

强烈推荐-A (维持)

道氏技术 300409.SZ

当前股价: 21.56 元

2019年03月17日

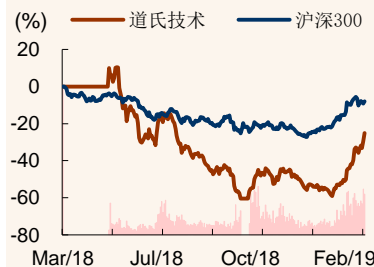
设立道氏云杉, 战略发力氢能源

基础数据

上证综指	3022
总股本(万股)	44842
已上市流通股(万股)	23500
总市值(亿元)	97
流通市值(亿元)	51
每股净资产(MRQ)	3.6
ROE(TTM)	15.7
资产负债率	56.7%
主要股东	荣继华
主要股东持股比例	37.03%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	59	32	-25
相对表现	47	17	-17



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《道氏技术(300409)一业绩站上新台阶, 锂电打开大空间》  
2019-03-12

汪刘胜

0755-25310137  
wangls@cmschina.com.cn  
S1090511040037

研究助理

李懿洋  
liyiyang@cmschina.com.cn

**事件:** 今日公司公告称, 为了进一步推进新能源产业战略布局, 公司与重塑科技、马东生先生共同出资设立道氏云杉氢能源, 主要从事氢燃料膜电极(MEA)等材料的研制和销售, 道氏云杉注册资本5000万元, 公司出资3100万, 重塑科技出资400万, 马东生先生出资1500万。

评论:

1、战略布局燃料电池核心零部件, 打开远期成长空间

公司目标为实现燃料电池膜电极(MEA)等关键材料的国产化。道氏云杉的经营范围包括燃料电池膜电极(MEA)、燃料电池双极板、膜电极催化剂等相关零部件的研发销售。合作方重塑科技是国内重要的燃料电池动力系统公司, 是全球氢能委员会 Hydrogen Council 的成员。而马东生先生是南通百应和国鸿氢能的创始人, 公开资料显示, 马东生先生还是国鸿巴拉德的董事长, 国鸿巴拉德是国鸿氢能和巴拉德的合资公司(国鸿氢能持股90%), 而巴拉德是全球燃料电池技术领先的企业, 我们认为公司合作方在膜电极领域具备较强技术储备和研发经验, 随着燃料电池产业化推进, 未来有望实现膜电极等关键零部件的国产化, 有望在燃料电池领域具备较强竞争力。

燃料电池汽车产业化在即, 核心零部件仍依赖进口。燃料电池是一种将氢气和氧气通过电化学反应直接转化为电能的发电装置, 具有发电效率高、无污染等优点, 能量密度可达500Wh/kg, 加氢时间短, 循环寿命4000次以上。从产业化进度来看, 我国燃料电池汽车处于起步阶段, 从政策支持来看, 电动汽车补贴在2020年以后完全退坡, 而燃料电池汽车补贴不退坡, 乘用车单车国补上限20万, 大客车50万, 地补: 国补上限为1:1, 政策优惠性极强。从发展现状来看, 日本燃料电池技术较为成熟, 而国内的燃料电池汽车核心零部件仍处于布局阶段, 许多核心零部件还依赖进口, 目前由于规模优势未体现整体成本较高, 未来随着技术突破和渗透率提升, 未来存在较大国产替代空间。

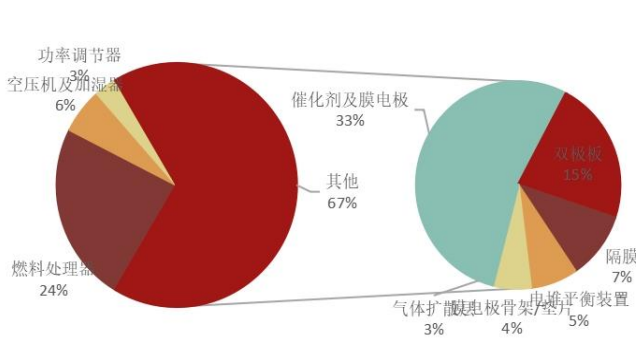
膜电极属于电堆核心零部件, 若国产化落地将打开成长空间。从结构上来看, 燃料电池汽车主要由电堆、燃料处理器、功率调节器、空压机及加湿器等部件组成, 其中电堆是燃料电池动力系统的核心部分, 成本占比2/3, 而催化剂及膜电极+双极板占电堆成本的70%以上, 其中膜电极是电堆的核心, 决定了电堆性能、寿命和成本的上限, 目前国产膜电极性能与国际水平接近, 但专业性上(例如铂载量、启停、冷启动、抗反极等)与国外有一定差距, 尤其在批量化生产工艺和装备差距较大。从成本端来看, 未来规模化商用的燃料电池成本有望低于40美元/kW, 假设对应一台乘用车15kW, 对应单车催化剂及膜电极+双极板约2000元, 未来项目若国产化落地, 将受益燃料电池汽车渗透率提升, 打开成长空间

表 1: 国内外技术指标

指标	2015 中国	2015 海外	DOE 2020 目标	DOE 最终目标
价格 (\$/kW)	> 500	55	40	30
功率密度 (kW/L)	≤1.5-2.5	3.1	2.5 (提前完成)	2.5 (提前完成)
峰值能量效率 (%)	50	60	65	70
寿命 (小时)-轿车	<2000	4500	5000	5000
寿命 (小时)-客车	3000	19000	25000	25000
无辅助冷启动	-20	-30	-30 (提前完成)	-30 (提前完成)

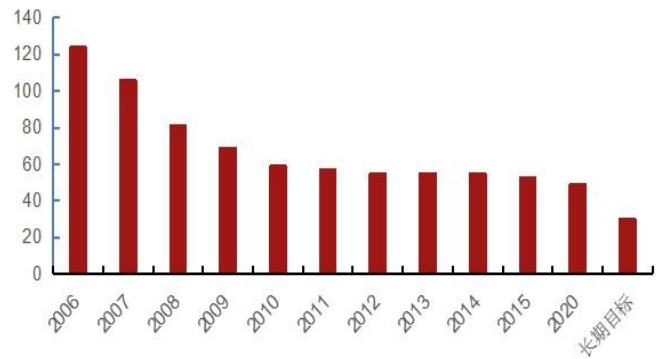
资料来源: DOE, 中国电池网, 招商证券

图 1 燃料电池各部分成本构成



资料来源: DOE, 招商证券

图 2 美国能源部燃料电池系统目标成本 (\$/kW)



资料来源: DOE, 招商证券

2、公司战略定位清晰，

公司战略定位新材料，18 年完善锂电材料布局。上市前是陶瓷墨水龙头，上市后发力新能源材料，通过并购佳纳能源、青岛昊鑫，投建江西锂云母提锂，在锂电上游形成“钴盐-三元前驱体-云母提锂-石墨烯导电剂”领域全面布局。

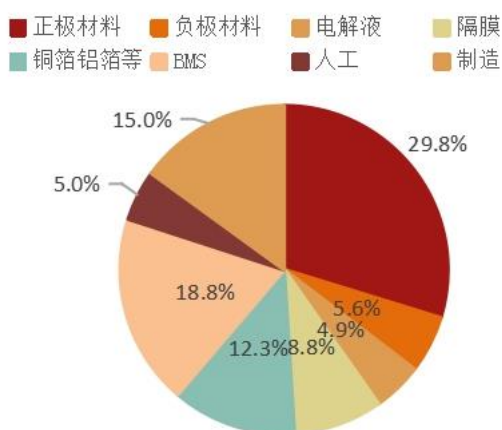
佳纳能源摆脱资源陷阱，提供稳定增长的利润来源：拥有先进的湿法冶炼和前驱体制备技术，具备钴矿石-湿法冶炼-前驱体制备产业链。前驱体将是业务的重点，收入占比逐步提升且盈利稳定，业绩受钴价波动影响将逐步削弱。

石墨烯导电剂及碳酸锂将提供业绩高成长空间并提升公司估值：

1、青岛昊鑫：石墨烯导电剂龙头，深度绑定下游客户。石墨烯作为导电剂性能优于炭黑，随着锂电池性能要求提升未来有望加大用量。青岛昊鑫是全球领先石墨烯导电剂龙头，技术领先，深度绑定下游客户如比亚迪、国轩高科，未来有望开拓百亿蓝海市场

2、江西宏瑞：云母提锂有望成功，碳酸锂提供业绩高弹性。公司 2017 年投建宏瑞，采用新工艺、新技术，同时发挥尾矿与公司主业陶瓷釉料协同效应，有望实现低成本、高纯度锂云母提锂。

图 3 动力锂离子电池系统成本分析



资料来源：公开资料，招商证券

图 4 正极材料成本分析



资料来源：公开资料，招商证券

### 3、盈利预测与风险提示

公司作为一家技术驱动型企业，深度布局锂电产业链，将充分享受新能源汽车高增长红利。18 年公司完善锂电材料布局，业绩上到一个新的台阶，未来钴资源对公司业绩影响逐步削弱，盈利稳定增强，而石墨烯导电剂及碳酸锂将提供更大成长空间。同时，燃料电池业务未来若能国产化，未来随着燃料电池长期渗透率提升，有望提供长期增长空间。预计 18-20 年 EPS 分别为 0.49/1.01/1.41 元，考虑公司竞争力及成长空间，按 19 年 EPS 给予 30-40xPE，目标价格区间 30-40 元，维持“**强烈推荐-A**”评级。

**风险提示：新能源汽车销量不及预期，新项目投产不及预期。**

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	1152	2487	3501	4563	5711
现金	288	483	450	600	600
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	240	453	946	1219	1572
应收款项	230	414	852	1098	1415
其它应收款	96	49	106	137	177
存货	288	868	678	894	1153
其他	12	221	468	615	794
<b>非流动资产</b>	673	1225	1538	1826	2090
长期股权投资	51	0	0	0	0
固定资产	216	565	896	1199	1478
无形资产	118	153	138	124	112
其他	287	507	504	502	501
<b>资产总计</b>	<b>1825</b>	<b>3712</b>	<b>5039</b>	<b>6388</b>	<b>7801</b>
<b>流动负债</b>	471	1457	2188	3165	4030
短期借款	88	606	658	1179	1494
应付账款	148	457	973	1282	1654
预收账款	12	16	34	45	59
其他	223	378	523	659	823
<b>长期负债</b>	135	400	400	400	400
长期借款	64	358	358	358	358
其他	72	43	43	43	43
<b>负债合计</b>	<b>606</b>	<b>1858</b>	<b>2589</b>	<b>3566</b>	<b>4430</b>
股本	215	215	448	448	448
资本公积金	630	645	645	645	645
留存收益	327	453	635	1007	1555
少数股东权益	48	541	722	722	722
归属于母公司所有者权益	1171	1313	1729	2101	2648
<b>负债及权益合计</b>	<b>1825</b>	<b>3712</b>	<b>5039</b>	<b>6388</b>	<b>7801</b>

现金流量表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	(36)	(63)	236	139	195
净利润	101	169	221	453	629
折旧摊销	24	38	65	91	115
财务费用	7	35	55	50	50
投资收益	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(168)	(356)	(292)	(461)	(606)
其它	144.00	54	190	10	11
<b>投资活动现金流</b>	(353)	(303)	(383)	(383)	(383)
资本支出	(120)	(252)	(383)	(383)	(383)
其他投资	(233)	(51)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	535	556	114	394	188
借款变动	(9)	629	(29)	521	315
普通股增加	118	0	233	0	0
资本公积增加	386	16	0	0	0
股利分配	(12)	(32)	(39)	(81)	(81)
其他	52	(57)	(52)	(47)	(47)
<b>现金净增加额</b>	<b>146</b>	<b>190</b>	<b>(33)</b>	<b>150</b>	<b>0</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	804	1696	3544	4566	5887
营业成本	479	1147	2445	3221	4156
营业税金及附加	6	13	27	35	45
营业费用	57	62	131	183	224
管理费用	123	193	400	525	665
财务费用	4	32	55	50	50
资产减值损失	14	24	40	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	3	3	3	3
<b>营业利润</b>	123	254	448	505	701
营业外收入	2	0	0	0	0
营业外支出	3	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	122	252	446	503	698
所得税	17	25	45	50	70
<b>净利润</b>	105	227	401	453	629
少数股东损益	4	58	181	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	101	169	221	453	629
<b>EPS (元)</b>	0.47	0.79	0.49	1.01	1.40

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>年成长率</b>					
营业收入	45%	111%	109%	29%	29%
营业利润	109%	107%	77%	13%	39%
净利润	99%	67%	30%	105%	39%
<b>获利能力</b>					
毛利率	40.4%	32.3%	31.0%	29.4%	29.4%
净利率	12.6%	10.0%	6.2%	9.9%	10.7%
ROE	8.6%	12.9%	12.8%	21.6%	23.7%
ROIC	7.7%	8.9%	13.1%	11.5%	12.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	33.2%	50.0%	51.4%	55.8%	56.8%
净负债比率	10.3%	28.1%	20.2%	24.1%	23.7%
流动比率	2.4	1.7	1.6	1.4	1.4
速动比率	1.8	1.1	1.3	1.2	1.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.4	0.5	0.7	0.7	0.8
存货周转率	1.9	2.0	3.2	4.1	4.1
应收帐款周转率	3.7	5.3	5.6	4.7	4.7
应付帐款周转率	3.9	3.8	3.4	2.9	2.8
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.47	0.79	0.49	1.01	1.40
每股经营现金	-0.17	-0.29	0.53	0.31	0.43
每股净资产	5.45	6.11	3.85	4.68	5.91
每股股利	0.15	0.18	0.18	0.18	0.18
<b>估值比率</b>					
PE	45.8	27.4	43.8	21.4	15.4
PB	4.0	3.5	5.6	4.6	3.7
EV/EBITDA	7.2	3.3	1.9	1.6	1.2

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998年毕业于同济大学。7年产业经历，2006年至今于招商证券从事汽车、新能源行业研究，连续11年新财富最佳分析师入围。2008年获金融时报与StarMine全球最佳分析师-亚太区汽车行业分析师第三名；2010年获水晶球奖并获新财富第三名；2014年水晶球第一名、新财富第二名；2015年水晶球公募第一名、新财富第三名；2016年金牛奖第二名；2017年新财富第三名。“智能驾驭、电动未来”是我们提出的重点研究领域，基于电动化平台、车联网基础之上的智能化是汽车行业发展的方向。

寸思敏，上海财经大学硕士，3年证券行业研究经验。2016年加入招商证券，重点覆盖传统整车、零部件、后市场板块。

李懿洋，清华大学硕士，2年证券行业研究经验。2017年加入招商证券，重点覆盖新能源、智能汽车板块。

马良旭，清华大学博士，3年证券行业研究经验。2018年加入招商证券，重点覆盖商用车、新能源、智能汽车板块。

杨献宇，同济大学硕士，一年半汽车产业经历，2年证券行业研究经验。2018年加入招商证券，重点覆盖乘用车、商用车、零部件板块。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数



## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。