

强烈推荐-A (维持)

道氏技术 300409.SZ

当前股价: 26.15元

2021年07月12日

上半年净利润大幅增长, 锂电“遗珠”迎拐点

基础数据

上证综指	3524
总股本(万股)	56120
已上市流通股(万股)	32413
总市值(亿元)	147
流通市值(亿元)	85
每股净资产(MRQ)	6.7
ROE(TTM)	3.3
资产负债率	37.6%
主要股东	荣继华
主要股东持股比例	25.81%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	81	81	102
相对表现	84	88	97



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《道氏技术(300409)—Q1业绩受疫情影响, 环比有望改善》2020-05-07

2、《道氏技术(300409)—Q3业绩环比改善明显, 静待新能源业务收获期》2019-11-01

3、《道氏技术(300409)—行业景气度下行, 中报业绩承压》2019-08-25

汪刘胜

0755-25310137

wangls@cmschina.com.cn

S1090511040037

事件: 公司披露了2021年半年度业绩预告, 预计1-6月实现归属于上市公司股东净利润2.28-2.78亿元, 同比增长802%-1001%。按季度分拆, 1Q净利润0.7亿元, 2Q按中值估计单季度盈利1.8亿元。我们认为新能源汽车行业增长明确, 公司加大投入符合产业规律, 随着产能逐步释放, 公司业绩高成长确定, 继续“强烈推荐-A”。

□ **一体化布局优势凸显, 锂电材料价升量涨。**1) 三元前驱体业务, 公司是一线三元前驱体企业, 市场份额稳定, 高镍产品性能优异, 预计21年出货量占比达50%, 带来产品毛利的提升, 深度绑定优质客户, 手握上游钴资源, 一体化布局成本优势明显, 从今年起扩充产能将逐步释放, 将充分受益新能源发展浪潮。2) 石墨烯导电材料业务, 公司是国内行业前二龙头, 具有全国为数不多的天然石墨类材料完整产业链, 绑定比亚迪、国轩高科等重量级客户, 将随着锂电池性能要求的不断提升而替代炭黑成为主流导电材料, 打开高速增长空间。

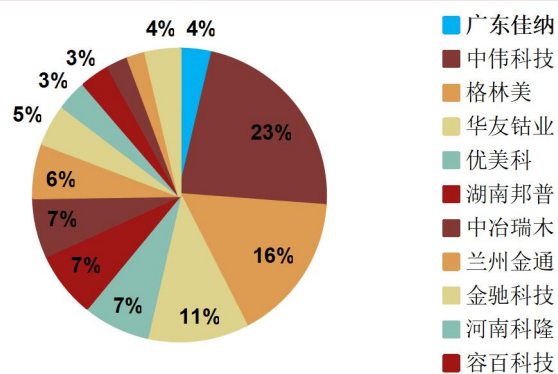
□ **积极扩产, 优化产能布局, 拥抱行业发展。**1) 行业需求方面, 据GGII预测, 2025年全球三元前驱体出货量有望达到160万吨, 年复合增速将达30%以上。我们预计2021-2025年全球钴供应年复合增速8.48%, 供应缺口逐渐增大, 主要是3C消费电子高容量、新能源动力电池持续放量需求。2) 公司产能布局方面, 公司积极扩产把握行业高速增长红利, 21-25年三元前驱体总产能将分别达到5万吨、15万吨、25万吨、35万吨和50万吨, 并形成配套的钴镍产能(正在新建年产2万吨金属量钴盐、年产3万吨金属量镍盐产能)。我们认为, 随着公司管理的不断强化和锂电材料布局的不断深化, 三元前驱体产能将快速释放, 公司将深度受益于行业发展, 21年将是公司业绩高速增长起点。

□ **被低估的一线锂电材料企业。**三元前驱体方面, 行业龙头中伟股份的PE在100-200X之间, 总市值约900亿元。石墨烯导电材料方面, 行业龙头天奈科技的PE在60-150X之间, 总市值约350亿元。公司营收超过六成来自新能源材料, 以三元前驱体和石墨烯导电浆料为主, 未来将继续扩大在新能源材料方面的研发和投入, 扩产规划清晰, 一体化业务布局掌握上游钴镍资源将加强竞争壁垒, 未来将享受行业高增长估值水平。

□ **盈利预测与评级:** 公司是一线三元前驱体生产企业, 国内石墨烯导电剂龙头企业, 新能源材料一体化战略布局优势明显。未来将显著受益于新能源行业的高景气发展, 目前钴盐、三元前驱体产品和石墨烯/碳纳米管导电剂产品订单充足, 未来随着产能的进一步释放, 业绩将不断攀升, 21年是公司业绩长期增长的起点。预计21年~23年公司净利润为5.3/7.3/9.5亿元, EPS分别为0.94/1.30/1.69元, 继续“强烈推荐-A”评级。

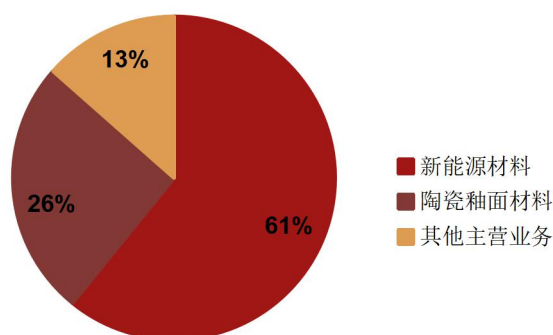
风险提示: 1、行业增速低于预期; 2、三元前驱体产能释放不及预期。

图 1：三元前驱体市场格局



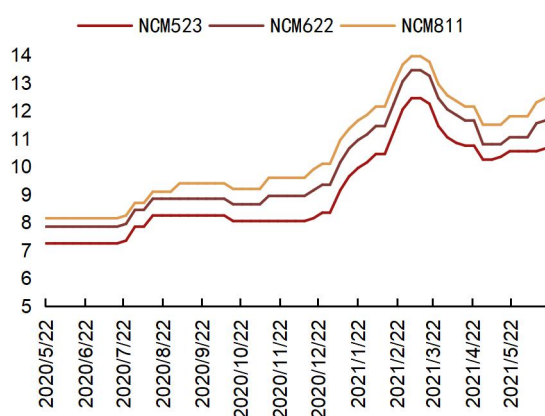
资料来源：鑫椤资讯、招商证券

图 2：道氏技术营收结构



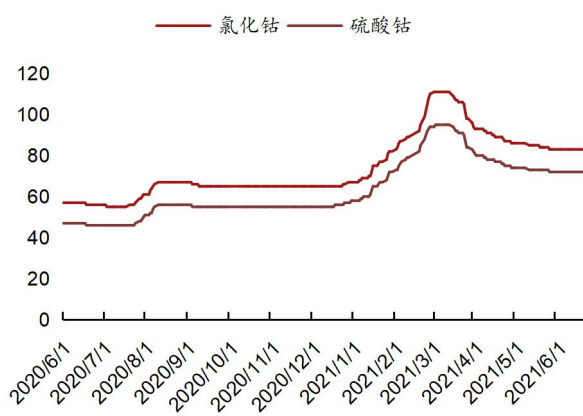
资料来源：WIND、招商证券

图 3：三元前驱体出货价格走势（万元/吨）



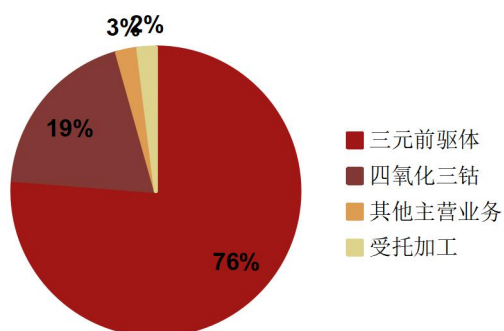
资料来源：鑫椤资讯，招商证券

图 4：钴盐价格走势（元/kg）



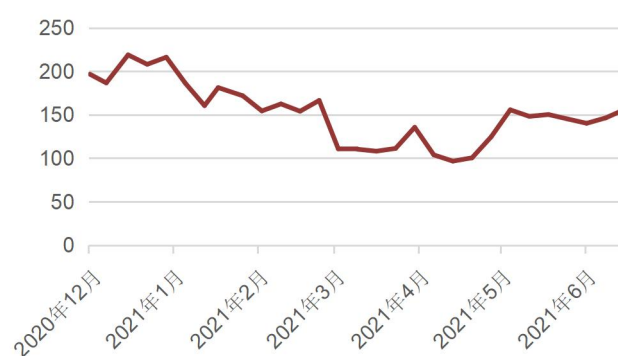
资料来源：鑫椤资讯，招商证券

图 5：中伟股份营收结构



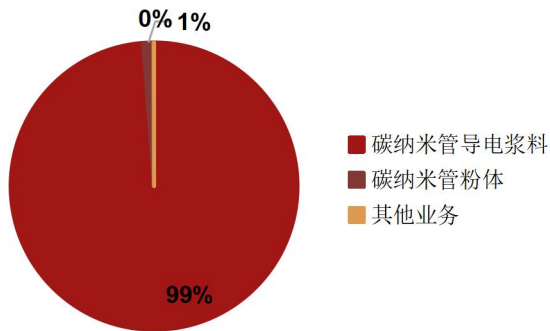
资料来源：WIND、招商证券

图 6：中伟股份历史 PE



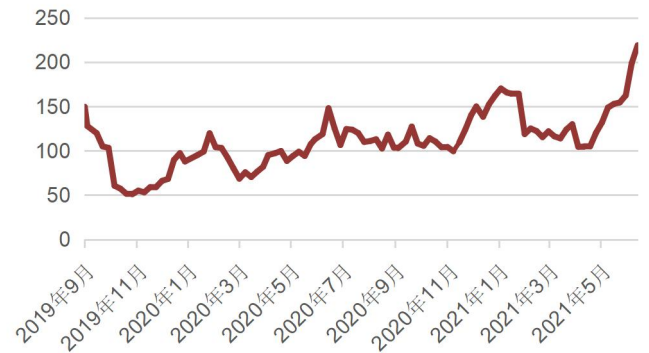
资料来源：WIND、招商证券

图 7：天奈科技营收结构



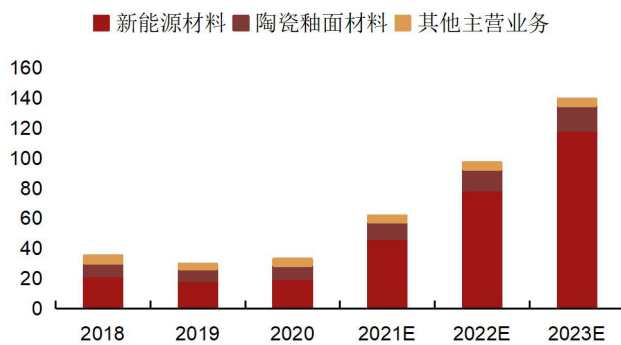
资料来源：WIND、招商证券

图 8：天奈科技历史 PE



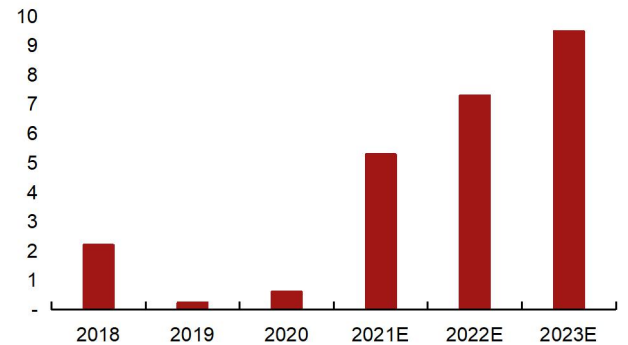
资料来源：WIND、招商证券

图 9：道氏技术营收预测 (亿元)



资料来源：WIND、招商证券

图 10：道氏技术盈利预测 (亿元)



资料来源：WIND、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2218	2596	4285	6984	9859
现金	413	393	513	994	1193
交易性投资	0	24	24	24	24
应收票据	102	303	566	889	1275
应收款项	312	591	1068	1676	2404
其它应收款	9	33	62	97	139
存货	930	925	1471	2384	3496
其他	451	326	581	920	1329
非流动资产	2227	2239	2252	2261	2268
长期股权投资	25	110	110	110	110
固定资产	1022	1106	1185	1253	1313
无形资产	681	647	582	524	472
其他	500	375	374	374	373
资产总计	4445	4835	6536	9245	12127
流动负债	1432	1780	2900	5073	7271
短期借款	762	824	1684	3213	4627
应付账款	351	623	998	1618	2372
预收账款	12	23	36	59	86
其他	307	311	181	183	185
长期负债	540	566	566	566	566
长期借款	164	155	155	155	155
其他	376	411	411	411	411
负债合计	1972	2346	3466	5639	7837
股本	460	460	561	561	561
资本公积金	1375	1380	1380	1380	1380
留存收益	636	639	1145	1717	2446
少数股东权益	2	10	(16)	(51)	(97)
归属于母公司所有者权益	2471	2479	3086	3657	4387
负债及权益合计	4445	4835	6536	9245	12127

现金流量表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1041	534	(438)	(639)	(746)
净利润	24	61	529	730	949
折旧摊销	119	158	206	210	212
财务费用	94	72	105	105	105
投资收益	5	(51)	(75)	(75)	(75)
营运资金变动	830	298	(1199)	(1603)	(1927)
其它	(32)	(3)	(4)	(6)	(11)
投资活动现金流	(413)	(251)	(145)	(145)	(145)
资本支出	(374)	(192)	(220)	(220)	(220)
其他投资	(39)	(59)	75	75	75
筹资活动现金流	(912)	(340)	703	1265	1090
借款变动	(787)	(226)	730	1529	1414
普通股增加	12	0	101	0	0
资本公积增加	119	5	0	0	0
股利分配	(67)	(46)	(23)	(159)	(219)
其他	(189)	(72)	(105)	(105)	(105)
现金净增加额	(284)	(57)	120	481	199

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2986	3315	6191	9714	13933
营业成本	2212	2551	4090	6630	9721
营业税金及附加	18	35	65	102	147
营业费用	120	108	202	317	455
管理费用	189	203	379	595	853
研发费用	135	154	288	451	647
财务费用	103	106	105	105	105
资产减值损失	(211)	(149)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	22	25	25	25	25
投资收益	(5)	50	50	50	50
营业利润	14	83	1136	1588	2079
营业外收入	9	1	1	1	1
营业外支出	3	17	17	17	17
利润总额	20	68	1120	1572	2064
所得税	(1)	10	617	878	1161
少数股东损益	(4)	(3)	(26)	(35)	(46)
归属于母公司净利润	24	61	529	730	949

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
年成长率					
营业收入	-16%	11%	87%	57%	43%
营业利润	-97%	494%	1263%	40%	31%
净利润	-89%	152%	774%	38%	30%
获利能力					
毛利率	25.9%	23.0%	33.9%	31.7%	30.2%
净利率	0.8%	1.8%	8.5%	7.5%	6.8%
ROE	1.0%	2.4%	17.1%	20.0%	21.6%
ROIC	3.4%	2.2%	10.7%	10.3%	10.2%
偿债能力					
资产负债率	44.4%	48.5%	53.0%	61.0%	64.6%
净负债比率	24.0%	23.0%	28.1%	36.4%	39.4%
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
速动比率	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.9	1.1	1.1
存货周转率	1.9	2.8	3.4	3.4	3.3
应收帐款周转率	4.0	5.1	4.9	4.6	4.5
应付帐款周转率	4.0	5.2	5.0	5.1	4.9
每股资料 (元)					
EPS	0.05	0.13	0.94	1.30	1.69
每股经营现金	2.26	1.16	-0.78	-1.14	-1.33
每股净资产	5.37	5.39	5.50	6.52	7.82
每股股利	0.10	0.05	0.28	0.39	0.51
估值比率					
PE	501.2	198.8	27.7	20.1	15.5
PB	4.9	4.9	4.8	4.0	3.3
EV/EBITDA	78.7	54.4	12.2	9.3	7.4

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。

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。