水（含 3D 墨水）							
收入	60.84	155.23	227.87	380.01	494.0	592.8	711.4
Yoy	4544.3%	155.1%	46.8%	60%	30%	20%	20%
成本	27.03	78.28	131.62	212.0	271.7	326.0	391.3
毛利	33.81	76.96	96.25	168.0	222.3	266.8	320.1
毛利率(%)	55.6%	49.6%	42.2%	44.2%	45.0%	45.0%	45.0%
其他							
收入	1.25	58.74	42.41	87.4	91.8	96.4	101.2
Yoy	-56.1%	4599.2%	-27.8%	10%	5%	5%	5%
成本	0.61	39.65	38.40	50.7	55.1	57.8	60.7
毛利	0.64	19.09	4.01	36.7	36.7	38.6	40.5
毛利率(%)	51.4%	32.5%	9.5%	42.0%	40.0%	40.0%	40.0%
石墨烯业务							
持股比例					55%	55%	55%
营收规模					350	450	450
毛利率					60%	60%	60%
毛利					210	270	270

资料来源：公司年报，海通证券研究所

表 3 道氏技术损益表预测（百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	446.79	553.56	803.65	1178.03	1427.91	1621.60
同比增长率	39.94%	23.90%	45.18%	46.58%	21.21%	13.57%
营业成本	245.65	333.23	479.12	674.46	772.98	872.79
毛利率	45.02%	39.80%	40.38%	42.75%	45.87%	46.18%
营业税金及附加	3.43	3.33	6.34	8.42	10.00	5.59
销售费用	36.51	44.88	56.86	82.46	114.23	129.73
销售费用率	8.17%	8.11%	7.08%	7.00%	8.00%	8.00%
管理费用	65.93	85.09	122.59	176.70	199.91	218.92
管理费用率	14.76%	15.37%	15.25%	15.00%	14.00%	13.50%
财务费用	8.87	2.09	3.56	5.00	3.00	-7.00
财务费用率	1.99%	0.38%	0.44%	0.42%	0.21%	-0.43%
期间费用	111.31	132.06	183.01	264.17	317.14	341.65
期间费用率	24.91%	23.86%	22.77%	22.42%	22.21%	21.07%
资产减值损失	4.07	26.16	14.33	20.00	20.00	20.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	1.82	30.00	40.00	50.00
营业利润	82.33	58.78	122.68	240.98	347.79	431.57
EBIT	95.28	87.03	138.75	235.98	330.79	394.57
增长率	33.69%	-8.66%	59.42%	70.08%	40.18%	19.28%
EBIT margin	21.32%	15.72%	17.26%	20.03%	23.17%	24.33%
营业外收入	0.96	0.80	2.38	2.38	2.38	2.38
营业外支出	0.10	0.35	3.01	3.01	3.01	3.01
利润总额	83.19	59.24	122.05	240.35	347.16	430.94
增长率	19.10%	-28.79%	106.03%	96.93%	44.44%	24.13%
所得税	10.91	8.33	16.82	33.65	48.60	60.33
所得税率	13.11%	14.07%	13.78%	14.00%	14.00%	14.00%
净利润	72.28	50.90	105.22	206.70	298.55	370.61
少数股东损益	0.00	-0.01	4.08	3.10	4.48	5.56
归属于母公司所有者净利润	72.28	50.91	101.15	203.60	294.08	365.05
增长率	19.99%	-29.56%	98.67%	101.29%	44.44%	24.13%
总股本（百万股）	65.00	97.50	215.00	215.00	215.00	215.00
基本 EPS（元）	0.34	0.24	0.47	0.95	1.37	1.70

资料来源：公司年报，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标（元）					营业总收入	803.65	1178.03	1427.91	1621.60
每股收益	0.47	0.95	1.37	1.70	营业成本	479.12	674.46	772.98	872.79
每股净资产	5.45	6.16	7.18	8.46	毛利率%	40.38%	42.75%	45.87%	46.18%
每股经营现金流	-0.17	1.32	1.12	1.63	营业税金及附加	6.34	8.42	10.00	5.59
每股股利	0.136	0.237	0.342	0.424	营业税金率%	0.79%	0.72%	0.70%	0.35%
价值评估（倍）					营业费用	56.86	82.46	114.23	129.73
P/E	66.19	32.88	22.77	18.34	营业费用率%	7.08%	7.00%	8.00%	8.00%
P/B	5.72	5.06	4.34	3.68	管理费用	122.59	176.70	199.91	218.92
P/S	8.33	5.68	4.69	4.13	管理费用率%	15.25%	15.00%	14.00%	13.50%
EV/EBITDA	42.42	25.65	18.63	15.48	EBIT	138.75	235.98	330.79	394.57
股息率（%）	0.44%	0.76%	1.10%	1.36%	财务费用	3.56	5.00	3.00	-7.00
盈利能力指标（%）					财务费用率%	0.44%	0.42%	0.21%	-0.43%
毛利率	40.38%	42.75%	45.87%	46.18%	资产减值损失	14.33	20.00	20.00	20.00
净利润率	12.59%	17.28%	20.59%	22.51%	投资收益	1.82	30.00	40.00	50.00
净资产收益率	8.64%	15.38%	19.04%	20.08%	营业利润	122.68	240.98	347.79	431.57
资产回报率	5.54%	8.56%	10.40%	10.99%	营业外收支	-0.63	-0.63	-0.63	-0.63
投资回报率	11.47%	15.45%	20.34%	21.53%	利润总额	122.05	240.35	347.16	430.94
盈利增长（%）					EBITDA	162.23	268.36	372.19	444.54
营业收入增长率	45.18%	46.58%	21.21%	13.57%	所得税	16.82	33.65	48.60	60.33
EBIT 增长率	59.42%	70.08%	40.18%	19.28%	有效所得税率%	13.78%	14.00%	14.00%	14.00%
净利润增长率	98.67%	101.29%	44.44%	24.13%	少数股东损益	4.08	3.10	4.48	5.56
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	101.15	203.60	294.08	365.05
资产负债率	33.2%	39.0%	38.1%	33.6%	扣除非经常性损益净利润	100.74	192.96	273.44	334.41
流动比率	2.45	2.10	2.22	2.80					
速动比率	1.84	1.65	1.76	2.28	资产负债表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
现金比率	0.61	0.65	0.69	1.04	货币资金	287.57	516.70	610.79	917.34
经营效率指标（%）					应收款项	565.37	742.32	899.78	1021.83
应收帐款周转天数	253.26	226.85	226.85	226.85	存货	287.93	359.68	409.58	457.17
存货周转天数	216.35	191.98	190.75	188.57	其它流动资产	11.59	47.12	57.12	64.86
总资产周转率	44.0%	49.5%	50.5%	48.8%	流动资产合计	1152.46	1665.82	1977.27	2461.21
固定资产周转率	3.71	5.06	4.58	4.32	长期股权投资	50.52	50.52	50.52	50.52
					固定资产	216.39	232.79	311.89	375.67
					在建工程	29.90	59.02	123.63	75.15
					无形资产	118.24	112.33	106.42	100.50
					非流动资产合计	672.60	712.20	850.00	859.39
					资产总计	1825.06	2378.02	2827.27	3320.60
现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E	短期借款	123.38	123.38	123.38	23.38
净利润	101.15	203.60	294.08	365.05	应付账款	273.71	395.65	450.54	502.89
折旧摊销	23.48	32.38	41.40	49.97	预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-393.96	25.11	-117.85	-88.00	其它流动负债	73.52	272.90	316.71	353.12
经营活动现金流	-36.26	283.41	240.99	351.19	流动负债合计	470.61	791.92	890.63	879.38
固定资产投资	30.31	80.00	200.00	80.00	长期借款	63.71	63.71	113.71	163.71
无形资产投资	45.16	-5.91	-5.91	-5.91	其它长期负债	71.55	71.55	71.55	71.55
资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	135.25	135.25	185.25	235.25
投资活动现金流	-352.82	-80.00	-200.00	-80.00	负债总计	605.86	927.18	1075.89	1114.64
债务变化	48.79	50.00	50.00	-100.00	实收资本	215.00	215.00	215.00	215.00
股票发行	505.18	0.00	0.00	0.00	普通股股东权益	1171.13	1323.83	1544.39	1818.18
融资活动现金流	534.70	-50.90	-23.52	-141.26	少数股东权益	48.06	50.39	53.75	57.92
现金净流量	145.61	152.51	17.47	129.93	负债和所有者权益合计	1825.06	2378.02	2827.27	3320.60
公司自由现金流	220.96	34.13	154.41	662.05					
股权自由现金流	238.37	106.35	320.86	789.96					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2 月 20 日

资料来源：公司年报（2016 年），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

杨帅 电力设备及新能源行业
徐柏乔 电力设备及新能源行业
杨帅 电力设备及新能源行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：多氟多,彩虹精化,小康股份,科陆电子,赢合科技,易成新能,圣阳股份,南都电源,中恒电气,天能重工,江苏神通,新海宜,国轩高科,阳光电源,中能电气,金风科技,数源科技,九洲电气,欣旺达,道氏技术,通裕重工,胜利精密,威能电源,智光电气,首航节能,亚星客车,中通客车,中矿资源,杉杉股份,隆基股份,骆驼股份,群兴玩具

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通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。