

冉冉升起的新能源车核心材料新星

■ **建筑陶瓷领域龙头企业，冉冉升起的新能源车核心材料新星。**公司2007年成立后发展迅猛，2014年成功上市，主营业务专注于建筑陶瓷领域。2016年至今三年间，公司快速、精准布局新能源材料业务，已成功收购江西宏瑞100%股权、青岛昊鑫55%股权以及广东佳纳能源51%股权，近期拟进一步收购佳纳能源和青岛昊鑫剩余股权，体现出极强的产业整合能力和战略执行力。考虑到陶瓷主业经营状况稳定，钴、锂、石墨烯和碳纳米管导电剂等新能源车核心材料业务冉冉升起，公司穿越周期的成长性逐步凸显。

■ **国内建筑陶瓷领域龙头企业，陶瓷釉料和墨水业务整体保持稳定。**公司目前具备基础釉年产能5万吨，全抛印刷釉年产能6.2万吨，陶瓷墨水年产能约1万吨。尽管陶瓷行业整体增速趋缓，公司业务仍具有一定成长性。一是IPO和定增募投项目逐步投产，产销仍有增长；二是公司产品整体定位高端，核心产品陶瓷墨水毛利率超过40%，产品结构优化仍有空间。

■ **新能源车核心材料领域实现纵深布局，资源保障和技术优势显著，成长性较强。**钴方面，佳纳能源已具备6,000金属吨钴盐以及1.2万吨三元前驱体产能，且刚果金钴铜资源保障实力雄厚，2018年下半年MJM有望形成2,000吨粗钴以及6,000吨电解铜产能，我们预计未来整条产业链仍具备较大扩产潜能。锂方面，与江钨集团合资成立江西红锂保障锂云母资源供应，锂云母综合开发利用产业化项目稳步推进，建成后将年产电池级碳酸锂8,500吨以及工业级碳酸锂1500吨。石墨烯方面，青岛昊鑫1万吨石墨烯和碳纳米管导电剂项目稳步推进，已成为比亚迪、国轩高科的主力供应商，业绩步入加速期。

■ **投资建议：“买入-A”投资评级，6个月目标价为51.69元。**不考虑增发的情形下，我们预计公司2018~2020年EPS分别为1.83、2.48、3.39元。若考虑增发，我们预计公司2018年备考净利润为6.44亿元，备考市值为92.1亿（截至6月22日），备考PE仅为14.3倍。考虑到新能源车行业有望实现持续高景气，公司在新能源车核心材料领域资源、技术实力雄厚，产能扩张潜力较大，成长性较强，备考情形下我们给予2018年20x PE，对应6个月目标价51.69元。

■ **风险提示：**1) 增发收购失败；2) 刚果金钴中间品项目建设不及预期；3) 新能源车政策及销量不达预期；4) 钴价上涨低于预期。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	803.7	1,695.6	4,913.6	6,516.3	8,760.4
净利润	101.1	152.1	392.5	534.2	729.9
每股收益(元)	0.47	0.71	1.83	2.48	3.39
每股净资产(元)	5.45	6.11	7.72	9.69	12.34

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	78.6	52.3	20.3	14.9	10.9
市净率(倍)	6.8	6.1	4.8	3.8	3.0
净利润率	12.6%	9.0%	8.0%	8.2%	8.3%
净资产收益率	8.6%	11.3%	26.2%	26.3%	27.1%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	18.6%	22.9%	29.8%	26.2%	30.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

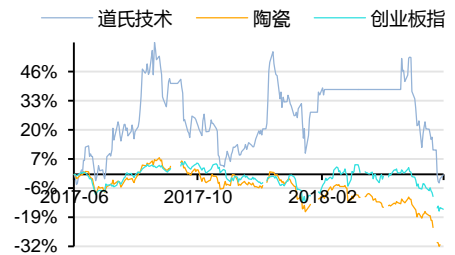
投资评级 **买入-A**
首次评级

6个月目标价：**51.69元**
股价(2018-06-25) **37.69元**

交易数据

总市值(百万元)	8,103.35
流通市值(百万元)	4,948.20
总股本(百万股)	215.00
流通股本(百万股)	131.29
12个月价格区间	36.03/60.01元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.85	-16.81	18.96
绝对收益	-27.16	-27.67	4.09

齐丁 分析师
SAC 执业证书编号：S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

黄孚 报告联系人
huangfu@essence.com.cn

相关报告

图表目录

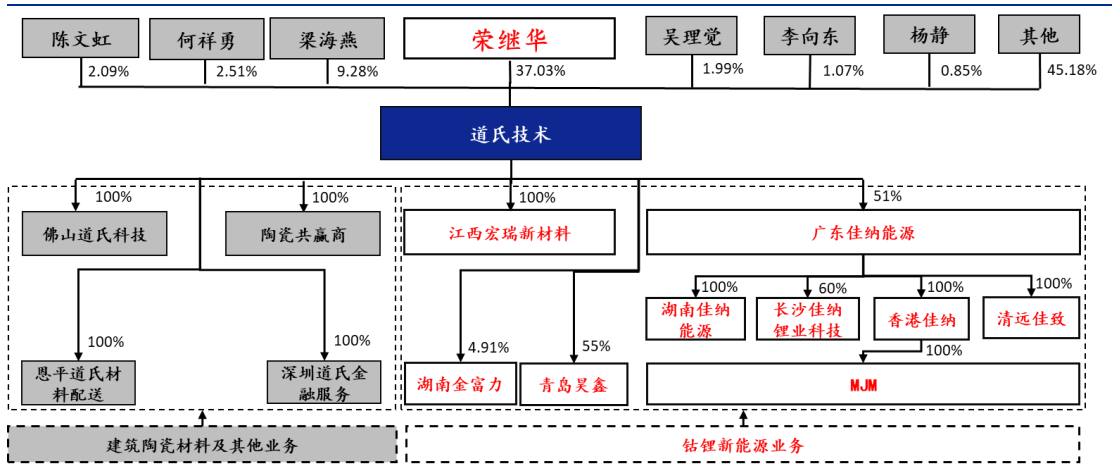
图 1: 道氏技术股权结构 (2018 年 3 月底)	4
图 2: 道氏技术注重研发投入	5
图 3: 公司具备极强的新能源产业整合能力	5
图 4: 2017 年道氏技术营收构成	6
图 5: 2017 年道氏技术毛利润构成	6
图 6: 公司 2014-2017 年净利润情况	6
图 7: 新能源产业布局	7
图 8: 我国瓷砖产量增速趋缓	9
图 9: 公司陶瓷材料业务主要技术、产品	9
图 10: 公司陶瓷墨水装机量情况	10
图 11: 公司釉面材料销量情况	10
图 12: 公司陶瓷墨水毛利率较高	10
图 13: 佳纳能源当前股权结构	11
图 14: 电池材料产业链利润分布呈“微笑曲线”	12
图 15: 刚果金钴资源优势明显, 产量独步天下	12
图 16: 2018 年以来 MB 价格持续上涨	15
图 17: 青岛昊鑫目前股权结构	16
图 18: 锂电池原料成本构成	17
图 19: 碳纳米管和石墨烯带导电剂接触面更大更灵活, 提升导电性能	17
图 20: 2017 年青島昊鑫客户结构	18
表 1: 道氏技术部分子公司经营情况	7
表 2: 公司三期股权激励方案情况	7
表 3: 陶瓷釉料市场主要参与主体	8
表 4: MJM 产品产销情况	13
表 5: MJM 盈利情况	13
表 6: 佳纳能源主要产品	14
表 7: 佳纳能源生产经营情况	14
表 8: 青岛昊鑫产品产能情况	16
表 9: 新型锂电池导电剂空间测算	18
表 10: 青岛昊鑫盈利预测	19
表 11: 道氏技术盈利预测核心假设	20
表 12: 可比公司市盈率估值 (不考虑增发, 截至 2018 年 6 月 22 日)	20

1. 立足陶瓷主业，向新能源车核心材料供应商积极转型

1.1. 公司概况

公司成立于 2007 年 9 月，2014 年 12 月在深交所上市。上市之初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，其中陶瓷墨水一直是公司核心产品，规模优势和技术优势明显，行业地位突出。2016 年开始，公司依托在原有陶瓷建筑材料方面的技术积累，积极拓展新能源材料业务，通过重组控股了昊鑫新能源、佳纳能源和宏瑞新材料，截至目前，公司已具备新能源材料产业链整体配套能力，业务涵盖钴金属、三元前驱体、电池级碳酸锂、氢氧化锂、石墨烯、碳纳米管添加剂等领域，并同时研发突破了硅炭负极、金属锂粉等关键材料制备技术。

图 1：道氏技术股权结构（2018 年 3 月底）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

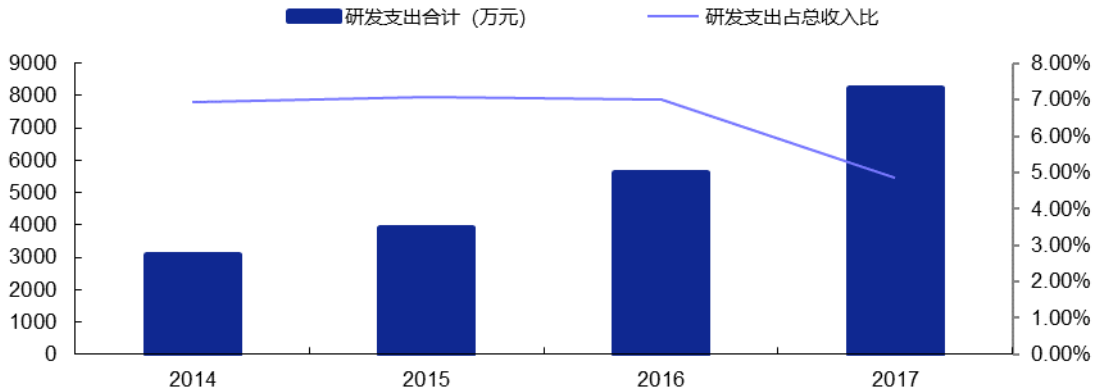
实际控制人为公司董事长荣继华，技术人才储备扎实。截至 2018 年 3 月 30 日，董事长荣继华持有上市公司 37.03% 股份，为实际控制人，梁海燕持有公司 9.28% 股份，为第二大股东。截至 2017 年底，公司在职人员共 1566 人，技术人员占 27.6%，博士共 10 人，技术人才储备较为扎实。公司及下属公司（佳纳能源、道氏科技、宏瑞新材料及昊鑫新能源）均已通过高新技术企业认定，拥有一批具有核心竞争力的专利能力，在各自行业均有较强的技术优势。

1.2. 向新能源车核心材料积极转型，产业整合和战略执行力极强

陶瓷釉料行业国内唯一的上市公司，注重技术创新，战略执行力强。国内陶瓷行业集中度程度较低，各类相关企业有 2000 多家，多数企业以仿制某一种或几种产品为主，生产规模、产品技术和附加值普遍较低，缺乏自主开发和创新能力，鲜有企业能真正做到真正的产品差异化。公司成立于 2007 年，仅用 7 年时间，从数千家陶瓷釉料企业中脱颖而出，成为陶瓷釉料行业国内唯一的上市公司。

一是公司本身具备技术优势，董事长科班出身，在陶瓷材料行业具备较强的专业素质。二是公司较强的战略眼光和战略执行力，一直强调研发创新。2017 年归母净利润为 1.52 亿，而研发总支出就为 8220 万，占总收入比例达 4.85%，在 2014-2016 年间这一比例稳定在 7% 左右。也正是有赖多年对研发的持续投入，公司产品品质和客户结构明显优于同行，在一个竞争激烈的行业中长年保持 30% 以上的高毛利率。

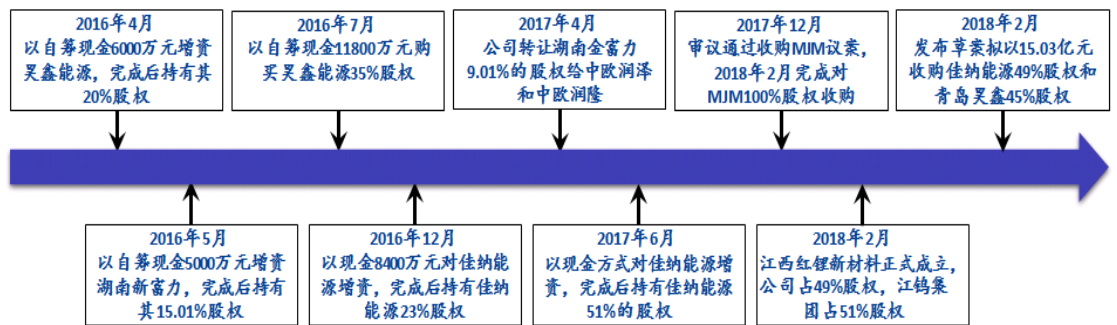
图 2：道氏技术注重研发投入



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

公司具备极强的新能源产业整合能力。一是公司具备较好的战略眼光，从 2016 年开始逐步布局锂电产业，目前已在锂、钴、导电剂等锂电关键材料和重点企业上实现了布局。二是公司整合效率较高，2016 年 12 月首次对佳纳能源增资，2017 年 6 月二次增资，以及 2017 年 12 月完成对 MJM 100% 股权的收购。在一年左右的时间里基本把佳纳能源、MJM 的股权理顺，体现了公司较强的产业整合能力。公司在陶瓷业务上和新能源产业上所体现的战略眼光和执行力是公司得以实现持续扩张的核心竞争力，

图 3：2016 年至今三年间，公司在新能源车核心材料领域实现了快速、精准的纵深布局



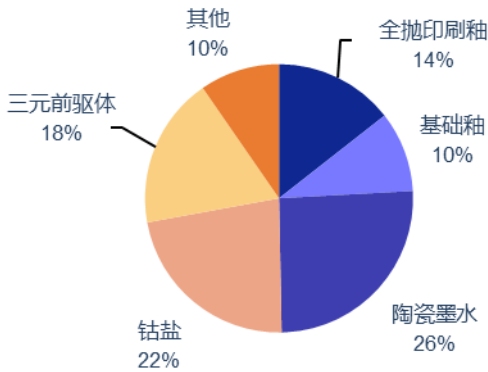
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司近期公告，拟收购佳纳能源 49% 股权及青岛昊鑫 45% 股权，新能源产业布局持续推进。公司向远为投资、新华联等发行约 3024.6 万股购买其合计持有的佳纳能源 49% 股权（作价 13.23 亿元），拟向王连臣和董安钢发行 370.4 万股及向魏晨支付 1800 万现金购买其合计持有的青岛昊鑫 45% 股权（作价 1.8 亿元）。交易完成后佳纳能源和青岛昊鑫将成为道氏技术的全资子公司。本次收购方案一是延续了公司坚定布局新能源材料业务的战略。二是佳纳能源 49% 股权一旦收购完成，原佳纳能源股东远为投资、新华联和上市公司的利益诉求有望理顺，有益业绩释放。三是此前资金端偏紧制约了佳纳能源业务扩张，被完全收购后，佳纳能源和青岛昊鑫均可依托上市公司良好的融资能力，最大化其业务扩张能力和盈利水平。

1.3. 陶瓷业务稳固，新能源材料起势，产业布局穿越周期

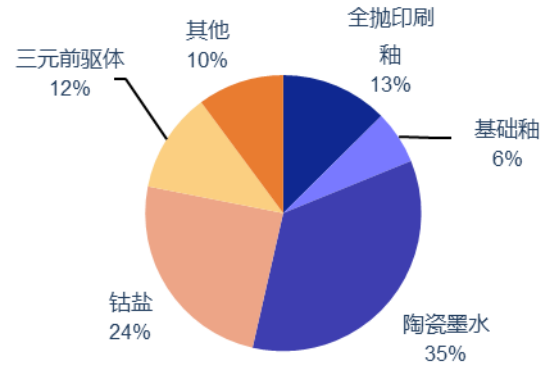
陶瓷业务经营稳定。2017 年公司实现营业总收入 16.96 亿元，同比增长 110.99%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.52 亿元，同比增长 50.4%。从构成来看，陶瓷材料业务仍占据主体，2017 年公司实现了 16.48 万吨釉面材料的销售，陶瓷墨水+釉料的营业收入占公司总收入的 50%，毛利占比达 54%。公司陶瓷业务的特点在于其产品的高毛利率，给予公司较好的业绩和现金流支撑，且 IPO 募投项目达产后产量还有增产空间。但陶瓷材料行业自身的产业周期决定了行业增长空间有限，公司已成为该行业的龙头企业，进一步提升的空间亦有限，因此未来并非是推动业绩持续增长的关键。

图 4：2017 年道氏技术营收构成



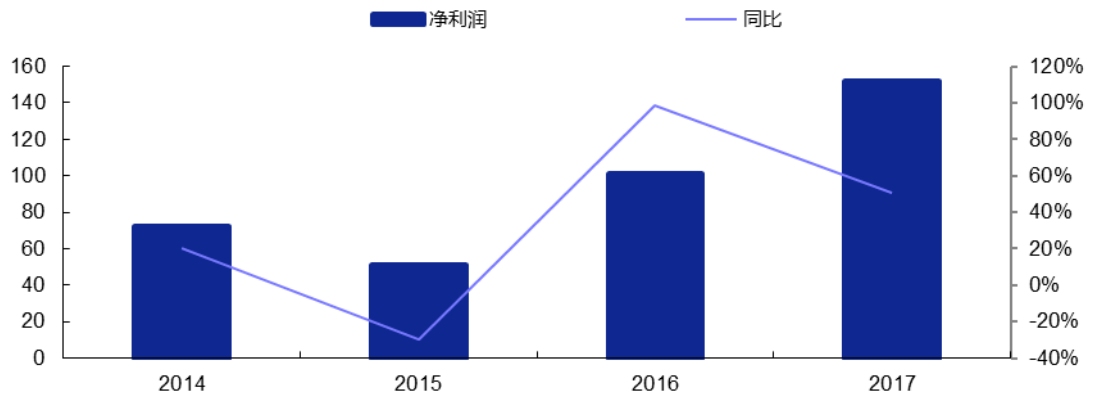
资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 5：2017 年道氏技术毛利润构成



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

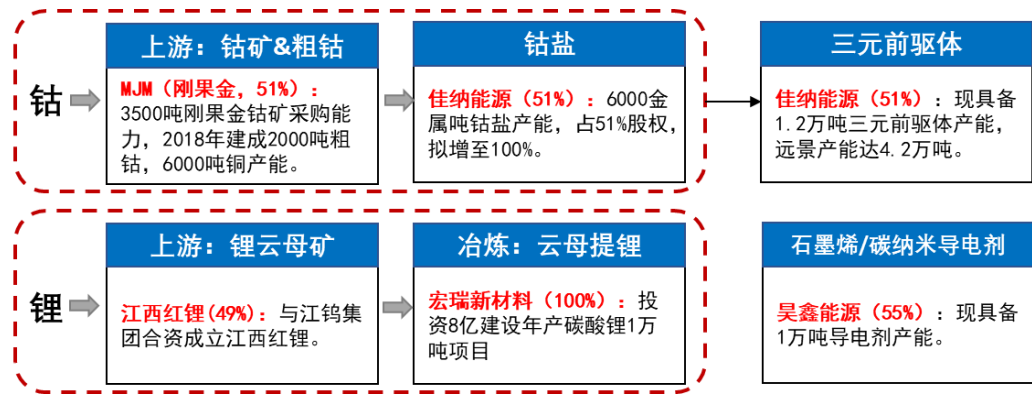
图 6：公司 2014-2017 年净利润情况（百万）



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

围绕新能源核心材料的布局已初露峥嵘，有望充分享受新能源景气周期。2017 年公司新材料业务布局逐步成型，已开始贡献利润，三元前驱体+钴盐业务对毛利润的贡献已达 36%。随着传统汽车全面布局新能源汽车，全球汽车电动化趋势较为确定，钴、锂等关键材料的景气周期仍在延续，公司目前持有江西宏瑞 100% 股权（主营云母提锂）、青岛昊鑫 55% 股权（主营动力电池石墨烯导电剂）以及广东佳纳能源 51% 股权（主营钴业务），三家公司在各自行业均有较强竞争力，有望充分享受新能源景气周期，从而穿越陶瓷材料业务固有的产业生命周期。

图7：新能源产业布局



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表1：道氏技术部分子公司经营情况

子公司情况	股权比例	业务	2016		2017	
			收入 (百万)	净利润 (百万)	收入 (百万)	净利润 (百万)
佳纳能源	51%(拟增至 100%)	钴及前驱体	688.21	31.7792	1349.6	237.7
MJM	51%(拟增至 100%)	钴精矿&粗钴	219.5	12.18	722.79	81.55
江西宏瑞	100%	陶瓷釉料&锂	123.39	16.44	154.7	20.0
青岛昊鑫	55%	石墨烯导电剂	62.368	17.22	113.0	24.0
佛山道氏科技	100%	陶瓷业务	99.43	13.1	173.5	18.6

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.4. 股权激励覆盖面广，激励充分

2017 年公司对员工授予了三期股票期权，覆盖了包括副总高继雄、财务总监吴伟斌、中级管理人员、核心业务人员等共 144 名员工，占公司 2017 年总职工人数的 9.2%，覆盖面较广。同时授予股份的数量占到公司当前总股本的 4.56%。从行权的业绩考核条件来看并不算严苛，2017 年青岛昊鑫实现净利润 2226.36 万元，佳纳能源实现净利润 2.38 亿元，均已超过 2017 年利润考核目标。总体看，公司较为慷慨且覆盖面广的股权激励有望充分调动员工工作积极性以及加强公司凝聚力。

表2：公司三期股权激励方案情况

期数	授予日	授予对象	授予数量 (万股)	行权价格	行权条件&业绩考核		
					公司层面	青岛昊鑫	佳纳能源
第一期	2017/06/22	高继雄 (副总)、吴伟斌 (财务总监)、中级管理人员、核心业务人员以及董事会认为需要激励的相关人员 (84 人)	390.39	35.39	以 2016 年净利润为基数，2017、2018、2019 三个行权期当期净利润增长率分别不低于 30%、69%、119%		
第二期	2017/09/06	管理人员、核心业务人员等 (31 人)	285.92	36.95	以 2016 年净利润为基数，2017、2018、2019 三个行权期当期净利润增长率分别不低于 30%、69%、119%	2017-2019 年三个行权期当期净利润不低于 1,800、2000、2200 万元	2017-2019 年三个行权期当期净利润不低于 1.1、1.2、1.3 亿元
第三期	2017/10/20	管理人员、核心业务人员等 (27 人)	303.8	53.45	以 2016 年净利润为基数，2017、2018、2019、2020 四个行权期当期净利润增长率分别不低于 30%、69%、119%、185%		2017-2020 年四个行权期当期净利润不低于 1.1、1.2、1.3、1.4 亿元

合计 980.11 万股，占公司当前总股本 4.56%，合计授予 144 人，占公司 2017 年总职工人数的 9.2%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 国内建筑陶瓷领域龙头企业，陶瓷釉料和墨水业务整体保持稳定

公司为国内建筑陶瓷领域龙头企业。公司致力于为建筑陶瓷企业提供釉料、陶瓷墨水和辅助材料等优质无机非金属釉面材料，并为客户提供产品设计和综合技术服务。公司已经形成了品类齐全的产品体系，产品系列包括全抛釉、印刷釉、基础釉、陶瓷墨水、干粒抛晶釉、金属釉、釉用色料，以及印油等其他辅助材料，总产能约 15 万吨。公司多项材料技术处于国内行业前列，如：微纳米材料制造、包裹和分散技术，釉料配方原理与生产技术等，技术优势保障了公司产品品质的高端化以及财务层面的高毛利。

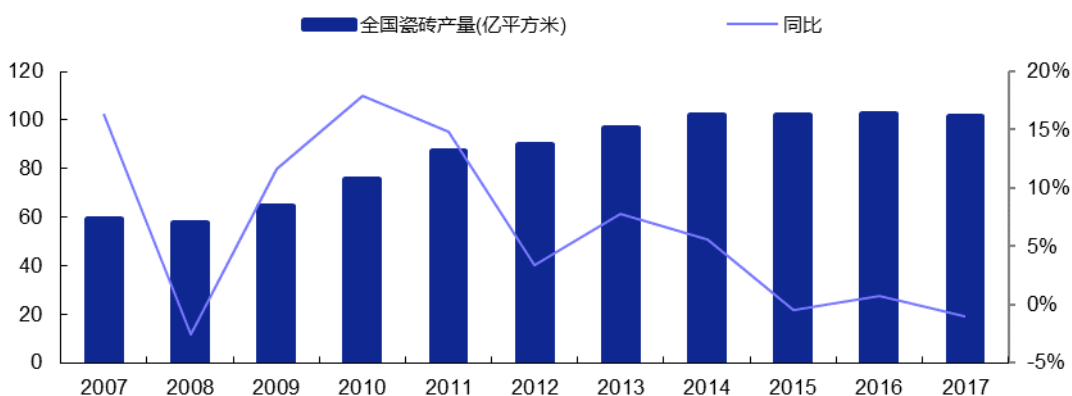
陶瓷行业市场化程度高，行业增速趋稳。我国釉面材料市场化程度高，市场参与主体可分为原料提供商、单一材料或几种材料提供商、建筑陶瓷材料生产部门、专业釉料材料厂商。公司主要做专业釉料，目前主要竞争对手为陶丽西、福禄、意达加、卡罗比亚等。釉料市场的增长本身基于陶瓷砖市场的发展，近十年来，我国瓷砖产量经历了高速增长阶段，但自 2012 年以来增速出现了较为明显的下滑，一方面国内地产行业增速放缓，国外经济缓慢复苏；另一方面在高端市场和低端市场上均受到海外国家的冲击和挤压，行业竞争压力增大，公司釉料毛利率也出现小幅下行。受制于陶瓷行业自身的产业周期，公司陶瓷业务的成长具有一定的天花板，此亦构成了公司业务转型的背景。

表 3：陶瓷釉料市场主要参与主体

类型	代表企业	特点
原料提供商	英德中信矿业有限公司	不实质参与釉面材料行业竞争，为各类釉面材料企业提供原料供应。
单一材料或几种材料提供商	佛山市大千色釉料有限公司、 佛山市远泰陶瓷化工有限公司等	单一产品品种产量较大。
建筑陶瓷厂商的釉料部门	新明珠、唯美陶瓷建筑陶瓷生产商	主要将采购的釉料等产品通过球磨等工艺制作成浆料，便于施釉工艺。部分建筑陶瓷企业的釉料部门也自行生产基础釉等釉料
专业釉面材料厂商（跨国公司）	意大利卡罗比亚、美国福禄、 西班牙陶丽西、西班牙意达加	优势： 较强的技术研发能力和产品设计能力；具有很强的配套服务能力；普遍实施多种经营战略。 劣势： 中西方文化存在差异；技术服务成本昂贵；在国内市场技术服务缺失。
专业釉面材料厂商（国内专业企业）	道氏技术、广东三水大鸿制釉有限公司等	优势： 较强的技术研发能力和产品设计能力；产品品质较高，品牌具备一定的国内影响力，专业化程度高，具备较强的技术服务能力。 劣势： 相对跨国企业，品牌缺乏国际影响力；产品设计理念尚不成熟。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：我国瓷砖产量增速趋缓



资料来源：中华陶瓷网，安信证券研究中心

产能释放叠加行业地位的稳固助力业绩稳步增长。公司通过 2014 年 IPO 及 2016 年定增募资投建了诸多项目，目前已形成基础釉年产能 5 万吨，全抛印刷釉年产能 6.2 万吨，陶瓷墨水年产能约 1 吨，2017 年釉面材料销量同比增长 22.88%，带动釉料业务营业收入出现 15% 的增长，与此同时 2017 年釉料+陶瓷墨水的整体毛利率仍维持在 34.7% 的高位水平，推动了业绩的进一步增长。

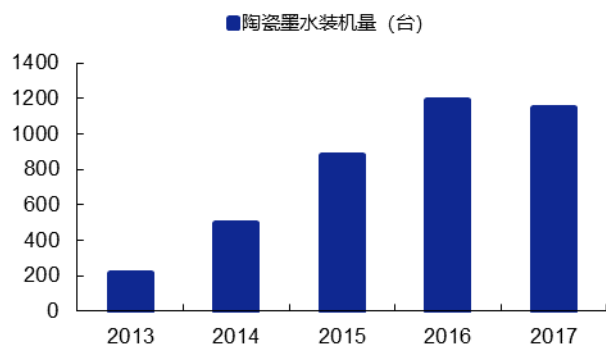
专业化、高端化釉料生产企业仍有较大发展空间。随着行业专业化程度和标准化程度的快速提高以及釉面材料产品的升级换代，龙头高端企业仍有进一步发展的空间；行业也正从传统生产行业向现代技术服务行业升级，公司的技术优势和高端化产品有助于在行业结构转型升级中保持较为稳定的增长，市场占有率和影响力有望进一步提升。

图 9：公司陶瓷材料业务主要技术、产品



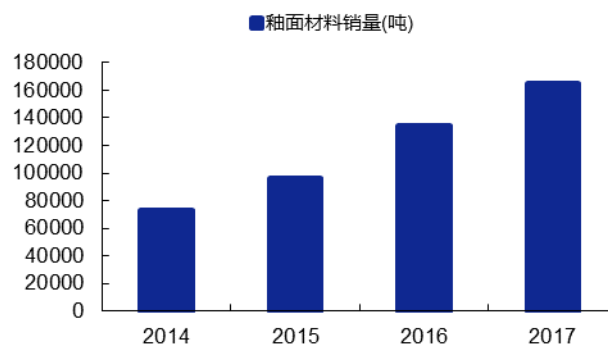
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 10: 公司陶瓷墨水装机量情况



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 11: 公司釉面材料销量情况

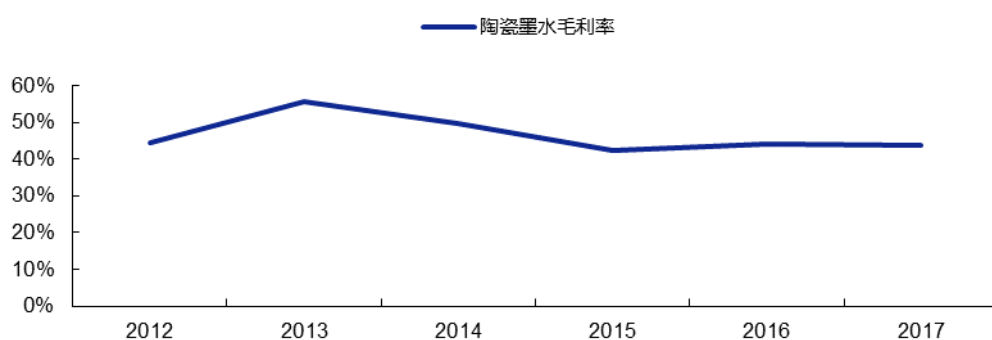


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

陶瓷墨水行业逐步形成进口替代, 产品应用仍有亮点。陶瓷墨水是公司的核心产品, 陶瓷墨水就是含有某种特殊陶瓷粉体的悬浊液或乳浊液, 通常包括陶瓷粉体、溶剂、分散剂、结合剂、表面活性剂及其它辅料, 陶瓷墨水的利用有益实现建筑陶瓷的个性化和功能化。在 2011 年之前国内陶瓷墨水市场基本被进口产品占据, 随着道氏技术、博今科技、明朝等公司的研发和投产, 进口替代步伐加快, 目前国产产品的国内市占率已至约 70%。渗花墨水与功能性墨水被认为是当前陶瓷墨水的两大看点, 尽管普通陶瓷颜料墨水价格走低, 但近两年出现的功能性墨水和渗花墨水等创新性产品仍保有较高的利润空间。

公司处国产陶瓷墨水第一梯队, 业务毛利率高。公司 2017 年陶瓷墨水装机 1146 台, 处于国产陶瓷墨水的第一梯队, 销售收入占公司营业收入的比例为 25.51%, 截至 2017 年 6 月, 公司陶瓷墨水客户数量为 419 家。产品方面, 公司的 3D 效果新型陶瓷墨水的研发与产业化, 以及 3D 渗花墨水纳米助剂的研发与产业化项目均已实现量产, 良好的客户和产品结构以及自身市场地位给予了公司较高的业务毛利率, 2012-2017 年陶瓷墨水毛利率基本维持在 40% 左右, 未来仍有望维持。

图 12: 公司陶瓷墨水毛利率较高



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3. 新能源车核心材料领域实现纵深布局，资源和技术优势显著，成长性强

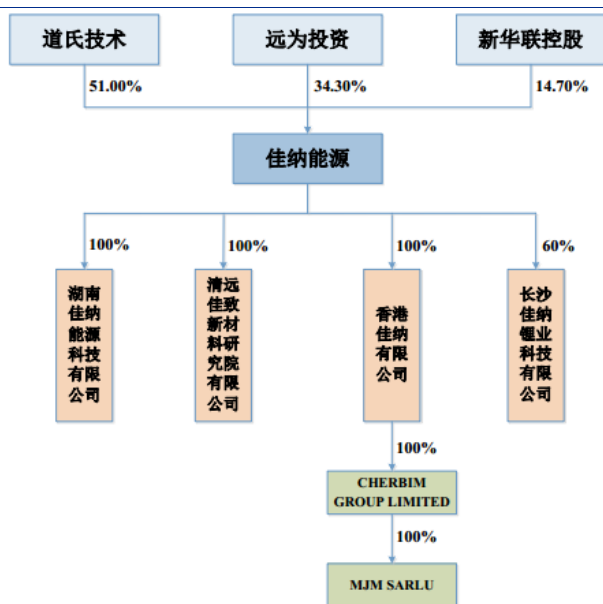
坚定布局新能源核心材料业务，资源和技术优势凸显。从青岛昊鑫到佳纳能源和 MJM，近年来公司在新能源产业的布局迅猛利落，产业链日趋完善。截至 17 年底，公司已具备 6000 吨钴金属钴盐以及 1.2 万吨三元前驱体产能，1 万吨石墨烯和碳纳米管导电剂产能，预计 18 年下半年还将形成 2000 吨粗钴以及 6000 吨电解铜产能。同时锂云母综合开发利用产业化项目也在稳步推进，建成后将年产电池级碳酸锂 8500 吨以及工业级碳酸锂 1500 吨，以及副产 8.75 万吨/年石英粉、18.5 万吨/年长石，3 万吨/年氧化铝。资源端，公司拥有 MJM 保障刚果金铜钴原料供应，携手江钨集团得以确保云母原料的稳定供应。技术端，佳纳能源的钴盐品质世界领先，云母综合利用技术经过多年沉淀也有望实现规模化量产。

3.1. 钴：精准卡位，资产优质，成长性强

高瞻远瞩，精准卡位钴行业。早在 2016 年 12 月，公司就以 8400 万元对佳纳能源现金增资，获取 23% 股权，彼时佳纳能源年利润仅为 3200 万元左右，随着近年三元电池放量带动的钴行业爆发式增长，佳纳能源这一钴行业优质资产的稀缺性毕现。近期公司公告拟收购佳纳能源 49% 股权以实现完全收购，佳纳能源整体估值达到 27 亿元，但佳纳能源 17 年备考利润约 3.2 亿，意味着估值约 8.4 倍 PE，以佳纳能源业务体量横向对比华友钴业和寒锐钴业，这一估值较低。公司在对佳纳能源的收购中公司能在众多竞价者中脱颖而出，源于其高瞻远瞩的战略眼光，于 2016 年已入股佳纳能源占据先发优势，从而在钴行业本轮爆发式增长中实现精准卡位。

佳纳能源为国内钴业务最早的拓荒者之一。佳纳能源创建于 2003 年，为国内最早从事钴产品和前驱体研发生产的企业，同时也是国内最早一批远赴刚果金从事钴原料采购业务的企业，公司钴盐产品品质全球领先，钴行业综合实力居国内前三。创始人吴理觉在稀有金属和原材料领域已有 30 年经验，本次 49% 股权收购如落定，预计其直接和间接合计持有上市公司 5% 以上的股份，其丰富的经验和人脉为佳纳能源乃至道氏技术在钴锂新能源材料领域的拓展提供较大帮助。2017 年佳纳能源母公司全年实现 2.4 亿净利润，MJM 全年实现 0.82 亿左右的净利润，佳纳能源整体实现 3.19 亿元净利润，对上市公司业绩显著增厚。

图 13：佳纳能源当前股权结构

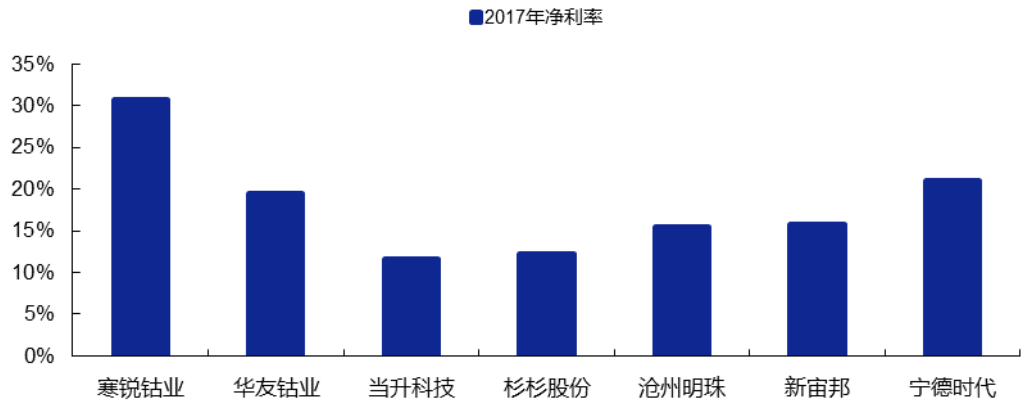


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.1.1. 上游：收购 MJM 100%股权，资源保障能力强，粗钴产能建设提速

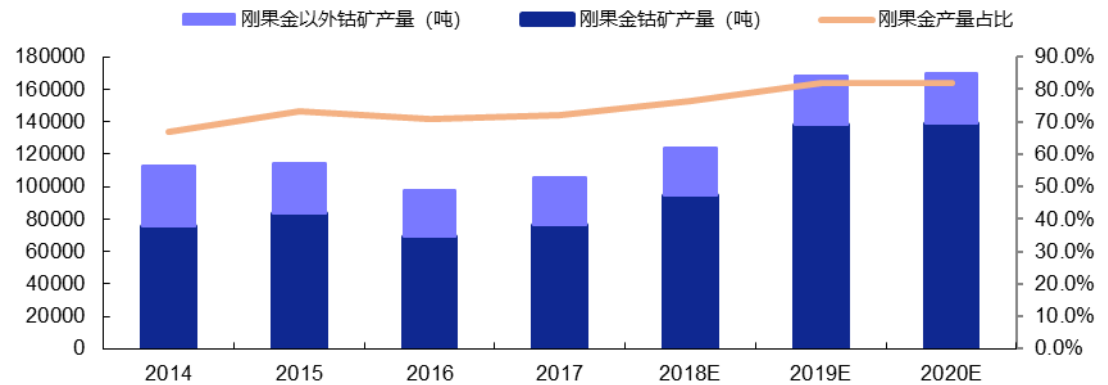
MJM 保障钴原料供应的稳定性，刚果金资源优势预计进一步强化。2018 年 2 月，佳纳能源子公司香港佳纳完成对 MJM 100%股权的收购，交易对价为 3.5 亿人民币，MJM 主要从事金属钴、电解铜和其他钴矿相关产品的生产销售。从利润环节看，电池材料产业已呈微笑曲线，上游因具备较强资源壁垒，在整个产业链环节中的盈利水平最高，而对于钴行业而言，这一形势可能还在进一步强化。一方面，下游需求增长较为确定，811 等低钴化仍未形成规模；另一方面，刚果金资源优势突出，成兵家必争之地，地域集中度继续强化。MJM 公司在刚果金有较深的布局，能有效保障公司未来原料来源。

图 14：电池材料产业净利率分布呈“微笑曲线”



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 15：刚果金钴资源优势明显，产量独步天下



资料来源：USGS, Central Bank of DRC, 安信证券研究中心

2017 年 MJM 销售钴产品 3821.67 吨，销售阴极铜 3518.35 吨。MJM 具备在刚果金当地采购钴矿以及生产电解铜的能力，MJM 将生产出的电解铜销售给香港佳纳，再由香港佳纳对外销售，同时 MJM 在刚果（金）收购的品位较高的钴矿（含钴量超过 5%）、通过筛选等工艺生产钴精矿，销售给香港佳纳，再由香港佳纳向国内企业销售，收购的品位较低的钴矿通过湿法冶炼工艺生产中间品粗制氢氧化钴，然后销售给香港佳纳，再由香港佳纳销售给佳纳能源，作为佳纳能源生产钴盐和三元正极前驱体的原材料。截至 2017 年底，MJM 具备刚果金当地 3000-4000 吨钴矿采购能力，以及 3000 吨电解铜生产能力，钴矿原材料库存达到 949.4 金属吨，铜矿库存达 3825.82 金属吨，同比上年分别增长 465.45%、138.09%。

表 4: MJM 产品产销情况

年度	类别	销售收入 (万元)	销量 (吨)	毛利率	单价 (元/KG)
2016	钴产品	12,990.1	1,255.1	47.69%	103.5
	阴极铜	8,188.9	2,829.8	27.76%	28.94
	冰铜	632.0	356.7	0.71%	17.72
2017	钴产品	58,934.8	3,821.7	38.36%	154.21
	阴极铜	13,337.8	3,518.4	33.11%	37.91

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 5: MJM 盈利情况

单位: 万元	2017 年	2016 年	变动
营业收入	72,279.43	21,950.89	229.28%
毛利额	27,021.82	8,427.80	220.63%
销售费用	16,264.71	4,868.53	234.08%
管理费用	1,401.02	1,167.49	20.00%
净利润	8,149.77	1,218.03	569.09%
毛利率	37.39%	38.39%	-1.00%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2018 年 MJM 下半年有望形成 2000 吨粗钴和 6000 吨电解铜产能。根据公司公告, 3000 吨电解铜扩产线已于 2018 年 3 月投产, 钴中间品生产线已于 2018 年 4 月试产。刚果金当地现有矿品位有逐步下降趋势, 高品位矿日渐稀缺, 而低品位矿因当地加工能力不足未能得到充分利用, 公司粗钴产能的释放则有效解决了低品位矿的利用问题。从投资额来看, 2000 吨粗钴项目预算仅 2700 万元, 投资回报率较高。粗钴产能建设以及最终有效产能的实现并非容易, 一是需要在当地有发达的采购网络, 二是需要解决电力供应等问题, 都依赖于在当地的经验, MJM 和佳纳能源在当地深耕多年, 较其他后进入者有较为明显的优势。

依托于上市公司的良好的融资能力和战略执行力, MJM 有进一步扩张粗钴产能的可能。一是随着钴行业景气持续, 以及佳纳能源下游钴盐和前驱体产量的扩张, 上游进一步扩张具备一定的必要性, 华友钴业、寒锐钴业等上市公司在刚果金均有钴矿山和钴冶炼业务的扩张计划。二是 MJM 在刚果金当地有一定的经验和技術优势, 依托于上市公司良好的融资能力和战略执行力, 进一步扩产的可能性在加强。

3.1.2. 钴盐&前驱体: 技术实力雄厚, 品质高端, 客户认可度高, 扩产潜力大

佳纳能源拥有全系列钴盐产品生产能力和产品品质领先。佳纳能源主要产品包括氯化钴、硫酸钴、碳酸钴、草酸钴等钴盐以及三元前驱体产品, 同时还生产、销售电积铜、硫化铜等铜产品。佳纳能源生产所需的钴原材料主要来自刚果(金), 除 MJM 可供一部分外, 公司还向 SMR、嘉能可等国际矿业公司采购。钴盐一部分用于自用生产前驱体, 剩余的一部分作为对外加工, 剩余钴盐直接销售。

表 6：佳纳能源主要产品

分类	产品名称	主要用途
钴产品	氯化钴	主要用于油漆催干剂、氨气吸收、干湿指示剂、电镀、陶瓷着色剂、其它钴盐的合成等
	硫酸钴	主要用于制造锂离子电池三元材料、镍氢电池材料、电镀、陶瓷釉料、油漆催干剂、催化剂、分析试剂、饲料添加剂、轮胎胶粘剂等
	碳酸钴	主要用于生产钴的氧化物、钴盐、化学试剂，以及玻璃、陶瓷等行业的着色颜料
	草酸钴	主要用于制造钴粉及其它钴产品原料
三元前驱体	三元正极材料前驱体	主要用于生产动力汽车、电动工具、储能系统的电池正极材料
铜产品	电积铜	主要用于电力、电器、机械、车辆、船舶工业民用器具等方面
	硫化铜	主要用于分析试剂

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

现具备 6000 吨钴金属吨钴盐以及 1.2 万吨三元前驱体生产能力，三元前驱体远景产能达到 4.2 万吨。根据公司公告，目前拟在现有产能基础上增加一条 1 万吨/年三元前驱体及相关辅助材料生产线，该项目已于 2018 年初开工，计划于 2019 年正式投入量产。此外，湖南佳纳“年产 2 万吨动力电池正极材料”项目正在进行施工前的准备工作，该项目总投资 15.92 亿元，产品为动力电池三元前驱体，产品技术路线与佳纳能源目前的三元前驱体基本一致，项目达产后公司三元前驱体产能将达到 4.2 万吨。

钴盐企业切入前驱体业务具备一定优势。华友钴业、道氏技术等钴盐企业均有在前驱体业务上的扩张计划，我们认为钴盐企业切入前驱体业务具备一定的合理性和优势。一是钴是前驱体最为关键的原料之一，本身稀缺性强，钴盐企业具备原料保障优势。二是钴盐和前驱体一体化后，产品供应的稳定性有更强的保障，下游客户的接受度会更高。三是生产流程内部化后成本有望降低。对于道氏技术而言，其在三元前驱体布局较早，钴盐客户包括振华新材料等国内一流正极材料生产商，完善的产业链布局有助于进一步夯实其业务优势。

受益钴价上涨，企业盈利上升。由于原料采购价格和产品售价均与 MB 钴价挂钩，MB 钴价变化对公司经营影响较大，2017 年 MB 高级钴均价为 26.39 美元/磅，同比上涨 120%，佳纳能源实现归母净利润 2.37 亿元，同比上涨 648%。2018 年钴价格持续上涨，目前 MB 低级钴价格已超过 42 美元/磅，佳纳能源 2018 年的盈利有望迎来进一步的上涨。

表 7：佳纳能源生产经营情况

年度	类别	产能	产量 (吨)		销量 (吨)		产能利用率
			生产前驱体	其他	直接销售	对外加工	
2017 年	钴盐	6,000	785	4,335	3,161	1,177	85.33%
	三元前驱体	8,000		6,150	4,920	-	76.88%
2016 年	钴盐	4,000	248	3,525	3,458	215	94.33%
	三元前驱体	5,000		2,322	2,224	-	46.45%
项目 (单位: 万元)					2017 年	2016 年	变动
营业收入					134958.52	68,820.78	96%
营业成本					91,185.15	57,166.49	60%
营业利润					27,955.63	3,506.77	697%
净利润					23,693.78	3,175.57	646%
归属于母公司所有者的净利润					23,766.42	3,177.92	648%
扣除非经常性损益的归属于母公司所有者的净利润					23,892.59	3,137.55	662%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 16: 2018 年以来 MB 价格持续上涨



资料来源: 亚洲金属网, 安信证券研究中心

3.2. 锂: 携手江钨, 云母提锂有望成为另一业绩增长极

依托宜春丰富云母资源, 有望实现锂云母综合利用。我国江西省宜春市储藏着世界最大的锂云母矿, 氧化锂保有资源储量为 260 万吨, 享有“亚洲锂都”的美誉的, 云母提锂产业的推进有助于国内摆脱对海外原料的依赖, 布局云母提锂也符合公司打造新能源产业平台的战略。但锂云母因矿石品位低、且伴生大量的硅、铝和钾等金属, 提取锂后产生大量的尾渣和尾矿, 如不能形成综合利用将造成较高的生产成本以及环境污染。道氏技术的云母提锂项目采用了多种先进技术和先进设备, 突破了传统工艺的技术与经济瓶颈, 建立了从锂云母中高效、经济回收利用硅、铝、钾、锂的新工艺, 项目的资源综合利用率较高, 对环境的影响较小, 有较高经济价值。

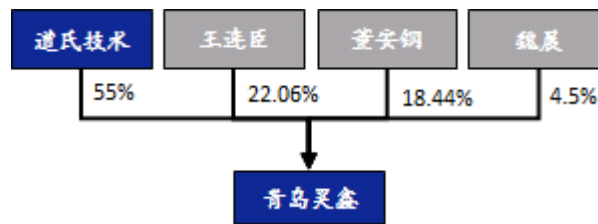
携手江钨成立合资公司, 资源保障, 优势互补。2018 年 2 月 12 日, 江西钨业与道氏技术决定合资成立江西红锂新材料有限公司, 新公司注册资本 2 亿元, 江钨控股 51%, 道氏技术控股 49%。江西钨业持有宜春钽铌矿的采矿权, 矿区面积达 5.2175 平方千米, 设计开采利用的 414 矿段平均品位 0.4278%, 年开采规模为 231 万吨, 据 SMM 报道, 2016 年该矿山 4.5% 品位锂云母精矿销量为 23,330 吨, 3.5% 品位锂云母精矿销量 82,716 吨。江钨自身没有锂盐冶炼产能, 道氏技术则无云母矿源, 双方合作充分实现优势互补。对于道氏而言, 这一合作具有十分重要的意义, 一是公司云母提锂原料来源得到充分保障, 二是江钨作为锂云母原料龙头企业, 其合作意愿也一定程度反映了其对公司云母提锂技术的信心。

建设 1 万吨碳酸锂项目, 丰富产业链布局。2017 年 7 月公司发布可转债预案, 拟募集资金总额不超过 4.8 亿全部投资于“锂云母综合开发利用产业化项目”, 该项目总投资约 8 亿, 建设期 2 年, 项目建成后年产碳酸锂 1 万吨(含电池级碳酸锂 8500 吨以及工业级碳酸锂 1500 吨), 同时副产 8.75 万吨/年石英粉、18.5 万吨长石, 3 万吨/年氧化铝, 经公司测算, 本项目财务内部收益率为 26.9%, 投资回报期为 5.09 年, 项目达产后每年可实现营业收入 9.23 亿元, 净利润 2.93 亿元, 持续发展能力将得到显著增强。

3.3. 导电剂：新型导电剂前景广阔，青岛昊鑫产能释放加快

公司目前持有昊鑫能源 55% 股权，未来有望实现完全控股。2018 年 4 月公司发布草案拟向王连臣和董安钢发行 370.4 万股及向魏晨支付 1800 万现金购买其合计持有的青岛昊鑫 45% 股权，交易作价 1.8 亿元。青岛昊鑫主要产品为石墨烯导电剂和碳纳米管导电剂，导电剂总产能达到 1 万吨。根据高工锂电调研资料显示，新兴导电剂因性能较传统导电剂具备优势，近年占比上升，从 2016 年的 25.6% 上升到 2017 年的 35.5%，预计未来新兴导电剂特别是碳纳米管导电剂将逐步代替传统导电剂，到 2022 年，碳纳米管导电浆料市场规模将接近 16 万吨，未来 5 年 CAGR 超过 40%，市场空间较大。青岛昊鑫作为目前少数可以规模化生产的企业先行进入市场，具有一定先发优势和规模效应，前景较好。

图 17：青岛昊鑫目前股权结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 8：青岛昊鑫产品产能情况

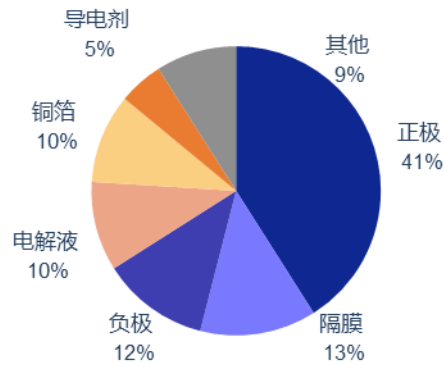
项目	单位	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
产能	吨	3,000	10,000	10,000
产量	吨	2,047	3,446	1,654
销量	吨	1,766	3,209	-
产能利用率	%	68.2%	34.5%	66.2%
产销率	%	86.27%	93.12%	-

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.3.1. 新型导电剂性能优异，具备较大市场空间

导电剂是锂电子电池产品不可获取的部分，石墨烯/碳纳米管新型导电剂比传统导电剂性能更优异。导电剂是为了保证电极具有良好的充放电性能，在极片制作时通常加入一定量的导电物质，在活性物质之间、活性物质与集流体之间起到收集微电流的作用，以减小电极的接触电阻加速电子的移动速率，同时也能有效地提高锂离子在电极材料中的迁移速率，从而提高电极的充放电效率。石墨烯自 2010 被发现，目前规模生产的厂商比较少，而又因为其加在磷酸铁锂电池中可以提高导电性能和倍率性能，加在三元材料电池中可提高电池循环寿命和提升能量密度，在锂离子电池产业中是新型的重要材料。

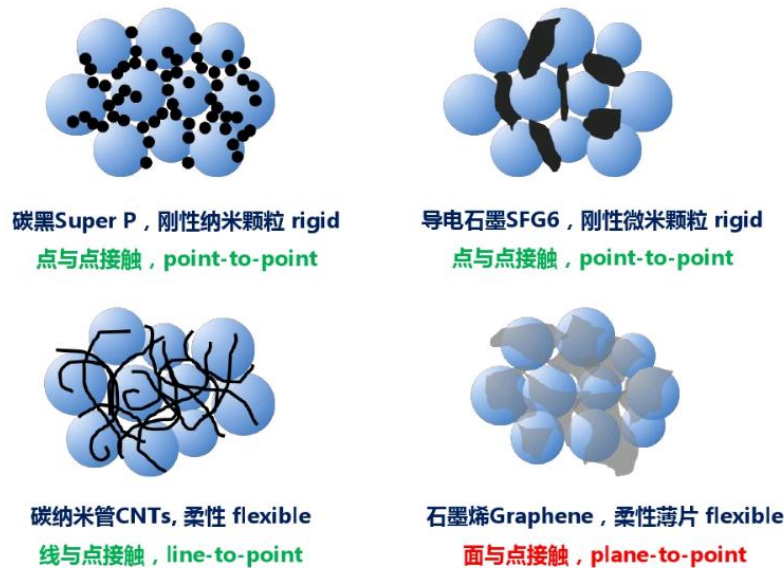
图 18: 锂电池原料成本构成



资料来源: 高工产研锂电研究所 (GGII), 安信证券研究中心

石墨烯/碳纳米管导电剂带来更好的倍率性能, 导热性能, 提高能量密度, 循环寿命。青岛昊鑫目前主要的产品为石墨烯和碳纳米管导电剂; 相比较传统导电剂, 石墨烯导电剂由单层碳原子紧密排列构成, 锂离子不仅可以存储在石墨烯片层的两侧, 还可以在石墨烯片层的边缘和孔穴中存储, 其理论容量为 740-780mAh/g, 约为传统石墨材料的 2 倍多, 用石墨烯作为锂离子电池负极材料将极大提高电池储锂容量, 进而提高能量密度; 此外, 采用石墨烯作为锂离子电池负极材料时, 锂离子在石墨烯材料中的扩散路径比较短, 且电导率较高, 可以很大程度提高其倍率性能(倍率性能为每小时电子通过量, 反映为电池充电/放电速度的快慢)。

图 19: 碳纳米管和石墨烯导电剂接触面更大更灵活, 提升导电性能



资料来源: 《石墨烯在高能量密度锂离子电池中的应用》, 安信证券研究中心

采用石墨烯可有效改善锂离子电池导热性能。石墨烯导电剂在锂离子电池中除了导电之外, 还可以有效抑制极片的回弹效应(充放电过程中体积变化), 对锂离子电池的散热行为也会起到良好的促进作用。锂离子电池, 尤其是电动汽车用大容量动力电池在高倍率条件下工作时往往会产生大量的热量, 如果不能及时导出, 积聚的热量会给电池带来安全隐患, 严重时发生热失控。石墨烯的热导率远比铜高, 是一种良好的导热添加剂。同时, 其与活性材料颗粒之间的“面-点”接触模式也会进一步促进对热量的传导。据华为中央研究院瓦特实验室研究报告, 在同等工作参数下, 使用石墨烯的锂离子电池的温升比普通锂离子电池降低 5°C, 上限使用温度提高 10°C, 使用寿命是普通锂离子电池的 2 倍。

新型导电剂 2017-2020 年复合增长率可能超过 40%。根据高工锂电调研数据，2017 年中国锂电池用导电剂粉体销量增长 12%，达 3260 吨，其中导电石墨销量（粉体）450 吨，碳纳米管粉体导电剂（含其复合导电剂）销量同比大幅增长 51.7%，达 1160 吨，折合碳纳米管导电浆料达 2.9 万吨（以 4%固含量折算），碳纳米管的渗透率仅为 35%左右。根据高工锂电预计在未来几年，中国新型导电剂，特别是碳纳米管导电剂将逐步代替传统导电剂，到 2022 年，碳纳米管导电浆料市场规模将接近 16 万吨，未来 5 年 CAGR 超过 40%。据我们测算，假设 2020 年国内锂电池产量达到 150GWH，正极材料、负极材料产量分别达到 40、28 万吨，碳纳米管导电剂渗透率达到 50%，碳纳米管导电剂（粉体）需求量将达到 3400 吨，浆料总量达到 8.5 万吨，复合增长率超过 40%

表 9：新型锂电池导电剂空间测算

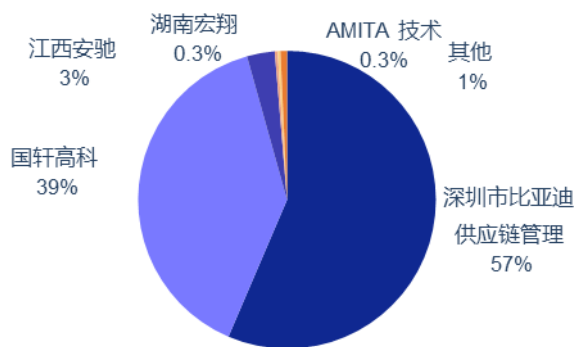
项目	单位	2017	2020
正极材料产量	万吨	20.8	40
负极材料产量	万吨	14.72	28
碳纳米管导电剂渗透率	%	35.0%	50%
质量分数	%	1.0%	1.0%
碳纳米管粉体导电剂	吨	1160	3400
粉体固含量	%	4%	4%
碳纳米管导电剂浆料总量	吨	29000	85000

资料来源：高工锂电，安信证券研究中心

3.3.2. 青岛昊鑫行业地位领先，业绩有望迎快速增长

青岛昊鑫主要客户为动力电池生产商，主要为比亚迪及国轩高科。2017 年度两大客户采购金额约占青岛昊鑫全部收入的 95%。这两家客户主营业务为动力电池（磷酸铁锂电池和三元电池）生产，比亚迪是全球产能最大的磷酸铁锂电池厂商。

图 20：2017 年青岛昊鑫客户结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

预计青岛昊鑫 2018-2020 年业绩增长较快。根据收购草案，2017 年青岛昊鑫导电剂合计产能为 1 万吨，产量取决于下游客户需求量，主要采用以销定产的生产模式，根据比亚迪及国轩高科 2018 年度传统电池生产计划，预计比亚迪石墨烯导电剂需求量约为 100 吨/月，国轩高科石墨烯导电剂需求量约为 200 吨/月。保守预计 2018 年青岛昊鑫石墨烯导电剂销售量约为 3200 吨，2019 年至 2022 年的销售数量分别较上一年增长 30%、15%、10%、5%。同时，因为青岛昊鑫碳纳米管导电剂销售量相对稳定，2018 年 1 月和 2 月销量均在 250 吨左右，故预计 2018 年碳纳米管导电剂销售量为 250 吨/月×12 月=3000 吨，2019 年至 2022 年的销售数量分别较上一年增长 55%、40%、25%、10%。

表 10：青岛昊鑫盈利预测

		单位	2018	2019	2020
石墨烯导电剂	产量	吨	3200	4160	4784
	增长率		-	30%	15%
	单价	万元/吨	3.17	3.14	3.11
	销售收入	万元	10144	13062	14878
碳纳米管导电剂	产量	吨	3000	4650	6510
	增长率		-	55%	40%
	单价	万元/吨	4.67	4.62	4.57
	销售收入	万元	14010	21483	29751
合计	营业收入	万元	24154	34545	44629
合计	营业成本	万元	16832	24042	30996
合计	净利润	万元	2909.55	4512.52	6101.03

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 投资建议和盈利预测

先不考虑增发摊薄。我们盈利预测表明，公司 2018-2020 年营业收入分别为 49.14、65.16、87.60 亿元，分别实现归母净利润 3.93、5.34、7.30 亿元，对应 EPS 分别为 1.83、2.48、3.39 元。

考虑增发摊薄。预计公司股本将从目前的 2.15 亿股扩充到 2.49 亿股，我们盈利预测表明，公司 2018-2020 年分别实现归母净利润 6.44、8.35、11.23 亿元，对应 EPS 分别为 2.58、3.35、4.51 元。

表 11：道氏技术盈利预测核心假设

假设项目	单位	2018	2019	2020
价格假设				
电解钴价格	万元/吨	60.0	65.0	70.0
阴极铜价格	万元/吨	5.0	5.5	6.0
石墨烯导电剂单价	万元/吨	3.2	3.1	3.1
碳纳米管导电剂单价	万元/吨	4.7	4.6	4.6
产销量假设				
钴精矿销量	吨	2,800.0	1,000.0	1,000.0
粗钴产量	吨	1,000.0	3,000.0	4,000.0
阴极铜销量	吨	4,000.0	5,700.0	5,700.0
钴盐外销量	吨	1,200.0	1,200.0	1,200.0
钴盐代工量	吨	2,890.0	2,262.0	1,462.1
前驱体销量	吨	10,000.0	14,800.0	20,900.0
石墨烯导电剂销量	吨	3,200.0	4,160.0	4,784.0
碳纳米管导电剂销量	吨	3,000.0	4,650.0	6,510.0

资料来源：安信证券研究中心

表 12：可比公司市盈率估值（不考虑增发，截至 2018 年 6 月 22 日）

公司	当前股价	PE			
		TTM	2018	2019	2020
华友钴业	94.18	22.4	17.24	13.89	11.47
寒锐钴业	113.41	33.3	15.15	10.66	8.98
合纵科技	16.80	36.5	20.39	16.12	13.72
盛屯矿业	8.55	21.4	16.56	12.96	11.09
洛阳钼业	6.30	37.0	27.04	23.49	21.59
平均		30.10	19.27	15.42	13.37
道氏技术	37.00	39.7	20.27	14.89	10.90

资料来源：Wind，安信证券研究中心

公司颇具成长性。公司钴业资产质地优异，钴全产业链布局，颇具后续发展潜力。短期来看，一旦增发成功，公司钴板块业务条线更为明晰，一来各方利益有望理顺，有益业绩充分释放。二来此前资金端偏紧制约了佳纳能源业务扩张，被完全收购后，佳纳能源和青岛昊鑫均可依托上市公司良好的融资能力，最大化其业务扩张能力和盈利水平。长期来看，公司具备极强的新能源产业整合能力，一方面锂业务和导电剂业务潜力大，能够持续提供业绩增长动能，另一方面业务协同效应明显，且具备持续并购的预期。

给予公司“买入-A”投资评级，6 个月目标价 51.69 元。如不考虑增发，公司 2018-2020 年 PE 分别为 20.27、14.89、10.90，相比其他可比钴标的，估值差异不算大，但考虑到公司本次定增收购的资产较为优质，理应享有估值溢价。

若考虑增发，公司 2018 年备考净利润为 6.44 亿元，备考市值为 92.1 亿（截至 6 月 22 日），2018 年 PE 仅为 14.3 倍，而可比公司 2018 年平均的 PE 水平约为 19.27X，公司估值优势显著；同时近期受系统性风险冲击，大盘整体以及钴板块均出现大幅回调，重估动能进一步增强。

考虑到新能源车行业有望实现持续高景气，公司在新能源车核心材料领域资源、技术实力雄厚，产能扩张潜力较大，成长性较强，备考情形下我们给予 2018 年 20x PE，对应 6 个月目标价 51.69 元。

5. 风险提示

- 1) 增发收购失败
- 2) 刚果金钴中间品项目建设不及预期
- 3) 新能源车政策及销量不达预期
- 4) 钴价上涨低于预期

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	803.7	1,695.6	4,913.6	6,516.3	8,760.4	成长性					
减:营业成本	479.1	1,147.4	3,182.6	4,256.5	5,750.5	营业收入增长率	45.2%	111.0%	189.8%	32.6%	34.4%
营业税费	6.3	13.0	37.6	49.9	67.1	营业利润增长率	108.7%	92.9%	228.4%	29.6%	34.5%
销售费用	56.9	62.2	196.5	260.7	350.4	净利润增长率	98.7%	50.4%	158.0%	36.1%	36.6%
管理费用	122.6	193.5	638.8	847.1	1,138.9	EBITDA 增长率	102.1%	97.0%	191.3%	28.4%	31.9%
财务费用	3.6	32.1	60.0	73.6	77.7	EBIT 增长率	107.4%	104.9%	223.7%	29.1%	32.5%
资产减值损失	14.3	24.2	24.2	24.2	24.2	NOPLAT 增长率	108.1%	120.8%	187.1%	29.2%	32.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	79.7%	120.4%	47.0%	14.7%	18.4%
投资和汇兑收益	1.8	3.2	3.2	3.2	3.2	净资产增长率	106.0%	52.1%	32.2%	29.5%	30.4%
营业利润	122.7	236.7	777.2	1,007.6	1,354.9	利润率					
加:营业外净收支	-0.6	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9	毛利率	40.4%	32.3%	35.2%	34.7%	34.4%
利润总额	122.0	234.7	775.2	1,005.6	1,353.0	营业利润率	15.3%	14.0%	15.8%	15.5%	15.5%
减:所得税	16.8	24.8	131.8	171.0	230.0	净利润率	12.6%	9.0%	8.0%	8.2%	8.3%
净利润	101.1	152.1	392.5	534.2	729.9	EBITDA/营业收入	18.6%	17.4%	17.5%	16.9%	16.6%
						EBIT/营业收入	15.7%	15.3%	17.0%	16.6%	16.4%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	89	83	43	35	29
货币资金	287.6	482.5	-171.4	-28.7	169.0	流动资产周转天数	175	186	129	138	123
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	417	386	236	248	239
应收帐款	325.8	462.8	1,074.9	1,360.3	1,828.8	应收帐款周转天数	126	84	56	67	66
应收票据	239.6	452.7	1,031.9	1,238.1	1,664.5	存货周转天数	112	123	90	97	84
预付帐款	8.7	191.5	393.1	521.3	700.8	总资产周转天数	648	588	329	324	299
存货	287.9	867.8	1,591.3	1,915.4	2,185.2	投资资本周转天数	366	357	209	202	175
其他流动资产	2.8	29.5	27.4	27.4	27.4	投资回报率					
可供出售金融资产	3.2	24.8	24.8	24.8	24.8	ROE	8.6%	11.3%	26.2%	26.3%	27.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.8%	5.7%	12.2%	12.9%	13.8%
长期股权投资	50.5	-	-	-	-	ROIC	18.6%	22.9%	29.8%	26.2%	30.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	216.4	565.2	605.3	645.3	745.3	销售费用率	7.1%	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%
在建工程	29.9	112.9	152.9	192.9	212.9	管理费用率	15.3%	11.4%	13.0%	13.0%	13.0%
无形资产	118.2	153.2	160.8	168.9	177.3	财务费用率	0.4%	1.9%	1.2%	1.1%	0.9%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	22.8%	17.0%	18.2%	18.1%	17.9%
资产总额	1,825.1	3,712.0	5,274.1	6,449.1	8,119.3	偿债能力					
短期债务	88.0	606.3	550.0	500.0	500.0	资产负债率	33.2%	50.0%	51.8%	49.0%	47.8%
应付帐款	175.8	485.1	1,085.9	1,348.0	1,782.3	负债权益比	49.7%	100.2%	111.4%	99.6%	93.7%
应付票据	125.9	201.3	558.4	746.9	1,009.0	流动比率	2.45	1.71	1.65	1.76	1.82
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.84	1.11	0.98	1.09	1.21
长期借款	63.7	357.8	330.0	300.0	250.0	利息保障倍数	35.51	8.06	13.96	14.69	18.44
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	605.9	1,857.5	2,731.7	3,162.9	3,880.6	DPS(元)	0.12	-	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	48.1	541.4	792.4	1,092.8	1,485.9	分红比率	25.5%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
股本	215.0	215.0	215.0	215.0	215.0	股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	956.1	1,099.3	1,444.5	1,867.6	2,438.9						
股东权益	1,219.2	1,854.5	2,451.9	3,175.4	4,139.7						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	105.2	209.9	392.5	534.2	729.9	EPS(元)	0.47	0.71	1.83	2.48	3.39
加:折旧和摊销	23.9	38.2	22.1	22.1	22.1	BVPS(元)	5.45	6.11	7.72	9.69	12.34
资产减值准备	14.3	24.2	24.2	24.2	24.2	PE(X)	78.6	52.3	20.3	14.9	10.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.8	6.1	4.8	3.8	3.0
财务费用	7.1	34.7	60.0	73.6	77.7	P/FCF	-25.2	-31.3	-8.4	-119.4	-317.1
投资损失	-1.8	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2	P/S	9.9	4.7	1.6	1.2	0.9
少数股东损益	4.1	57.8	251.0	300.5	393.0	EV/EBITDA	48.6	36.5	11.3	8.9	6.8
营运资金的变动	-139.5	-406.3	-1,075.3	-433.0	-576.5	CAGR(%)	99.4%	74.9%	132.9%	99.4%	74.9%
经营活动产生现金流量	-36.3	-63.3	-328.9	518.3	667.2	PEG	0.8	0.7	0.2	0.1	0.1
投资活动产生现金流量	-352.8	-302.8	-11.3	3.2	3.2	ROIC/WACC	1.4	1.7	2.3	2.0	2.3
融资活动产生现金流量	534.7	556.1	250.7	-393.3	-490.9	REP	4.9	2.7	1.3	1.3	0.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

齐丁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅		
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔		
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦		wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034