

强烈推荐-A (维持)

道氏技术 300409.SZ

目标估值: 50-55 元

当前股价: 29.5 元

2021 年 07 月 19 日

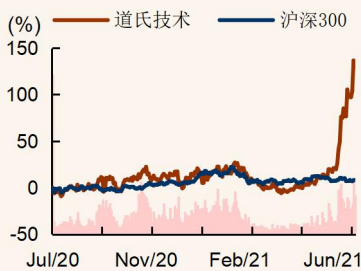
借势而为, 拐点已至

基础数据

上证综指	3567
总股本(万股)	56120
已上市流通股(万股)	32413
总市值(亿元)	166
流通市值(亿元)	96
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	106	99	120
相对表现	107	107	114



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《道氏技术(300409)——上半年净利润大幅增长, 锂电“遗珠”迎拐点》2021-07-12
- 2、《道氏技术(300409)——Q1 业绩受疫情影响, 环比有望改善》2020-05-07
- 3、《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

汪刘胜

0755-25310137

wangls@cmschina.com.cn

S1090511040037

道氏技术发力新能源赛道, 同时深耕陶瓷材料业务, 形成了“锂电材料+陶瓷材料”双线格局, 集中精力发展三元前驱体、钴盐和导电剂业务, 顺势扩充产能, 做大做强, 向第一阵营迈进; 传统陶瓷材料业务从技术、品质、成本、市场四个维度发力, 巩固龙头地位。21-23 年, 公司净利润预计为 5.3/7.3/9.5 亿元, EPS 分别为 0.94/1.30/1.69 元, 21 年将是公司经过几年调整后业绩高速增长的起点, 维持“强烈推荐-A”评级。

□ **锂电材料+陶瓷材料“双引擎”, 启动业绩爆发。**全球新能源汽车加速渗透带动锂电材料需求爆发, 三元正极材料仍是主力, 高镍趋势明显, 前驱体占正极原料成本 40%, 价值显著, 具备上游资源的企业将充分受益。道氏技术经过前期大刀阔斧的业务转型, 通过收购控股佳纳能源、青岛昊鑫, 切入三元前驱体、钴盐以及石墨烯/碳纳米管导电材料等领域, 目前公司产品需求迎来爆发期, 公司内外兼修, 将充分享受行业高速增长红利。

□ **2021 年将是公司业绩高速增长起点。**

1) **三元前驱体业务,**公司是主流三元前驱体企业, 市场份额稳定, 高镍产品性能优异, 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, 21 年产能将达 5 万吨, 23 年产能将达 25 万吨, 今年起扩充产能将快速释放, 公司将充分受益新能源发展浪潮。

2) **石墨烯/碳纳米管导电材料业务,**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, 技术优势明显, 重点客户主要包括比亚迪、南都电源等, 石墨烯浆料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。

3) **陶瓷釉面业务,**国内陶瓷墨水和陶瓷釉面材料龙头, 规模优势、研发优势、产品优势和客户优势明显, 战略合作包括东鹏集团、新明珠集团、宏宇集团、金意陶集团等, 市场地位突出, 当前建筑陶瓷市场大板、岩板的升级换代大潮已起, 公司将在行业技术升级过程中打开新的成长空间。

□ **投资建议:**业务布局清晰, 卡位新能源核心材料。三元前驱体充分享受行业发展红利, 一体化布局, 量升价涨, 今年起产能扩张, 将开启快速增长之路。陶瓷业务将受益于行业技术升级取得新成长空间, 龙头地位更加稳固。通过拆分公司不同板块的业务, 分别给予不同的估值, 22 年三元前驱体+钴盐+铜产品/导电剂/陶瓷材料板块对应估值分别为 200/78/20 亿元, 对应目标市值为 298 亿元, 对应合理目标价格 53 元, 21 年将是公司业绩高速增长的起点。继续维持“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; 3、持续管理改善。

财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	2986	3315	6191	9714	13933
同比增长	-16%	11%	87%	57%	43%
营业利润(百万元)	14	83	1136	1588	2079
同比增长	-97%	494%	1263%	40%	31%
净利润(百万元)	24	61	529	730	949
同比增长	-89%	152%	774%	38%	30%
每股收益(元)	0.05	0.13	0.94	1.30	1.69
PE	565.4	224.2	31.3	22.7	17.4
PB	5.5	5.5	5.4	4.5	3.8

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、电动车加速渗透，三元前驱体深度受益.....	4
1、全球汽车电动化加速，电池材料需求爆发.....	4
2、三元正极材料仍是主力，高镍趋势明显.....	5
3、前驱体为锂电正极材料核心原料.....	6
4、三元前驱体行业竞争激烈，一体化企业成本取胜.....	7
二、锂电材料+陶瓷材料双发力，开启高速发展.....	8
1、锂电+陶瓷“双引擎”发展.....	8
2、锂电材料具备技术、产业链与客户资源优势.....	9
3、国内唯一全品类釉面材料上市公司，行业领先.....	14
4、产能提升、管理提质，转折已到、未来已来.....	15
三、投资建议与风险提示.....	16

图表目录

图 1：全球新能源汽车销量及渗透率预测.....	4
图 2：中国新能源汽车销量及渗透率预测.....	4
图 3：海外三元前驱体需求量预测.....	4
图 4：国内三元前驱体需求量预测.....	4
图 5：三元、磷酸铁锂正极材料产量（吨）及三元占比.....	5
图 6：不同型号三元材料产量及同比.....	6
图 7：新能源汽车及锂电池成本构成.....	6
图 8：NCM 三元前驱体制备示意图.....	7
图 9：三元正极正极材料市场格局.....	8
图 10：三元前驱体市场格局.....	8
图 11：公司历史沿革.....	8
图 12：公司业务矩阵.....	9
图 13：公司布局结构.....	9
图 14：公司三元前驱体形貌.....	10
图 15：近三年公司前驱体出货量.....	11
图 16：主要三元前驱体公司市场份额变化情况.....	11
图 17：2019 年三元前驱体出货量 top10.....	11

图 18: 2020 年三元前驱体出货量 top10.....	11
图 19: 2019 年三元前驱体出货量 top5.....	12
图 20: 2020 年三元前驱体出货量 top5.....	12
图 21: 三元前驱体出货价格走势 (万元/吨)	12
图 22: 钴盐价格走势 (元/kg)	12
图 23: 公司石墨烯和碳纳米管产品.....	13
图 24: 全球钴资源分布地图.....	14
图 25: 道氏技术营收预测 (亿元)	17
图 26: 道氏技术盈利预测 (亿元)	17
图 27: 中伟股份营收结构.....	17
图 28: 中伟股份历史 PE.....	17
图 29: 天奈科技营收结构.....	18
图 30: 天奈科技历史 PE.....	18
图 31: 东鹏控股营收结构.....	18
图 32: 东鹏控股历史 PE.....	18
图 33: 道氏技术历史 PE Band.....	19
图 34: 道氏技术历史 PB Band.....	19
表 1: 公司行业地位.....	9
表 2: 公司新能源业务拆分 (亿元)	9
表 3: 公司三元前驱体核心客户.....	10
表 4: 公司导电剂产品系列.....	13
表 5: 公司陶瓷板块收入和利润情况 (亿元)	15
表 6: 三元前驱体及钴/镍盐扩产规划.....	15
表 7: 一线前驱体厂家扩产计划.....	16
附: 财务预测表.....	20

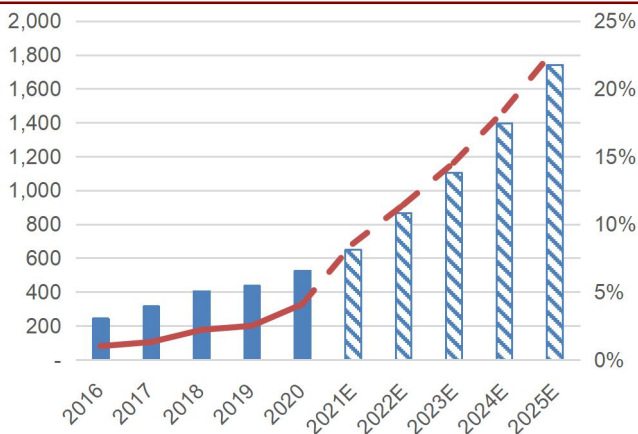
一、电动车加速渗透，三元前驱体深度受益

1、全球汽车电动化加速，电池材料需求爆发

外部推力与内部需求共振，新能源汽车进入快速渗透期。国内双积分政策下油耗负积分缺口严重，电动化目标更加明确。欧洲电动化趋势已经明确，渗透率稳定提升。美国电动化补贴超预期，或将催生电动车黄金十年。截至6月，中国新能源汽车渗透率14%，欧洲渗透率约为18%，美国渗透率8.8%，一方面全球新能源汽车还处于渗透初期，另一方面新能源汽车正在加速渗透，全球电动化“盛宴”伊始。

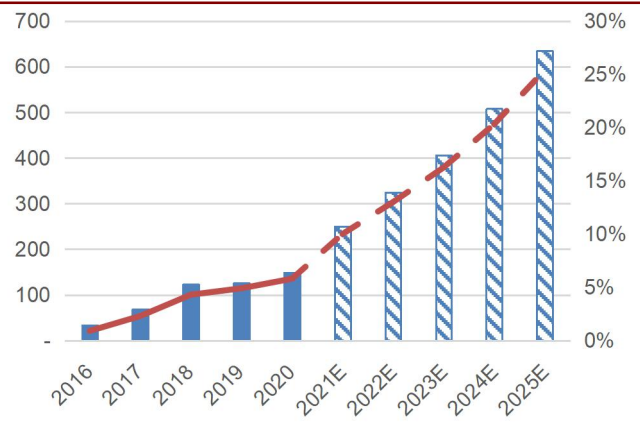
根据各国新能源补贴政策及碳排放法规要求的测算，我们预计2021年中国新能源汽车销量250万辆，2025年中国新能源汽车销量有望达到640万辆左右，渗透率到25%，5年复合增速约为34%。2021年全球新能源汽车销量将达到650万辆左右，2025年全球新能源汽车销量有望达到1700万辆，渗透率约23%，5年复合增速约为27%。带动三元前驱体需求量大幅增长，我们预计2025年全球三元前驱体需求量有望达到175万吨，较2020年全球实际出货量42万吨实现了33%的年均复合增长率，市场需求将快速爆发。

图1：全球新能源汽车销量（百万）及渗透率预测



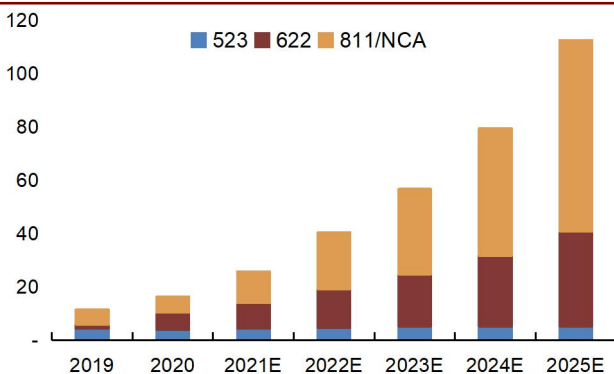
资料来源：marklines, 招商证券

图2：中国新能源汽车销量（百万）及渗透率预测



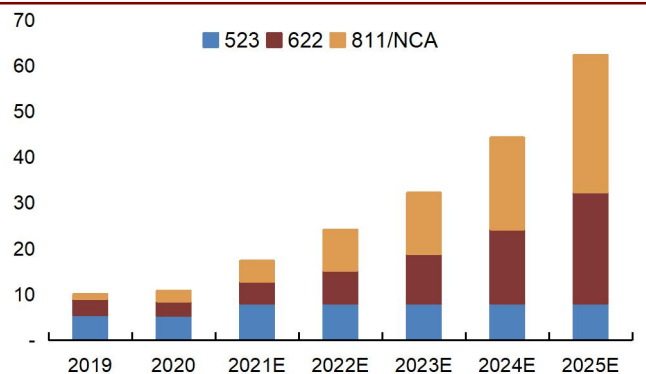
资料来源：marklines, 招商证券

图3：海外三元前驱体（万吨）需求量预测



资料来源：GGII 招商证券

图4：国内三元前驱体（万吨）需求量预测

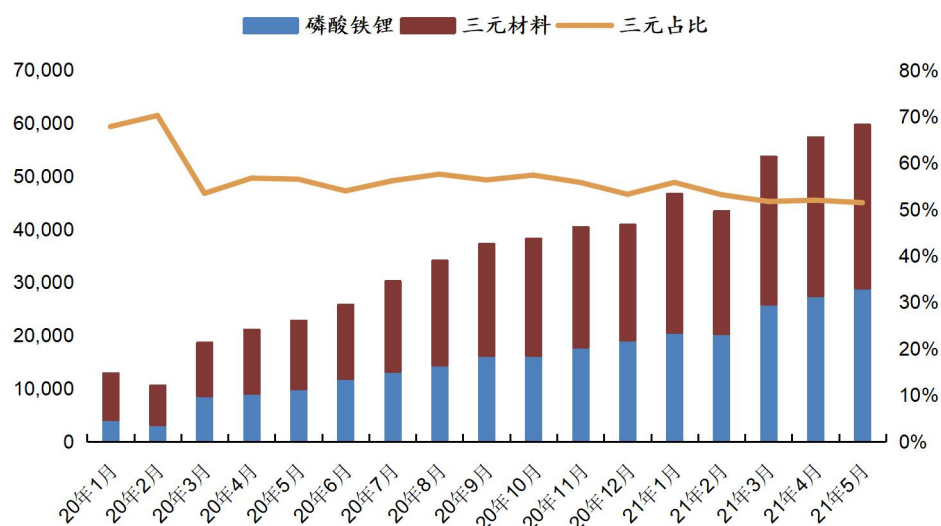


资料来源：GGII, 招商证券

2、三元正极材料仍是主力，高镍趋势明显

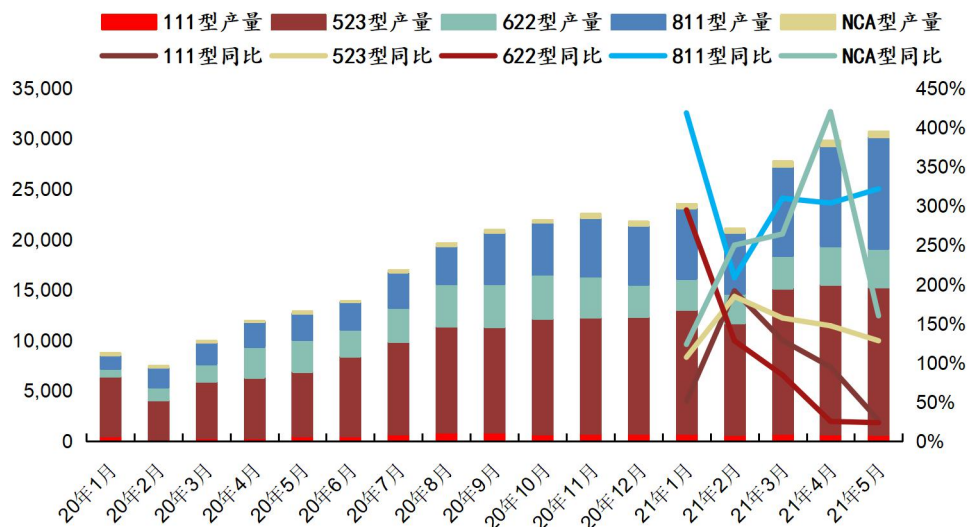
虽然短期受到磷酸铁锂的冲击，但长期看三元趋势不变。一方面当前高镍化是高续航车型提升能量密度最有效的方法，同时高镍材料技术难度大，加工费用高，相关技术领先的企业拥有更高的盈利和降本空间，伴随电池厂和车企高镍化持续布局，国内正极高镍化趋势正在加速，另一方面磷酸铁锂正极材料性能开发已经接近极限，而三元材料相关技术和性能正在不断优化，因此我们判断未来三元正极材料的占比还会进一步提升。就国内不同类型的三元正极材料来看，21年1-5月，811型三元材料产量增速同比+306%，NCA型三元材料产量同比+221%，显著高于111型、523型和622型三元材料（高镍三元材料包含811型及NCA型）；1-5月，811型三元材料的产量占比为32%，比去年同期提升11pct，高镍前驱体的份额正在显著提升。

图 5：三元、磷酸铁锂正极材料产量（吨）及三元占比



资料来源：鑫椏资讯，招商证券

图 6：不同型号三元材料产量及同比



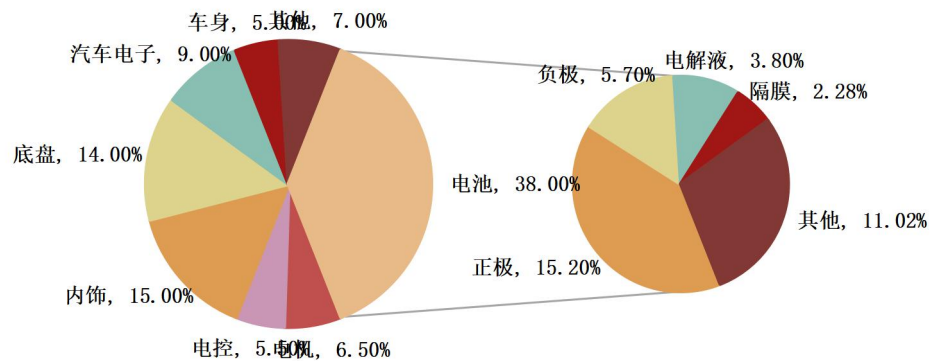
资料来源：鑫椽资讯，招商证券

3、前驱体为锂电正极材料核心原料

三元前驱体是制备三元正极材料的关键原料，以 811 三元电池为例，前驱体材料占据正极材料成本约 60%，而正极材料约占三元电池成本约 40%。前驱体是连接上游有色金属（硫酸镍、硫酸钴、硫酸锰及前端冶炼提纯环节等）和下游锂电材料的关键环节。前驱体的性能直接决定了三元正极材料的粒径、元素配比、杂质含量等主要理化性能，从而影响锂电池的一致性、能量密度、循环寿命等核心电化学性能。

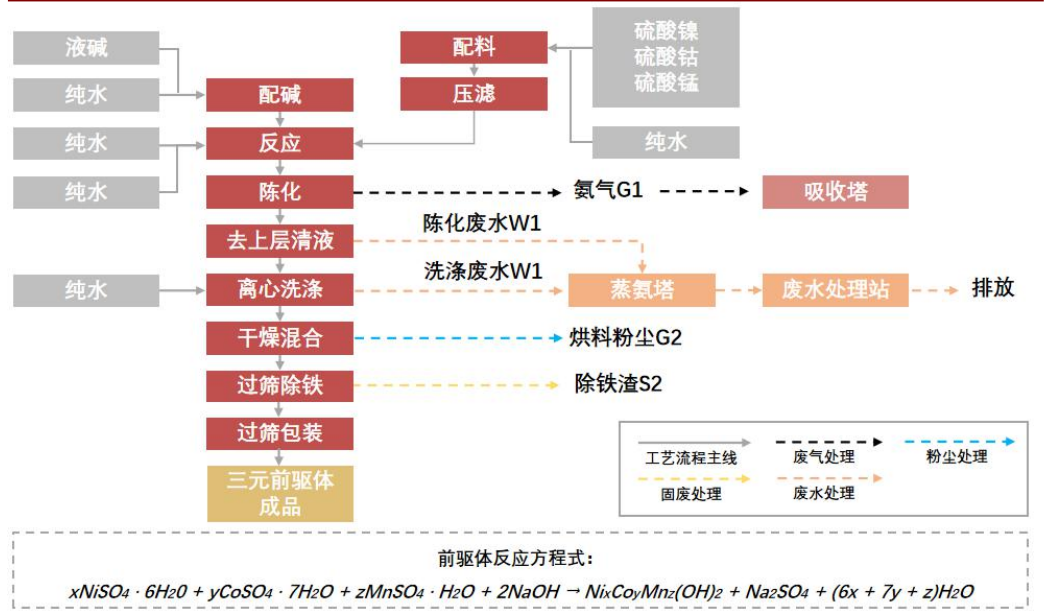
三元前驱体以镍钴锰（铝）氢氧化物 $NixCoyMn(1-x-y)(OH)_2$ 为主，简称 NCM 系列或 NCA。NCM 系列前驱体的制备以镍盐、钴盐、锰盐为原料，NCA 前驱体则以镍盐、钴盐、氢氧化铝为原料，在氨水和碱溶液中发生盐碱中和反应，得到镍钴锰（铝）氢氧化物沉淀。

图 7：新能源汽车及锂电池成本构成



资料来源：GGII，公开资料，招商证券

图 8：NCM 三元前驱体制备示意图



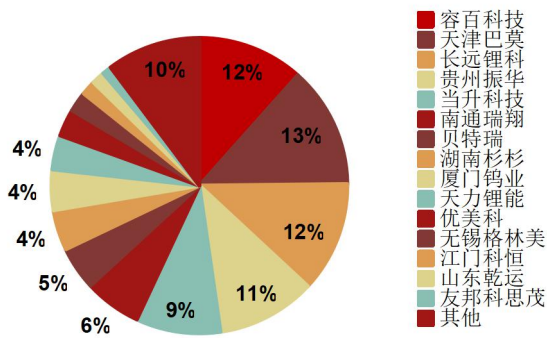
4、三元前驱体行业竞争激烈，一体化企业成本取胜

目前前驱体行业三类玩家均有参与：上游钴、锂企业的下游延伸布局，正极企业的自用需求布局，或者针对前驱体生产研发的企业。

- 1) 上游企业（如格林美、华友钴业、道氏技术等）具备资源优势，可以有效调节原材料价格波动的影响，同时布局前驱体是继续向下游正极延伸的铺垫，产能占比约 53%。
- 2) 下游正极企业（如宁德时代控股的湖南邦普）具备客户优势，逐步加大自身对前驱体的产能布局，更好的把握对正极材料品质的掌控，前驱体配制也是研发的主要发力点，产能占比约 22%。
- 3) 聚焦前驱体专职企业（如中伟股份）具备更好的客户视野和技术积累，产能占比约 25%。

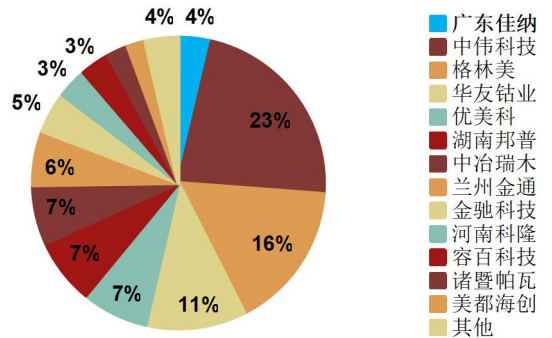
过去两年时间，上游一体化企业的市场份额由 40%提升到 53%，并有持续提升的趋势，在大规模扩产背景下，行业竞争格局变化的核心在于能否掌握成本和客户优势，上下游一体化企业由于具备上游原材料资源，钴镍盐的冶炼环节利润也可以算到前驱体中，在成本方面拥有绝对优势。

图 9：三元正极正极材料市场格局



资料来源：GGII，招商证券

图 10：三元前驱体市场格局



资料来源：GGII，招商证券

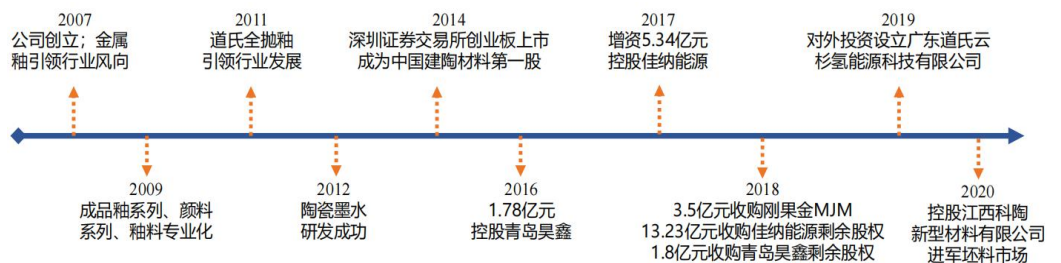
二、锂电材料+陶瓷材料双发力，开启高速发展

1、锂电+陶瓷“双引擎”发展

道氏技术于 2007 年 9 月创立，2014 年 12 月在深交所上市。2016 年前公司的业务主要集中在建筑陶瓷领域，主要产品为陶瓷釉料和陶瓷墨水，处于国产陶瓷釉面材料和陶瓷墨水的第一梯队。通过逐步投资和并购全资控股佳纳能源、青岛昊鑫，切入了新能源产业链中的钴原料、钴盐、三元前驱体以及石墨烯和碳纳米管导电剂等关键材料领域。

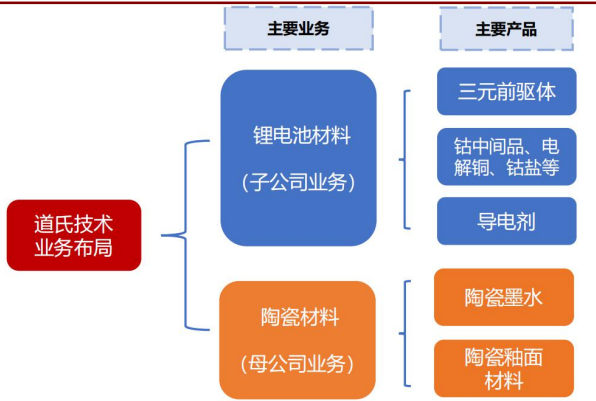
目前中伟股份、格林美和华友钴业处于三元前驱体第一梯队，21 年产能均超过 5 万吨，营收超过 20 亿元，具有较为明显的规模优势。三元前驱体技术壁垒较高，非标性明显，且在正式供货前下游客户认证时间较长，客户粘性较强，在产品需求量快速爆发的情况下，下游客户对公司的产能要求较高，生产规模已经成为影响销售规模的关键因素之一，因此公司一方面加大研发投入，保证产品质量和性能优势；另一方面积极扩充产能，迎接行业爆发红利。

图 11：公司历史沿革



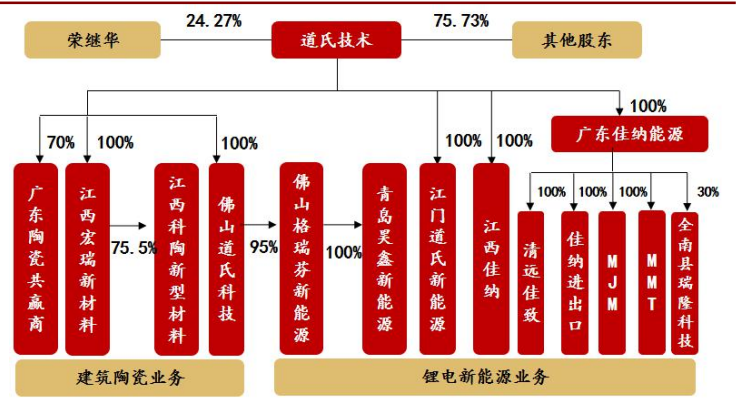
资料来源：公司公告、招商证券

图 12: 公司业务矩阵



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 13: 公司布局结构



资料来源: wind, 招商证券

表 1: 公司行业地位

项目	中伟股份	格林美	华友钴业	佳纳能源
行业地位	第一梯队	第一梯队	第一梯队	第二梯队
2021 年产能规划 (万吨)	20	18	15	5
2020 年度三元前驱体产品收入 (亿元)	56.73	30.86	25.32	8.65
2020 年研发投入占营业收入比例	3.63%	3.92%	1.75%	4.25%
技术实力	主持和参与国家及行业标准制定, 获得国内专利 95 项, 其中发明专利 43 项, 技术中心被认定为国家企业技术中心	累计申请 2181 件专利, 主导、参与制修订国家、行业及地方团体标准 273 件	2020 年新增有效专利 20 项, 参与 28 项国家标准、行业标准制定	累计申请国家专利 187 项, PCT 专利 2 项, 授权 87 项, 其中发明专利授权 43 项; 参与制定国家标准、行业标准 23 项

资料来源: 公司公告, 招商证券

2、锂电材料具备技术、产业链与客户资源优势

公司锂电材料主要包含钴盐、三元前驱体、导电剂和其他产品（如铜产品等），产品协同补充效应明显。1) 三元前驱体 20 年占公司新能源业务收入的 43%，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，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 20 年占公司新能源业务收入约为 8%，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。3) 钴盐 20 年占公司新能源业务收入约为 40%，其中超过一半销售到境外，毛利率较高。

表 2: 公司新能源业务拆分 (亿元)

产品	2020 年度		2019 年度		2018 年度	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
钴盐	8.11	22.76%	5.42	20.94%	8.19	29.22%

三元前驱体	8.65	7.04%	7.90	13.77%	10.70	23.21%
导电剂	1.62	14.47%	2.42	35.47%	2.82	37.28%
其他产品	1.79	34.80%	3.19	38.62%	5.13	-5.38%
新能源业务收入	20.17	16.42%	18.93	22.78%	26.84	21.06%

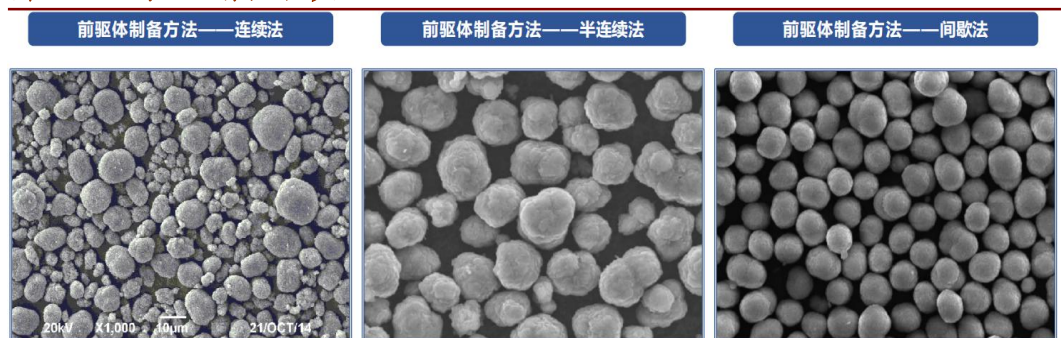
资料来源：公司公告，招商证券

(1) 三元前驱体技术领先，产业链优势明显

公司三元前驱体出货量稳居全国前列，全资子公司佳纳能源拥有先进的湿法冶炼和前驱体制备技术，主要产品为氯化钴、硫酸钴、碳酸钴和草酸钴等钴盐以及三元前驱体，优势明显。**1) 技术优势**，公司是国内最早实现三元前驱体规模化生产的企业之一，掌握了复杂钴料综合处理技术、三元前驱体的合成设计及结构调控技术、高比容量前驱体的掺杂和包覆技术等生产技术，拥有优质小颗粒单晶高镍三元前驱体产品，拥有多个高质量技术发展平台，高镍产品 2021 年出货占比预计将超过 50%。**2) 完整的前驱体产业链优势**，公司已建立了一套包括原材料采购、湿法冶炼、钴盐及三元前驱体的生产和销售在内的完整钴产品产业链。佳纳能源向长期合作的国际公司采购钴精矿或钴中间品等原材料，通过湿法冶炼加工成氯化钴、硫酸钴和碳酸钴等钴盐产品，钴盐可进一步加工为三元前驱体。**3) 客户优势**，公司深度合作厦门钨业、振华新材等三元材料企业。佳纳能源的钴盐出口量常年位于国内前列，长期稳定的国际合作有利于其三元前驱体在国际市场的销售。

新能源汽车市场火爆、三元前驱体供不应求。公司目前产能较为紧张，截至 2021 年 6 月末，公司三元前驱体已实现出货量约为 9 千吨，下半年英德基地生产线将陆续投产，公司三元前驱体销量也会有显著增长。根据公司对 9 个主要客户的未来扩产意愿和扩产计划的统计，预计该等客户到 2025 年合计的三元前驱体需求量约为 85 万吨，公司预计可以取得其中 30 余万吨的市场份额。

图 14：公司三元前驱体形貌



资料来源：公司官网，招商证券

表 3：公司钴盐、三元前驱体核心客户

序号	客户名称	2020 年应收账款余额 (万元)	占比 (%)
1	科恒新能源	4,449.95	6.26
2	ATL	2,577.32	3.63
3	振华新材	1,967.46	2.77
4	丰元股份	1,533.00	2.16
5	厦钨新能	1,363.76	1.92
6	隆能科技	1,164.10	1.64
7	桑顿新能源	1,001.63	1.41

资料来源：公司公告，招商证券

核心产品价升量涨，锁定前驱体市场份额。

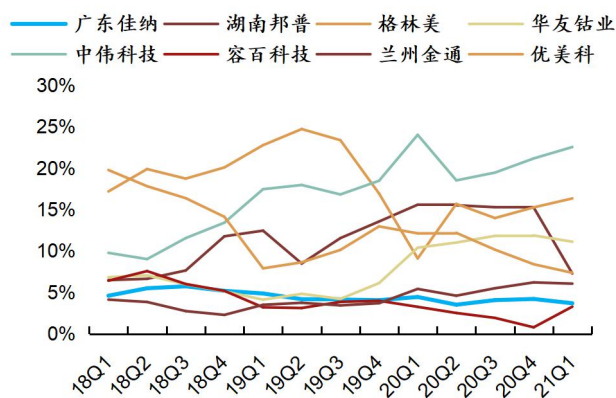
20年疫情过后公司三元前驱体出货量显著增加,21年1季度出货4500吨,同比+120%,相比于19年+41%,在激烈的市场竞争中,行业格局不断发生变化,而公司三元前驱体市场份额长期保持在4%左右。前驱体行业竞争激烈,近两年市场格局变动比较大,很多核心竞争力不足的企业已在激烈的市场竞争中销声匿迹。近两年市场明显向头部企业集中,20年TOP10企业出货量占比为91%,TOP5企业出货量占比为72%,相比19年分别提升了3pct和5pct。21年至今NCM811、622、523前驱体分别涨价13.7%、14.8%、16.4%,3月份价格达到最高点,相对年初分别涨价27.4%、32.5%、36.1%。21年至今硫酸钴和氯化钴分别涨价24.1%和23.9%,3月份价格也达到价格最高点,相对年初分别涨价63.8%和65.7%。

图 15：近三年公司前驱体出货量



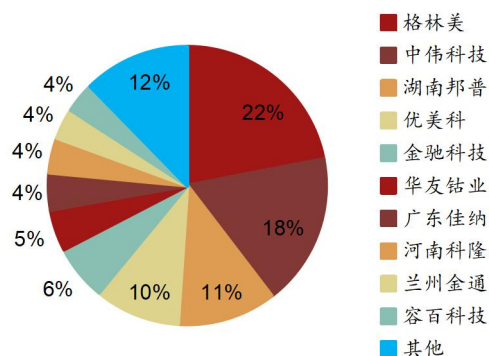
资料来源：GGII，招商证券

图 16：主要三元前驱体公司市场份额变化情况



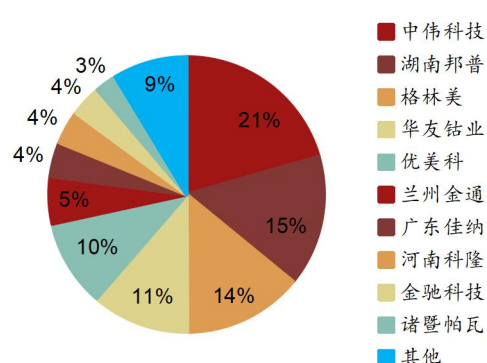
资料来源：wind，招商证券

图 17：2019 年三元前驱体出货量 top10



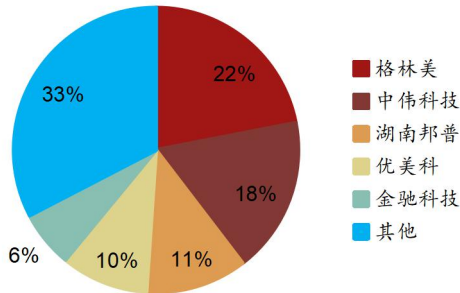
资料来源：GGII，招商证券

图 18：2020 年三元前驱体出货量 top10



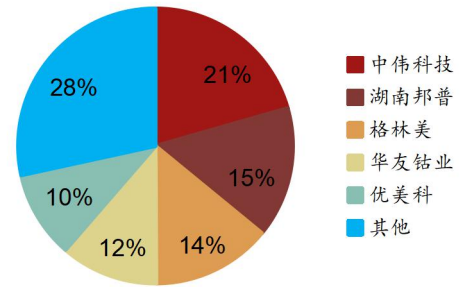
资料来源：GGII，招商证券

图 19: 2019 年三元前驱体出货量 top5



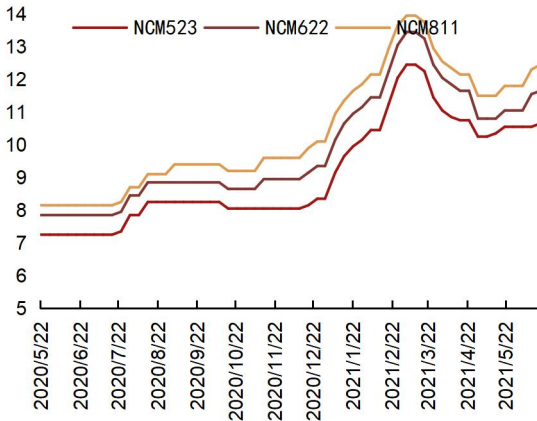
资料来源: GGII, 招商证券

图 20: 2020 年三元前驱体出货量 top5



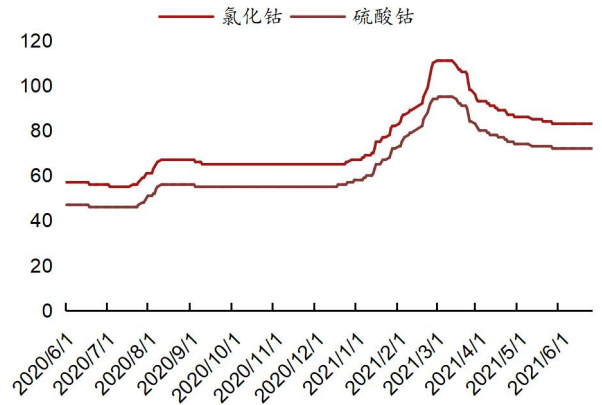
资料来源: GGII, 招商证券

图 21: 三元前驱体出货价格走势 (万元/吨)



资料来源: 鑫椏资讯, 招商证券

图 22: 钴盐价格走势 (元/kg)



资料来源: WIND, 招商证券

(2) 石墨烯和碳纳米管产品品种齐全, 性能优异

公司是石墨烯导电剂全国前二龙头, 全资子公司青岛昊鑫是为数不多的具有天然石墨类材料完整产业链的企业。公司生产的石墨烯产品规格多样, 品种齐全, 包括粉体及浆料两大类产品, 优势突出: **1) 技术优势**, 一是公司在“高导电性石墨烯粉体的批量生产”已持续研究多年, 积累了较丰富的技术经验, 已成功实现了高导电性石墨烯粉体及浆料的批量生产, 是石墨烯粉体及导电剂的主要生产厂家之一; 二是公司开发的高导电性碳纳米管导电浆料具有优异的导电性能, 可以显著降低极片内阻, 提高电池比容量以及倍率性能。该产品已经通过比亚迪、南都锂电、芜湖天弋等国内知名动力电池厂家的评估和认证, 并规模化销售。**2) 客户优势**, 公司产品丰富, 能全面覆盖下游小型动力电池、动力电池、储能电池、3C 数码电池类型厂商客户, 与主要竞争对手天奈科技和卡博特主要产品均有相应对标产品, 有较强的市场竞争实力, 公司深度绑定比亚迪、南都电源、江苏海四达电源、骆驼集团和中航锂电等。

根据 GGII 预计, 中国动力电池用碳纳米管导电剂渗透率将由 2018 年的 31.8% 提升至 2023 年的 82.2%, 增长空间巨大。再加上数码电池和硅基负极等领域对碳纳米管导

电剂的需求,预计未来5年全球碳纳米管导电浆料需求量将保持40.8%的复合年均增长率,需求量将由2018年的3.44万吨提升至2023年的19.06万吨。

图 23: 公司石墨烯和碳纳米管产品



资料来源: 公司官网, 招商证券

表 4: 公司导电剂产品系列

正极体系类型	青岛昊鑫主要型号	应用领域
高电压 3C 电池, 钴酸 锂体系	NS-G (高纯, 管径 8-10, 固含量 5.3%)	3C 数码电池
常规电压 3C 电池, 三元体系	NS-H (管径 10-15, 固含量 6%)	3C 数码电池
小型动力电池, 三元体系	NS-I (纯化, 管径 8-10, 固含量 5.3%)	小型动力电池、动力电池、3C 数码电池
3C 电池, 动力电池, 三元体系	NS-J (高纯, 管径 8-10, 固含量 5.3%)	3C 电池, 动力电池,
动力电池, 三元体系	NS-K (阵列管, 管径 4-7, 固含量 4.3%)	动力电池
动力电池, 三元体系	NS-L (少壁, 管径 5nm, 固含量 3.3%)	动力电池
动力电池, 铁锂体系	G7 (石墨烯复合, 固含量 6%)	储能电池
储能电池, 铁锂体系	G6 (石墨烯复合, 固含量 6%)	储能电池
储能电池, 铁锂体系	NS-M (管径 40-60nm, 固含量 6%)	储能电池
储能电池, 铁锂体系	G6-N (石墨烯复合, 固含量 10%)	储能电池

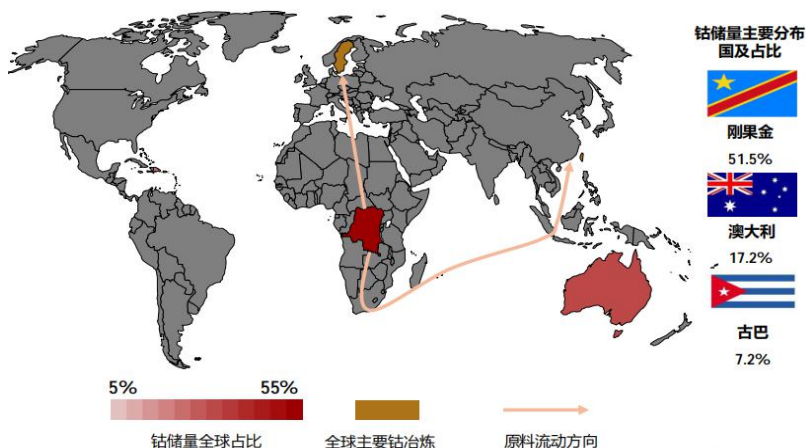
资料来源: WIND, 招商证券

(3) 向上布局钴资源, 核心供应链优势明显

上下游一体化, 产业布局优势明显。佳纳能源向上布局刚果(金)钴中间品, 于2018年收购刚果 MJM 项目, 目前公司在刚果金拥有矿权和租赁矿权, 2021 年增资刚果 MMT 项目, 保障钴资源供应。钴储量分布集中在刚果金、澳大利亚和古巴, 钴加工集中在中国和芬兰。刚果金政局不稳定, 且钴资源把持在少数巨头手中, 保障钴供给极具战略意义。2020 年, 全球 51.5% 的钴储量集中在刚果金, 其全球产量占比高达 73%。中国是全球的正极材料制造中心, 钴消费全球占比高达 53%。

随着新能源汽车市场的不断增长, 作为动力电池重要原材料的钴、镍的用量也不断增大, 动力电池行情看涨, 带动了钴、镍等稀缺金属的价格上涨, 因此无钴储备的企业成本压力较大, 公司在本次的钴盐涨价潮中斩获了明显的成本优势。

图 24：全球钴资源分布地图



资料来源：安泰科，招商证券整理

3、国内唯一全品类釉面材料上市公司，行业领先

陶瓷釉面材料行业竞争激烈，上规模企业较少。釉面材料是建筑陶瓷的主要原料之一，但由于其生产进入门槛低，产业集中度低，绝大多数企业的生产品种单一、地域性强、规模小，因此普遍经济实力弱、研发能力不高。根据行业协会的相关统计数据显示，目前全国规模以上的色釉料企业约有 500 多家，主要分布在全国的三大陶瓷产区：广东佛山陶瓷产区 118 家，广东潮州陶瓷产区 74 家，山东的淄博陶瓷产区 125 家，三大产区共有色釉料企业 317 家，占全国规模以上色釉料企业的 70% 以上。

推动公司釉面材料快速发展的主要因素：1) 上游客户倾向于合作上规模的釉面材料企业，上游建筑陶瓷产业集中度的提高，导致单个建筑陶瓷企业的规模快速增大，为了保证其生产的稳定性和可持续性，要求供应商规模向大型化发展，有利于目前规模较大的釉面材料企业；2) 更加考验企业的创新研发能力，建筑陶瓷产业逐渐进入平稳发展期，市场竞争的日趋加剧对其产品创新提出了更高的要求，而产品的创新中釉面的表现又占有很重的份量，因此导致具有较强研发能力的釉面材料企业受益。

公司是国内釉面材料龙头，具备多重竞争优势。1) **研发优势**，公司注重技术研发，目前已经掌握了新型釉面材料的基础性技术，并参与了一些国家标准的制定。2) **客户优势**，公司战略合作鹏控股、马可波罗、新明珠、金意陶、新中源等著名陶瓷企业。3) **规模优势**，公告销售规模和销售数量都居于行业前列。4) **产品优势**，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。陶瓷墨水、全抛印刷釉、基础釉产品特点为通用性强、产品周期长、技术含量高、市场容量大，由此公司的产品结构有助于公司抵御市场风险、促进业务持续增长、保持较强的持续盈利能力。

当前建筑陶瓷市场大板、岩板的升级换代大潮已起，公司迅速响应，充分发挥在实现高灰度打印性能等方面的优势，助力下游陶瓷企业实现生产工艺升级，实现无水化、标准化、智能化和柔性化，有望在行业技术升级过程中打开新的成长空间。公司的釉面材料销售主要采用短期订单形式，即客户与公司签订年度销售合同，客户根据其生产需要，随用随订。根据公司统计，截止 2021 年 6 月 30 日，公司陶瓷材料业务收入约 6.3 亿

元，同比增长约 107%。目前新产品推广进展顺利，预计下半年仍将保持稳定增长的趋势。

表 5：公司陶瓷板块收入和利润情况（亿元）

项目	2021 年 1-3 月	2020 年度	2019 年度	2018 年度
营业收入	1.57	8.50	8.14	8.65
营业成本	1.11	5.74	5.63	5.72
利润总额	-0.08	0.52	0.61	0.29

数据来源：公司公告，招商证券

4、产能提升、管理提质，转折已到、未来已来

（1）加码新能源，产能扩张，进入高速成长期

紧跟产业规律，积极扩产。三元前驱体是非标材料，不同厂家、不同品种的技术要求会有差异，在正式使用三元前驱体产品前，客户还需要进行小试认证、中试批量认证等过程，时间较长，因此客户粘性较高，这是三元前驱体市场销售特征。三元前驱体产品的市场需求增长较快，市场竞争又较为激烈，产能建设适当提前是适应高速增长市场的切实需要，因此生产规模会逐渐成为影响销售规模的关键因素之一，也是三元前驱体产品的市场竞争特点之一。

目前公司在英德已有 3.2 万吨的三元前驱体产能，在建和拟改扩建的项目完工后，2021 年产能将达到约 5 万吨；目前，在英德和龙南分别有 6 万吨和 10 万吨的建设项目已完成备案，在完成相关必要审批手续后将进入正式建设阶段。

公司基础扎实，有望快速提高三元前驱体产能。1) 原材料供应方面，佳纳能源与钴盐、镍盐供应商有良好的合作基础，可保障清洁稳定的原料供应。在钴盐镍盐等配套上，佳纳能源的配套齐全，可节省三元前驱体生产所用原料的结晶成本及运输成本。2) 产线配套方面，佳纳能源拥有全面的生产工艺流程，具备丰富的生产运营经验，后续可配合各种生产工艺需求调整，比如 BATCH，SEMI-BATCH，CSTR，具备实现多规格产品的大规模生产的基础。3) 管理团队方面，佳纳能源拥有稳定的管理团队，且多为技术出身，从业经验丰富，具有国际化运营视野。

表 6：三元前驱体及钴/镍盐扩产规划

项目名称	三元前驱体产能	产能类型	配套镍钴产能
英德基地(Y1)	12,000	已备案，年底完成由 7000 吨到 12000 吨的改造	
英德基地(Y2)	5,000	已投产	配套 5000 吨金属量钴盐、
英德基地(Y3)	10,000	已投产	3000 吨金属量镍盐
英德基地(Y6)	10,000	已投产	
英德基地(Y8)	12,000	建设中，年底投产	
英德三期项目	60,000	已备案	配套 1 万吨金属量钴盐
龙南基地	100,000	已备案	配套 2 万吨金属量钴盐、3 万吨金属量镍盐
合计	209,000	-	-

数据来源：公司公告，招商证券

表 7：一线前驱体厂家扩产计划

公司	扩产计划
中伟股份	2020 年期末形成 11 万吨三元前驱体、2.5 万吨四氧化三钴产能； 预计到 2021 年底公司产能将超过 20 万吨； 预计到 2025 年公司产能将超过 50 万吨。
华友钴业	2020 年建成控制产能三元前驱体产能 10 万吨（华友新能源 1.5+华海 4+浦项合资 0.5+LG 合资 4），有定增 5 万吨高镍三元在建； 预计 3-5 年内建成自有产能 15 万吨合资产能 13 万吨。
格林美	2020 年底拥有 13 万吨三元前驱体产能； 预计 2021 年底达到 18 万吨； 2025 年 40 万吨三元前驱体、3.5 万吨四钴产能

(2) 多措并举，全面提升企业竞争力

1) 加强集团化管控，成立战略发展部，制定公司中长期战略规划；推动财务部信息化改革，强化财务管理能力；成立研究院、精益制造部、项目发展中心、信息系统部，建立科学有效的公司决策机制、市场快速反应机制和风险防范机制。**2) 加大信息化建设力度**，优化财务管理和人力资源管理等等系统，打造综合信息管理平台，提升集团管理效率，推进公司各项业务协同发展。**3) 创新驱动，全面提升研发水平**，持续加大研发投入，引进研发人才，不断提升技术水平和产品品质，全面提高公司自主创新能力。**4) 加强引进及培养人才力度**，重点培养或引进目前业务发展亟需的研发人才、技术人才、管理人才、营销人才，并继续引进具有国际视野、掌握先进技术的高级复合型管理人才，实现人力资源的最优化配置，提升企业人力资源的整体素质。**5) 产融结合，授权子公司独立发展**，道氏技术作为母公司，将通过资本运作引进国际/国内具有品牌影响力、市场影响力、强研发实力和背景的战略股东，为子公司的发展保驾护航。**6) 优化激励机制**，一方面公司设置合理的阶段目标和绩效指标，建立全面细致的内部控制程序；另一方面制定股权激励机制，将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，以吸引和留住优秀人才，充分调动公司及子公司管理人员及核心业务人员的工作积极性。

三、投资建议与风险提示

投资建议：

1、盈利预测

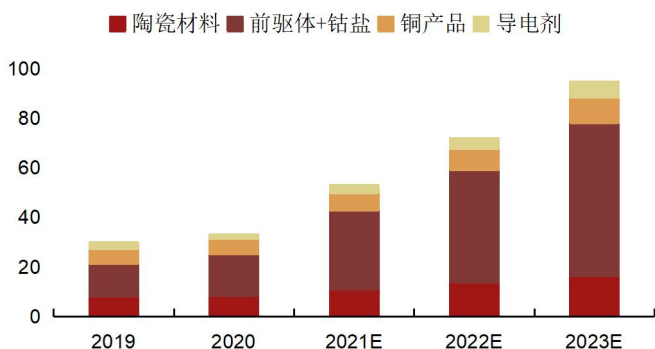
(1) 新能源材料，公司新能源材料包括三元前驱体、导电剂、钴盐和铜产品，目前已经具备 3.2 万吨三元前驱体产能，21 年、22 年产能将分别达到 5 万吨、15 万吨，同时配套钴镍产能，产能快速提升叠加行业需求旺盛，销售将快速起量，我们预计 21、22 年，公司三元前驱体销量将分为达到 1.9 万吨、3 万吨，钴盐销量将分别达到 1 万吨、1.3 万吨，铜产品销量将分别达到 1.2 万吨、1.5 万吨，导电浆料销量将分别达到 1 万吨、1.4 万吨，其中三元前驱体和钴盐合计贡献利润约 2.5 亿元、3.6 亿元，铜产品贡献利润约 1.2 亿元、1.4 亿元，导电剂贡献利润约 0.7 亿元、1.3 亿元。

(2) 陶瓷釉面材料，当前建筑陶瓷市场大板、岩板的升级换代大潮已起，公司凭借规

模、品牌以及研发优势在传统陶瓷板块也将迎来明显增长，截止 2021 年 6 月 30 日，公司陶瓷材料业务收入约 6.3 亿元，同比增长约 107%。我们预计 21、22 年，公司陶瓷材料销量将分别达到 1.5 万吨、1.7 万吨，贡献利润约 0.8 亿元、1 亿元。

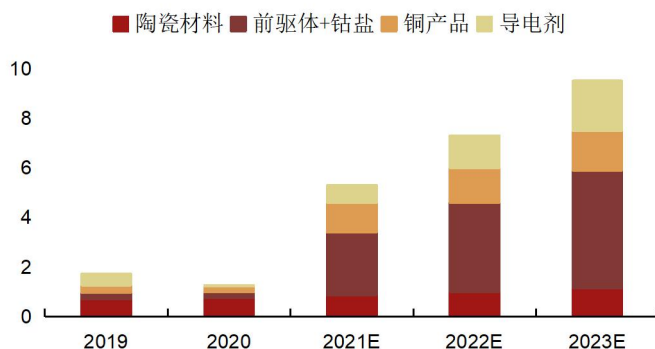
公司产品规模优势将进一步提升，布局上游钴、镍资源的一体化成本优势将进一步凸显，未来将充分享受行业高速增长红利，我们预计 21-23 年，公司将分别实现盈利 5.3/7.3/9.5 亿元。

图 25：道氏技术营收预测（亿元）



资料来源：WIND、招商证券

图 26：道氏技术盈利预测（亿元）

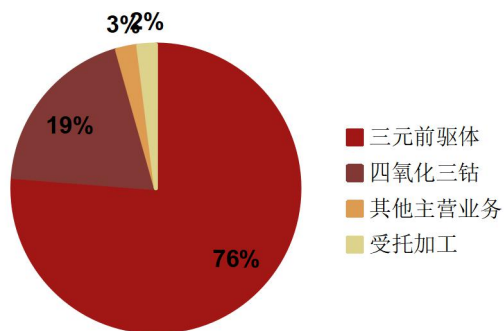


资料来源：WIND、招商证券

2、关于估值

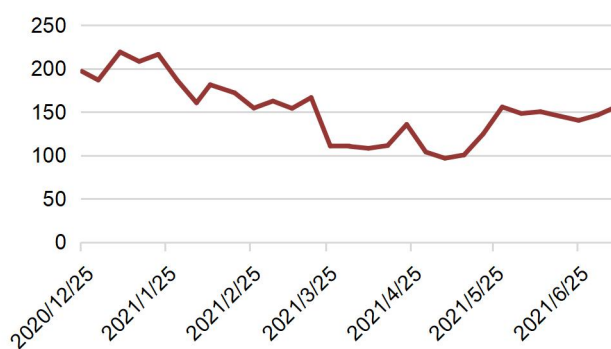
1) 三元前驱体方面，参照行业头部企业中伟股份和格林美，中伟股份 PE 在 100-200X 之间，格林美 PE 在 40-100X 之间。我们预计 22 年，公司新能源材料中，三元前驱体、钴盐和铜产品贡献的利润约为 5 亿元，考虑到公司未来将享受行业高增长估值水平，但是短期内和头部企业仍会存在一定差距，因此取 40XPE，对应市值¹为 200 亿元。

图 27：中伟股份营收结构



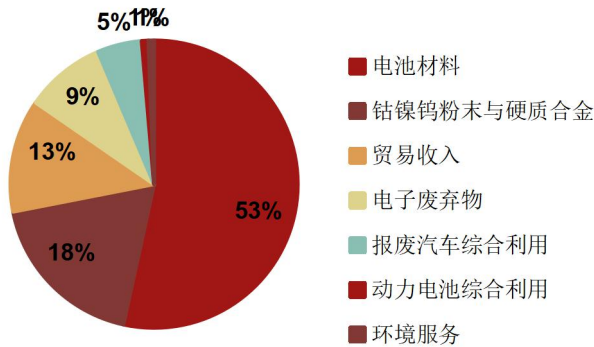
资料来源：WIND、招商证券

图 28：中伟股份历史 PE



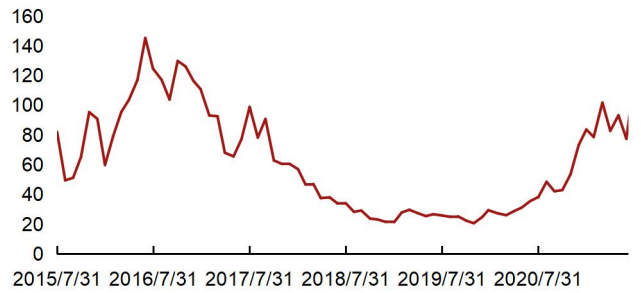
资料来源：WIND、招商证券

图 27: 格林美营收结构



资料来源: WIND、招商证券

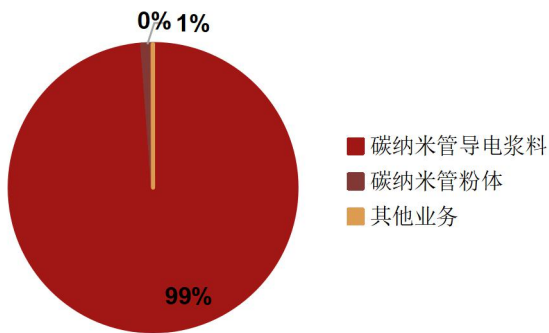
图 28: 格林美历史 PE



资料来源: WIND、招商证券

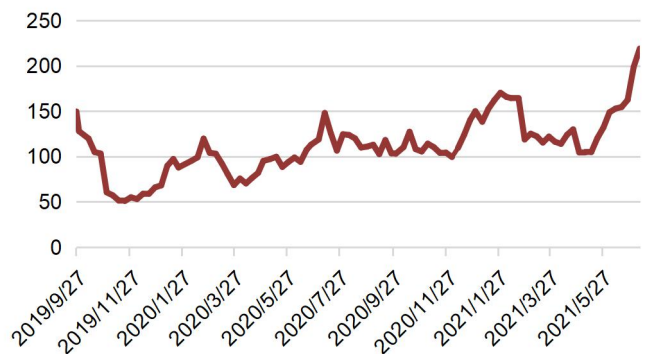
2) 导电材料方面, 参照行业龙头天奈科技, 其 PE 在 60-150X 之间, 总市值约 350 亿元。我们预计 22 年, 公司新能源材料中, 导电材料贡献的盈利约为 1.3 亿元, 考虑到公司未来将享受行业高增长估值水平, 取 60XPE, 对应市值²为 78 亿元。

图 29: 天奈科技营收结构



资料来源: WIND、招商证券

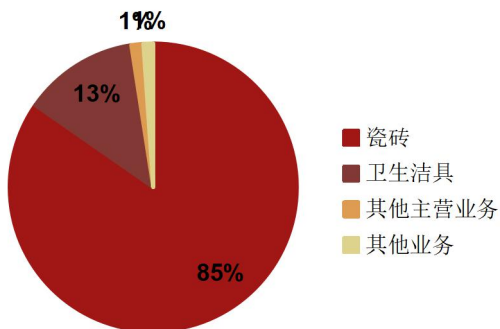
图 30: 天奈科技历史 PE



资料来源: WIND、招商证券

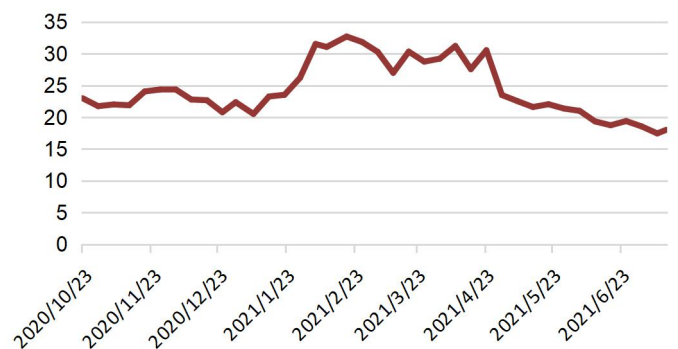
3) 陶瓷釉面材料方面, 参照建筑陶瓷企业东鹏控股, 其 PE 在 20-30X 之间, 总市值约 170 亿元。我们预计 22 年, 公司新能源材料中, 陶瓷釉面材料及其他业务贡献的利润约为 1 亿元, 取 20X PE, 对应市值³为 20 亿元。

图 31: 东鹏控股营收结构



敬请阅读末页的重要说明

图 32: 东鹏控股历史 PE



资料来源：WIND、招商证券

资料来源：WIND、招商证券

综上，通过拆分公司不同板块的业务，分别给予不同的估值，22 年三元前驱体+钴盐+铜产品/导电剂/陶瓷材料板块对应估值分别为 200/78/20 亿元，因此 22 年公司 7.3 亿利润对应目标市值为 298 亿元，对应合理目标价格 53 元，21 年将是公司经过几年调整之后，业绩高速增长起点，未来将充分受益于电动汽车市场化大趋势。

维持“强烈推荐-A”投资评级。

风险提示：

1、行业增速低于预期

目前公司的产能规划主要基于新能源行业的快速增长，行业增速会受到全球经济波动风险、国内政策及经济波动风险等的影响，可能会出现增速不及预期的情况，低于预期会造成产品价格波动影响盈利水平。

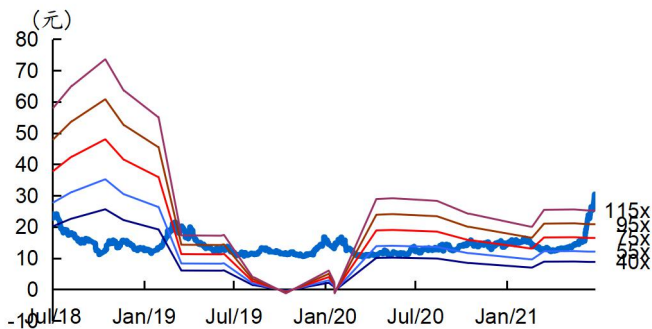
2、三元前驱体产能释放不及预期

公司现有产能及销售规模较公司提出的扩产规划有较大的差距，由于全球经济波动的风险、锂电池行业波动的风险、新能源汽车和动力电池及三元正极材料相关技术迭代风险、竞争加剧的风险、主要客户经营情况大幅波动的风险等，均会对公司锂电池材料业务战略规划实现造成直接的影响；另外公司运营的主观风险，如产能投放不及预期的风险、筹资不能及时到位的风险、公司经营管理的风险、产品生产加工的风险等，也会对公司规划产能释放造成影响。

3、管理需持续改善

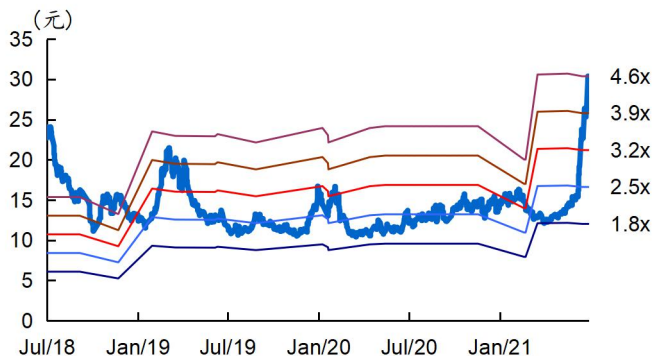
公司近年管理方面大幅度改善，经营策略更加清晰，未来仍需在内部管控长期规划等方面做更详细更明确的改善。

图 33：道氏技术历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 34：道氏技术历史 PB Band



资料来源：贝格数据、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	565.4	224.2	31.3	22.7	17.4
PB	5.5	5.5	5.4	4.5	3.8
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，4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，3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。