

投资评级 **买入** 维持

股票数据

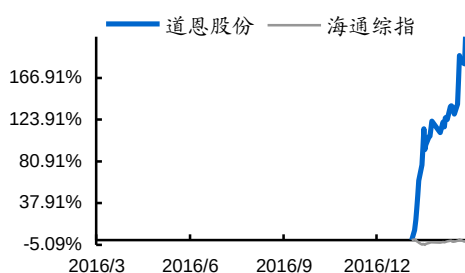
6 个月内目标价 (元)	77.55
03 月 02 日收盘价 (元)	64.08
52 周股价波动 (元)	18.34-68.43
总股本/流通 A 股 (百万股)	84/21
总市值/流通市值 (百万元)	5383/1346

主要估值指标

	2015	2016E	2017E
市盈率	89.9	67.0	45.4
市净率	10.3	6.8	5.9
市销率	8.60	7.21	5.78
EV/EBITDA	56.3	42.3	29.7
分红率 (%)	—	—	—

相关研究

《热塑性弹性体龙头，未来成长潜力巨大》
 2017.02.20

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	30.9	30.9	30.9
相对涨幅 (%)	29.5	27.1	33.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:张宇

Tel:(021)23219583

Email:zy9957@htsec.com

证书:S0850515080001

联系人:相姜

Tel:(021)23219945

Email:xj11211@htsec.com

技术领先，产品研发接力业绩增长

投资要点:

- **公司是国内热塑性弹性体龙头，竞争优势明显。**公司主营业务为热塑性弹性体、改性塑料及色母粒生产。目前量产的热塑性弹性体品种 TPV，获得国家科学技术发明二等奖，起草 TPV 国家行业标准。2016 年，公司主要产品销量增加，产品结构优化，毛利率提升，带领公司营业收入和净利润快速增长。2016 年业绩快报显示实现营业收入 7.93 亿元，同比增长 26.6%，实现归母净利润 7906 万，同比增长 32.01%。
- **公司 TPV 产品已达到国际先进水平，应用需求空间巨大。**TPV 兼具传统橡胶的高弹性能和塑料的热塑性加工性能，可以重复加工，回收利用，是替橡胶的绿色材料。公司生产的 TPV 下游应用主要为汽车领域，是汽车轻量化的重要材料，竞争对手主要为埃克森美孚、三井石油化学等。公司的 TPV 材料性能与埃克森美孚产品基本一致，可完全实现进口替代，已获得大众、通用、福特等海外厂商的认证，逐渐切入海外市场。我们认为公司 TPV 未来在国内汽车应用渗透率将不断提升，在水暖、线材及建材领域应用有待开拓。
- **募投项目扩产 TPV 及改性塑料，TPIR 项目接力公司业绩增长。**公司 IPO 募投扩产，将新增 2.1 万吨 TPV 及 3 万改性塑料产能，目前项目进展顺利。公司自主开发热塑性溴化丁基橡胶生产技术，成为继埃克森美孚和 GLS 之后，唯一一个拥有该项生产技术的公司。募投 1 万吨热塑性医用溴化丁基橡胶，将替代传统材料应用于医用胶塞生产。目前该项目已经完成中试，拿到美国 FDA 认证，与华峰胶塞达成合作协议，将成为推动公司业绩增长的新品种。
- **公司项目储备丰富，重视技术研发，技术水平保持前列。**公司拥有 4 个国家级研究平台，目前研发团队人数达 100 人以上，占公司总职工比例超过 20%，承担多项国家重点研究课题，与北京化工大学联合成立“科研开发联合实验室”，积极研发其他新型热塑性弹性体材料。目前技术储备情况良好，重点研发项目包括轮胎阻隔层新型橡胶材料 (DVA)，应用于军工、航天、石油勘探等领域的高耐热耐油氢化丁腈橡胶，无卤阻燃材料及汽车改性塑料等。
- **盈利预测与投资建议。**16、17、18 年预测 EPS 分别为 0.96、1.41、1.92 元，公司改性塑料业务所属行业上市公司 17 年预测市盈率平均为 23 倍；公司主营热塑性弹性体业务属于化工新材料类，估值水平约为 33~65 倍；我们认为公司技术壁垒高，未来发展空间大，给予 17 年预测 PE55 倍估值，对应目标价 77.55 元，给予“买入”评级。
- **风险提示。**原材料价格大幅上升；下游行业不景气；募投项目进展低于预期；新技术开发存在不确定性。

主要财务数据及预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	580.76	626.23	746.20	931.86	1167.48
(+/-)YoY(%)	16.12%	7.83%	19.16%	24.88%	25.28%
净利润(百万元)	47.18	59.89	80.30	118.64	161.38
(+/-)YoY(%)	3.38%	26.93%	34.07%	47.74%	36.03%
全面摊薄 EPS(元)	0.56	0.71	0.96	1.41	1.92
毛利率(%)	20.05%	23.31%	25.08%	26.22%	27.46%
净资产收益率(%)	14.22%	15.29%	10.13%	13.02%	15.04%

资料来源：公司年报 (2014-2015)，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

目 录

1. 国内热塑性弹性体龙头，业务稳健增长	6
1.1 公司为国内热塑性弹性体龙头	6
1.2 历史业绩增长稳定，公司发展稳健	7
1.3 公司股权结构较为集中	8
1.4 上游为石化行业，新材料技术壁垒高	9
2. 改性塑料和色母粒材料聚焦高端产品领域	10
2.1 改性塑料应用广泛，在汽车领域应用空间大	11
2.2 公司产品聚焦高端领域，改性塑料未来主要面向汽车领域	12
3. TPV 性能达国际先进水平，应用需求空间巨大	14
3.1 热塑性弹性体是替代传统橡胶的新型高分子材料	14
3.2 TPV 下游主要为汽车行业，其他领域应用潜力巨大	15
3.3 TPV 行业壁垒高，公司具有核心竞争力	18
3.4 TPV 募投扩产 21000 吨，业绩增长可期	19
4. 公司项目储备丰富，技术水平保持前列	19
4.1 公司重视研发投入，技术创新能力强	20
4.2 医用 TPIIR 接力公司业绩增长	20
4.3 储备项目丰富，接力驱动公司内生增长	21
4.3.1 氢化丁腈橡胶 HNBR	21
4.3.2 轮胎气体阻隔层新型弹性体材料（DVA）	21
盈利预测及估值分析	23
财务报表分析和预测	25

图目录

图 1	2016H1 公司营业收入结构	6
图 2	公司历史重大事项一览	7
图 3	2013-2016H1 公司营业收入增长	7
图 4	2013-2016H1 公司产能利用率	7
图 5	2013-2016 公司归母净利润规模及增速	8
图 6	2013-2016Q1-Q3 公司三费占比、毛利率和净利率变动	8
图 7	2013-2016H1 公司细分产品营业收入 (万)	8
图 8	2013-2016H1 公司细分产品毛利率	8
图 9	发行前公司股权结构	9
图 10	公司所处行业上下游	9
图 11	2016H1 公司主营业务成本构成	10
图 12	国内乘用车销量走势图	10
图 13	国内家电销量 (万台)	10
图 14	改性塑料下游应用	11
图 15	2010-2015 年我国改性塑料市场需求及增长率	11
图 16	色母粒下游应用	12
图 17	2015 年改性塑料上市公司市场占有率估计	13
图 18	A 股上市公司改性塑料营业收入规模 (万元)	13
图 19	A 股上市公司改性塑料业务毛利率 (%)	13
图 20	2015 年金发科技改性塑料产品下游应用占比	14
图 21	2015 年普利特改性塑料产品下游应用占比	14
图 22	热塑性弹性体下游应用	15
图 23	Grand View Research 预测中国 TPV 市场规模 (亿美元)	16
图 24	TPV 在汽车中的应用	16
图 25	2014 年国内 TPV 需求结构	17
图 26	目前 TPV 全球及国内需求量估计 (万吨)	18
图 27	国内 TPV 汽车用量预测 (万吨)	18
图 28	2016 年公司在全球范围内 TPV 市场占有率估计	18
图 29	2016 年公司在国内市场 TPV 占有率估计	18

图 30	2013-2016H1 公司研发投入规模及占比.....	20
图 31	招股说明书签署日公司研发人员占比.....	20
图 32	西氏药业橡胶胶塞.....	21
图 33	子午轮胎结构图	22

表目录

表 1	改性塑料在汽车上的应用	12
表 2	TPV 和 EPDM 性能对比	14
表 3	募投产能计划	19
表 4	道恩股份盈利预测（百万）	23
表 5	可比公司估值	23

1. 国内热塑性弹性体龙头，业务稳健增长

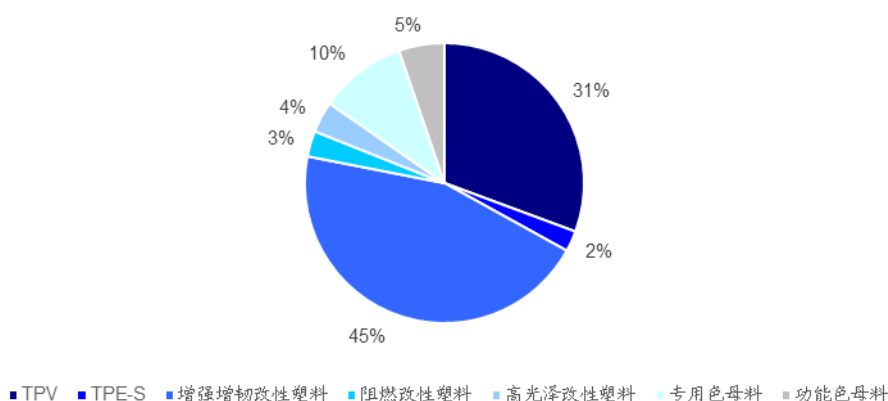
公司是国内热塑性弹性体龙头，竞争优势明显。公司主营业务为热塑性弹性体、改性塑料及色母粒生产。目前量产的热塑性弹性体品种主要为 TPV 和 TPE-S，获得国家科学技术发明二等奖，起草 TPV 国家行业标准。公司生产的改性塑料及色母粒聚焦高端产品领域，主要供给汽车和家电。公司目前产能利用率接近 100%，与国内外一流汽车及家电企业形成了稳定的合作关系，在技术、产品、销售服务等方面具有明显竞争优势。

2016 年，公司主要产品销量增加，产品结构优化，毛利率提升，带领公司营业收入和净利润快速增长。2016 年业绩快报显示实现营业收入 7.93 亿元，同比增长 26.6%，实现归母净利润 7906 万，同比增长 32.01%。

1.1 公司为国内热塑性弹性体龙头

公司为国家火炬计划重点高新技术企业，主要研发、生产及销售热塑性弹性体、改性塑料和色母粒。公司热属性弹性体产品包括动态全硫化热塑性弹性体 (TPV) 及 TPE-S；改性塑料产品主要是增强增韧改性塑料、高光泽改性塑料和阻燃改性塑料；色母粒产品主要为专用色母粒和多功能色母粒。

图1 2016H1 公司营业收入结构

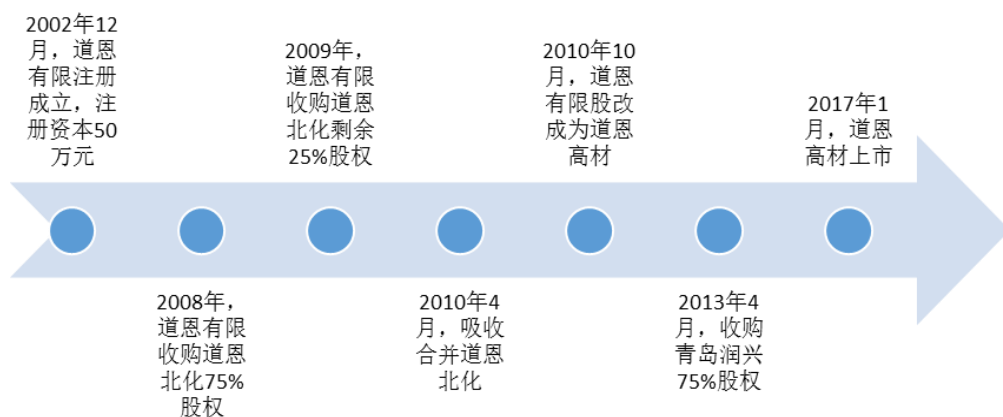


资料来源：招股说明书，海通证券研究所

公司是第一家使用“完全预分散-动态全硫化”技术生产 TPV 的国内企业，成功替代进口材料，首要起草热塑性弹性体 TPV 的国家行业标准，2008 年获得“国家科学技术奖技术发明二等奖”的荣誉。

公司前身道恩有限成立于 2002 年 12 月，之后随着股本扩大，兼并收购的开展，公司在热塑性弹性体和改性塑料领域的业务不断拓展。2008 年道恩有限收购道恩北化 75% 股权，并于 2009 年完成道恩北化 25% 的股权的收购，2010 年 4 月正式吸收合并道恩北化，收购道恩北化热塑性弹性体技术及改性塑料业务。2013 年 4 月，公司收购青岛润兴 75% 股权，看重青岛润兴下游客户的积累，收购青岛润兴色母粒及改性塑料业务，进一步提升公司核心业务的竞争力。

图2 公司历史重大事项一览



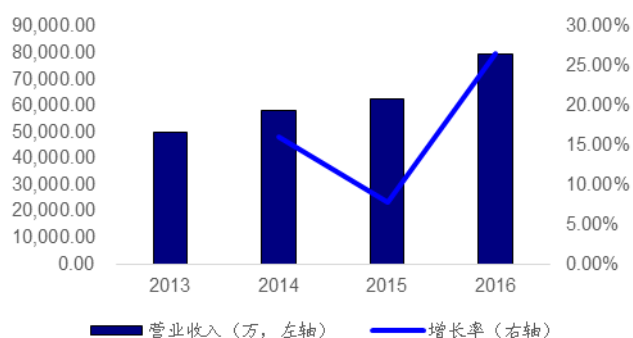
资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

1.2 历史业绩增长稳定, 公司发展稳健

2016年, 公司主要产品销量增加, 产品结构优化, 毛利率提升, 带领公司营业收入和净利润快速增长。2016年业绩快报显示实现营业收入7.93亿元, 同比增长26.6%, 实现归母净利润7906万, 同比增长32.01%。

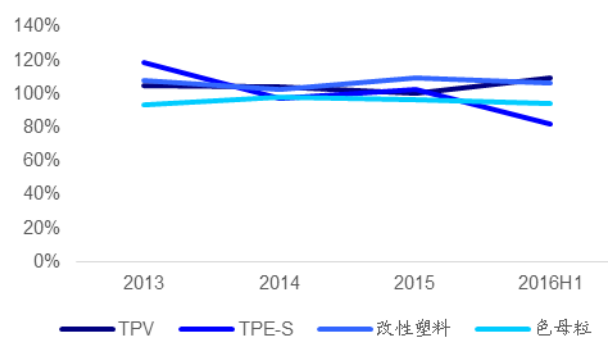
公司2013-2015年营业收入增长较为缓慢, 主要是受到公司产能限制, 2013-2016年上半年, 公司TPV、TPE-S、改性塑料、色母粒等业务产能利用率都接近100%。

图3 2013-2016H1 公司营业收入增长



资料来源: 招股说明书, 2016年业绩快报, 海通证券研究所

图4 2013-2016H1 公司产能利用率

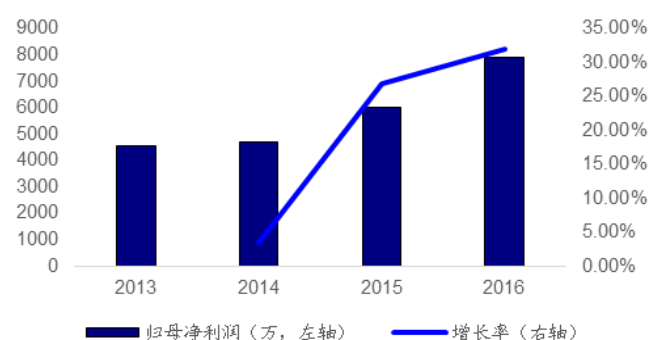


资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

2015年及2016年, 公司归母净利润增速在25%以上, 毛利率和净利率不断提升。2016年前三季度, 公司整体毛利率为25.35%, 净利率为11.32%, 在保持营业收入增长的同时, 公司的盈利能力不断增强。

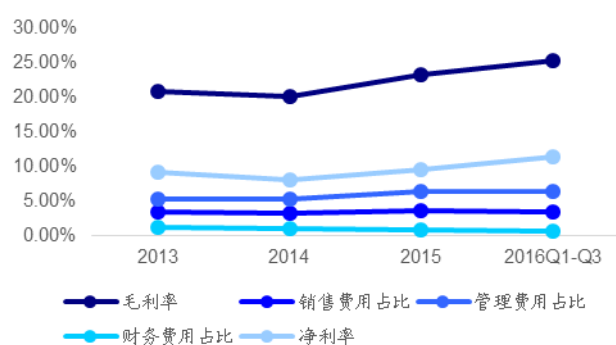
2013至2016前三季度公司三费水平比较稳定, 三费占比稳定在9.4%-10.8%, 销售费用占比和管理费用占比略有小幅增长, 财务费用占比下降。2016前三季度, 公司销售费用和管理费用占比分别从2013年的3.33%和5.18%上升至3.40%和6.44%。未来随着公司研发团队的扩充, 管理费用有可能进一步上涨。同时公司在新产能投放后, 需要扩大销售消耗产能, 因此销售费用也可能面临上升。目前公司的资产负债率较低, 截止2016年三季报, 资产负债率仅为30%, 且没有长期借款。因此公司的财务费用较低, 2016年前三季度财务费用占比仅为0.66%。未来由于扩产, 公司如有发债或借款需求, 可能造成财务费用增加。

图5 2013-2016 公司归母净利润规模及增速



资料来源：招股说明书，2016 年业绩快报，海通证券研究所

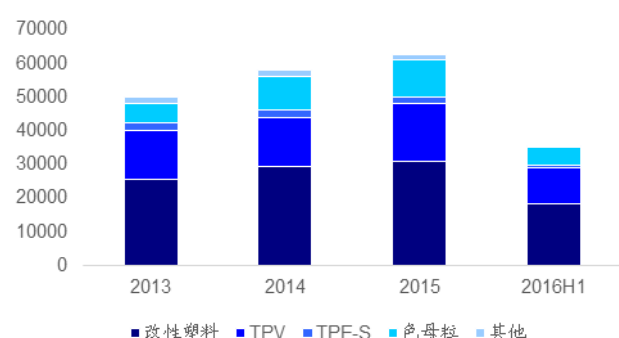
图6 2013-2016Q1-Q3 公司三费占比、毛利率和净利率变动



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

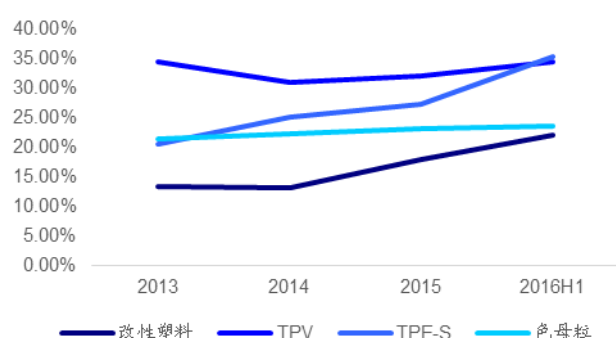
2016 年公司净利润增速高于营业收入增速,原因主要为公司产品结构变动及原材料价格下降带来的毛利率提升所致。公司产品中 TPV 毛利率最高,约为 30%-35%,2016 年公司产品结构中的毛利率较高的 TPV 占比逐渐增加,带动整体毛利率提升;改性塑料产品的下游客户中汽车行业占比增加,导致改性塑料的毛利率提升,未来改性塑料将主要面对汽车行业,预计改性塑料毛利率将稳定在 20%-25%。2016 年石油价格处于低位,公司原材料石化产品价格较低,带动改性塑料、TPE-S 及色母粒毛利率提升。

图7 2013-2016H1 公司细分产品营业收入 (万)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图8 2013-2016H1 公司细分产品毛利率



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

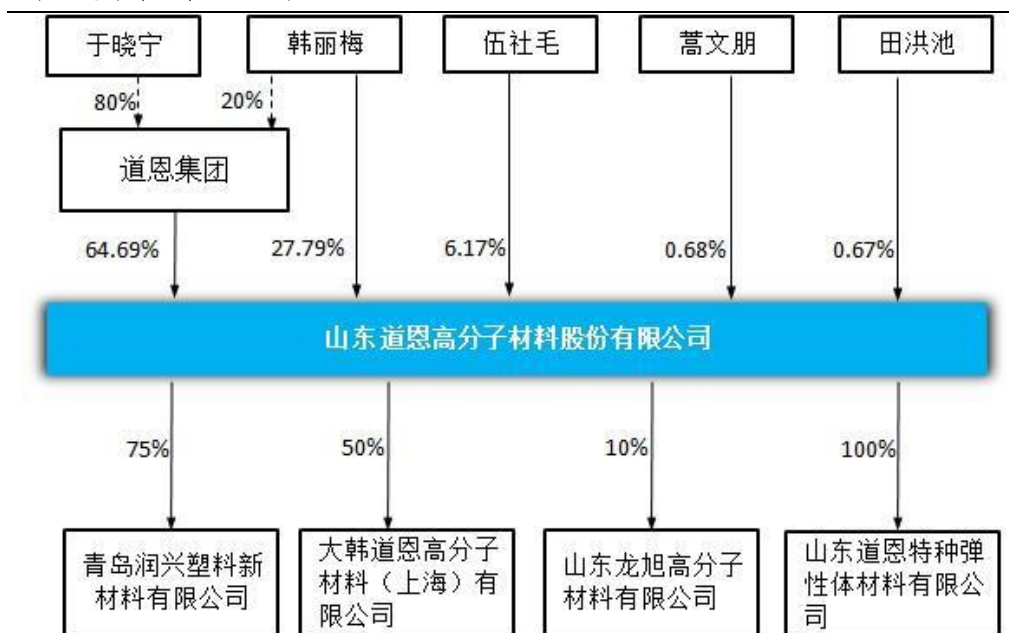
我们认为未来随着公司 TPV 扩产、新产品推出和产品结构调整,将进一步带动公司营业收入增长,以及毛利率和净利率的提升。

1.3 公司股权结构较为集中

公司首次公开发行 2100 万股,占公司目前总股本 25%。于晓宁先生为道恩集团实际控制人,持有道恩集团 80%的股份,发行后道恩集团持股比例为 48.51%。发行后公司自然人股东韩丽梅持有上市公司 20.84%的股份,同时持有道恩集团 20%的股权,且与于晓宁系夫妻关系,构成公司共同实际控制人。

发行后,于晓宁和韩丽梅夫妇持股比例高达 69.35%,股权结构非常集中。伍社毛、葛文朋及田洪池先生持股比例分别为 4.63%、0.51%和 0.50%。

图9 发行前公司股权结构

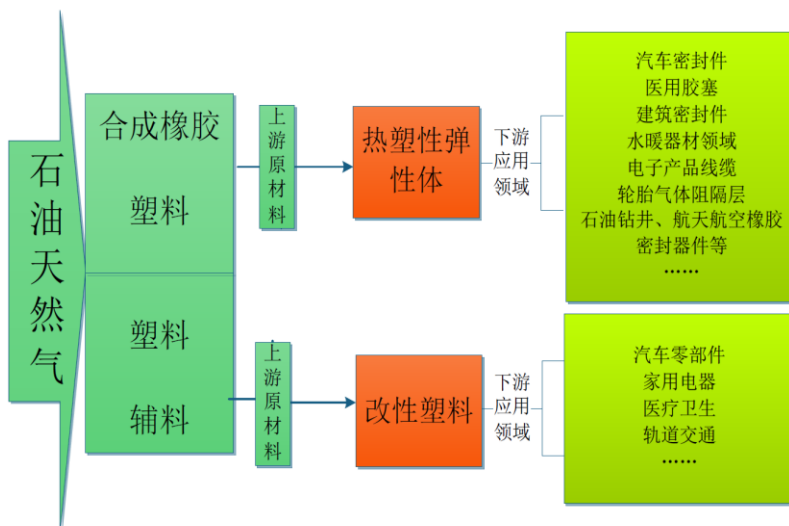


资料来源：招股说明书，海通证券研究所

1.4 上游为石化行业，新材料技术壁垒高

公司下游行业主要为汽车和家电行业，以及医疗卫生、轨道交通、建筑工程等领域。下游行业的景气程度会一定程度上影响公司的业绩情况。

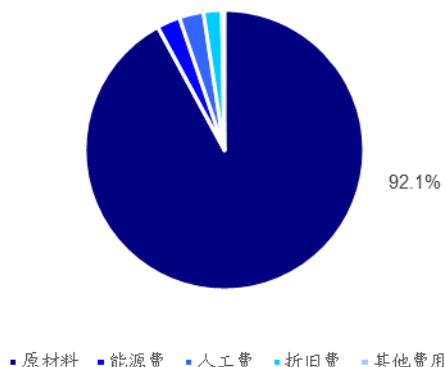
图10 公司所处行业上下游



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

上游原材料主要包括 PP、ABS、PA 等塑料材料，及 EPDM 等橡胶材料，且原材料成本占公司主营业务成本 90%以上，为公司主要成本来源。受其上游石油价格的波动影响，石油价格的上涨将导致公司采购原材料成本的上升。

图11 2016H1 公司主营业务成本构成



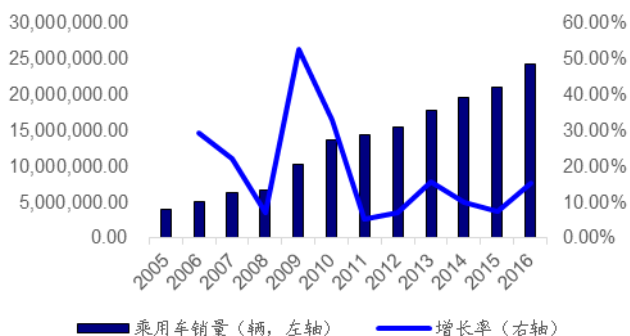
资料来源：招股说明书，海通证券研究所

但由于公司主营业务 TPV 属于新材料范畴，技术壁垒较高，产品的垄断性较强，上游材料价格的变化可以直接转嫁给下游终端，公司 TPV 业务的毛利率受石油影响较小，2013-2016H1，TPV 毛利率水平稳定在 30%-35%。目前下游需求空间较大，产品销量主要受公司产能限制，公司业绩将跟随投资扩产稳健增长。

改性塑料业务毛利率水平受石化产品影响较大。2014 年下半年开始，原油价格走低，带动石油化工原材料价格下降，公司改性塑料毛利率开始回升，从 2013 年的 13.44% 上升到 2016 上半年的 22.04%。未来公司改性塑料业务主要面向汽车领域，技术含量和毛利率提升，我们认为未来公司改性塑料毛利润受油价周期影响将会进一步降低。

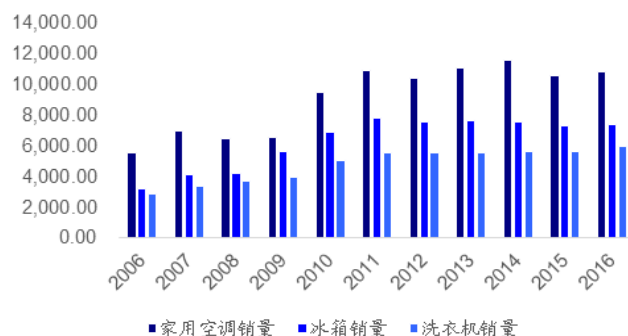
下游行业主要为汽车、家电等行业，目前国内汽车和家电行业尚处于上升阶段，且 TPV 和改性塑料在国内汽车领域的渗透率较低，下游市场开拓空间较大。

图12 国内乘用车销量走势图



资料来源：中国汽车工业协会，海通证券研究所

图13 国内家电销量 (万台)



资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 改性塑料和色母粒材料聚焦高端产品领域

公司生产的改性塑料和色母粒主要供给汽车和电器零部件制造商。经过多年的技术创新，公司诸多改性塑料核心技术达到国内领先或先进水平。自 2006 年以来，公司先后成为一汽集团、上海大众、长城汽车、日产汽车、吉利汽车、海尔集团、海信集团、九阳股份等多家国内企业及其零部件配套厂商的供应商，并形成了稳定的合作关系。子公司经营色母粒业务主要供海尔、海信等一流家电企业。改性塑料在汽车行业应用具有广阔发展空间，未来公司计划进一步提升下游汽车用改性塑料占比，扩产改性塑料 30000 吨，将带动公司改性塑料营收和毛利率提升，带动改性塑料部分业绩提升。

2.1 改性塑料应用广泛，在汽车领域应用空间大

改性塑料为向合成树脂中添加合适的改性剂，采用一定的加工成型工艺，从而制得具有新颖结构特征、能够满足各种不同性能要求的新型塑料材料的方法。通过改性、普通塑料可以达到性能增强、功能增加、成本降低等目的。

我国改性塑料产业有 20 多年的历史，改性塑料已成为现今新型塑料产业的重要组成部分，推动了塑料加工业的发展，同时促进了合成树脂、助剂和塑料机械行业的发展。目前改性塑料已经广泛的应用于汽车零部件、家电、医疗卫生、轨道交通等领域。得益于汽车、家电等诸多下游行业的快速发展和对新兴材料需求的不断提高，国内改性塑料市场需求增幅近年来一直保持在较高水平。

图14 改性塑料下游应用

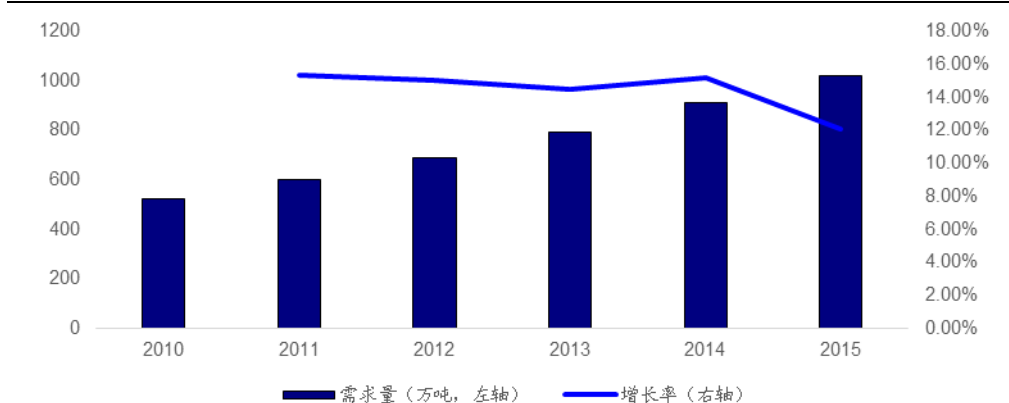


资料来源：招股说明书，海通证券研究所

根据中国产业信息网公布的数据，2014 年全球改性塑料需求量为 1.3 亿吨。2015 年该数值增至 1.44 亿吨，预计 2014-2020 年期间，全球改性塑料需求复合年增长率将达 4.6%。中国塑料改性塑料总产量从 2009 年的近 570 万吨上涨至 2015 年的近 1000 万吨，改性化率也从 8%增长到 19%，2010-2015 年期间改性塑料的需求增长率一直保持在 12%以上，预计未来 5-10 年国内改性塑料需求量增长仍将保持在 10%以上。

中国产业信息网预计未来行业“十三五”主要发展目标为：改性塑料制品产量年均增长 15%左右，工业总产值年均增长 12%左右，利润总额、利税总额年均增长 16%左右，进出口贸易额年均增长 10%左右，新产品产值率和科技进步贡献率分别提高到 10%和 40%，因此改性塑料的行业发展潜力巨大。

图15 2010-2015 年我国改性塑料市场需求及增长率



资料来源：中国产业信息网，海通证券研究所

汽车轻量化为改性塑料行业发展提供新机遇。改性塑料是最重要的汽车轻质材料之一，它在减轻汽车重量的同时还显著的降低了汽车生产厂商的生产成本。近年来，随着塑料改性技术的不断发展，越来越多的汽车零部件达到了材质塑料化的设计要求，改性塑料在汽车上的运用也从传统的装饰部件扩展到了功能部件。

表 1 改性塑料在汽车上的应用

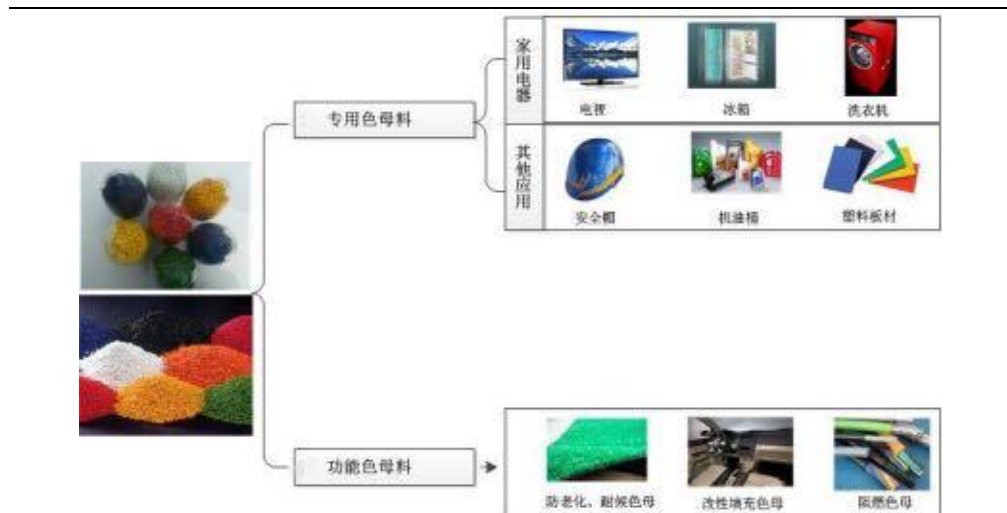
应用范围	典型零部件
内饰	仪表盘、副仪表板、门护板、立柱护板、门槛压板、座椅护板等
外饰	保险杠、散热器格栅、前风挡版、防擦条、后视镜、挡泥板等
电子电器	大灯、尾灯、空调壳体、组合仪表、开关面板、保险丝盒、接插件等
动力总成	空滤壳体、谐振腔、燃油管、膨胀箱、齿轮罩盖、进气歧管、皮带张紧器、活性炭罐、进气管、气门室罩等

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

与全球 42%的改性塑料用于汽车行业相比，在我国仅为 10%左右，预计未来几年汽车行业将成为工程塑料消费量增速最快的领域。国内生产的汽车在塑料材料的使用上与国外尚有较大差距，2002 年，发达国家汽车平均用塑料量达到 300kg/辆以上，占整车质量的 20%。根据中国合成树脂供销协会的预计，到 2020 年，发达国家汽车平均用塑料量将达到 500kg/辆以上，约占整车用料的 1/3 以上。据汽车工业协会相关工业分会测算，我国经济型轿车每辆塑料用量约为 50~60kg，重型载货车可达 80kg，中高级轿车塑料用量每辆为 100~130kg，远落后于发达国家每辆汽车平均用塑料量。按照我国汽车年产量 2500 万辆，300kg/台汽车改性塑料保守使用量，我国汽车改塑料需求量为 750 万吨。

色母粒广泛应用于塑料制品和化纤制品。TechSci Research 认为中国的色母粒市场将从 2015 年-2020 年以年复合增长率 12%的速度强劲增长，是中国母料市场中增长最快的品种。中国已经从色母粒进口国发展成为母料出口国。包装、建筑、汽车行业等终端用户行业的发展，推动了中国色母粒市场。消费者越来越关注产品的外观和环保，使得包装行业的色母粒和添加剂母粒需求也快速增长。色母粒为包装带来亮丽的外观，添加剂母粒则能增强包装的特性，如耐久性、耐火性和生物降解性等。

图16 色母粒下游应用



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

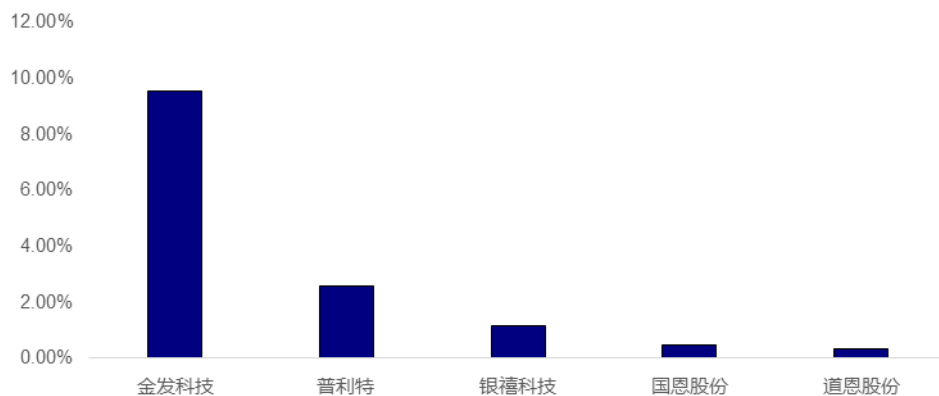
2.2 公司产品聚焦高端领域，改性塑料未来主要面向汽车领域

公司生产的改性塑料和色母粒主要供给汽车和电器零部件制造商。经过多年的技术创新，公司诸多改性塑料核心技术达到国内领先或先进水平。凭借雄厚的研发实力和持

续不断的技术更新能力，综合竞争优势稳居世界前列。自 2006 年以来，公司先后成为一汽集团、上海大众、长城汽车、日产汽车、吉利汽车、海尔集团、海信集团、九阳股份等多家国内企业及其零部件配套厂商的供应商，并形成了稳定的合作关系。

按照我国市场 2015 年 1000 万吨改性塑料需求量来估算，估计公司的改性塑料产量规模在国内市场占有率约为 0.36%，在整个改性塑料行业中占比较小。

图17 2015 年改性塑料上市公司市场占有率估计

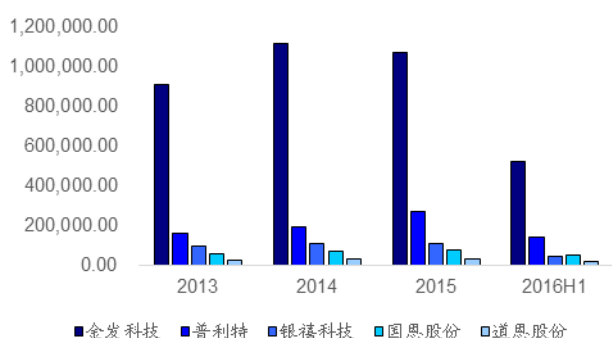


资料来源：各公司年报，海通证券研究所

从营收规模的角度来看，公司改性塑料的业务目前居国内第二梯队，在 5 家改性塑料上市公司中排名第五。从盈利能力上看，2016 年上半年毛利率水平排名第二仅次于普利特。

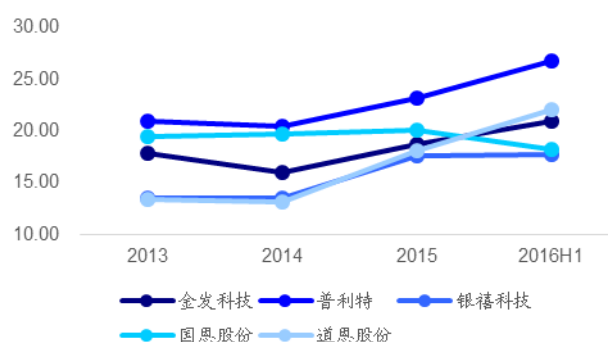
改性塑料受到石油化工原材料成本波动影响较大，上市公司改性塑料业务成本结构中约 90% 的成本为原材料成本，但各家毛利率波动水平各不相同。5 家上市公司中普利特的毛利率水平最高，2013-2016 年毛利率水平维持在 20%-25%。规模较大的金发科技毛利率波动大约在 15%-20%，这与公司的产品结构息息相关。2015 年，金发科技的下游以家电等非汽车行业为主，汽车行业占比仅为 40%，而普利特下游汽车行业占比高达 84%，汽车行业改性塑料的毛利率相对较高，因此普利特的盈利能力更强。公司目前改性塑料下游应用中汽车行业应用占比大约为 50%，家电等非汽车行业应用占比为剩余 50%，因此公司毛利率水平介于金发科技与普利特之间。

图18 A 股上市公司改性塑料营业收入规模 (万元)



资料来源：公司年报、半年报，海通证券研究所

图19 A 股上市公司改性塑料业务毛利率 (%)

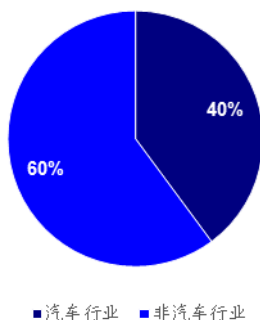


资料来源：公司年报、半年报，海通证券研究所

公司未来改性塑料主要目标市场为汽车市场，预计公司改性塑料毛利率将会进一步提升，盈利水平提高，受油价波动的影响也会进一步降低。公司 TPV 和改性塑料均瞄准汽车行业，市场具有较大重叠性。我们认为公司未来将凭借在 TPV 领域内国内领先的市场优势、专业能力和公司已经建立起来的下游行业客户渠道，不同产品的销售团队横向合作，发挥协同效用，带动汽车改性塑料的配套销售。

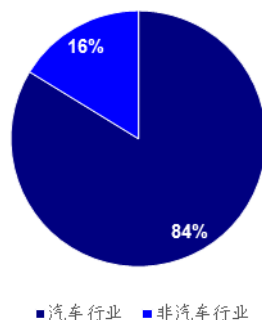
在家电改性塑料和色母粒业务方面，公司是九阳股份的主要供应商，公司子公司青岛润兴是海尔、海信等的色母粒供应商，在高端色母粒方面具有较强竞争力。海尔和海信公司在冰箱和洗衣机方面具有很高的市场占有率，因此公司重视与海尔、海信等大厂的合作关系，通过青岛研发中心，与下游客户紧密合作，扩大在下游客户供应商中的市场占比。

图20 2015 年金发科技改性塑料产品下游应用占比



资料来源：公司 2015 年报，海通证券研究所

图21 2015 年普利特改性塑料产品下游应用占比



资料来源：公司 2015 年报，海通证券研究所

同时公司在改性塑料方面也储备了多个新品种，包含应用于家电类的具有高强度和刚度的抗柔顺剂增强聚丙烯洗衣机专用料、用于装饰部件的挤出级类金属效果 PMMA 改性专用料，塑钢型材挤出级超耐候 ASA 改性专用料，应用于汽车领域的长玻纤增强聚丙烯复合材料、汽车内饰用环保型微发泡聚丙烯复合材料，以及无卤阻燃材料，其他汽车改性塑料等。

3. TPV 性能达国际先进水平，应用需求空间巨大

TPV 兼具传统橡胶的高弹性能和塑料的热塑性加工性能，可以重复加工，回收利用，是替橡胶的绿色材料。公司生产的 TPV 下游应用主要为汽车领域，是汽车轻量化的重要材料，主要竞争对手为埃克森美孚、三井石油化学等海外企业。公司的 TPV 材料性能与埃克森美孚产品基本一致，可完全实现进口替代，已获得大众、通用、福特等海外厂商的认证，逐渐切入海外市场。我们认为公司 TPV 未来在国内汽车应用渗透率将不断提升，在水暖、线材及建材领域应用有待开拓。

3.1 热塑性弹性体是替代传统橡胶的新型高分子材料

表 2 TPV 和 EPDM 性能对比

	TPV	EPDM
加工性能	1.加工工艺简单，成本低 2.不需硫化，无毒环保，不需填料 3.工艺稳定，废品可 100%回收利用 4.着色性能好 5.加工设备简单，投入少	1.加工工艺复杂，成本高 2.必须硫化，含有毒物质，填料多 3.工艺不稳定，废品不能利用 4.着色性能差，不易制成彩色制品 5.加工设备复杂，投入大
使用性能	1.耐候性能好 2.比重小（0.90-0.97） 3.硬度范围广（25A-54D） 4.耐高、低温性能优异 5.耐酸碱性能优异	1.耐候性能好 2.比重大（1.2-1.4） 3.不能生产 40A 以下的产品 4.耐高、低温性能优异 5.耐酸碱性能优异
原料成本	2.2-3.5 万元/吨	1.5-3 万元/吨
综合成本	原料成本高，但加工成本低，可回收利用，综合成本 TPV 较低。	

资料来源：海通证券研究所整理

热塑性弹性体是替代传统橡胶的新型高分子材料，是传统橡胶的升级品种，是一种石油节约型、能源节约型的可持续发展的“绿色”高分子材料，兼具传统橡胶和塑料的特征，制造出使用时是高弹橡胶态，加工时是塑料态，并且无需硫化。充分满足了低能耗加工、可重复加工性能的要求。目前热塑性弹性体已经发展到了十几个品种，包括 TPE-S, TPV, TPU, TPEE, TPO 等。

TPV 为动态全硫化热塑性弹性体，是一种通过反应加工技术将塑料和橡胶复合制备而成的高性能热塑性弹性体。它相对于普通塑料具有优异的耐候性，与 EPDM 相当，具有良好的弹性和抗压缩变形性，多年后仍能保持原有形状不变。TPV 相比起传统橡胶具有以下优点：

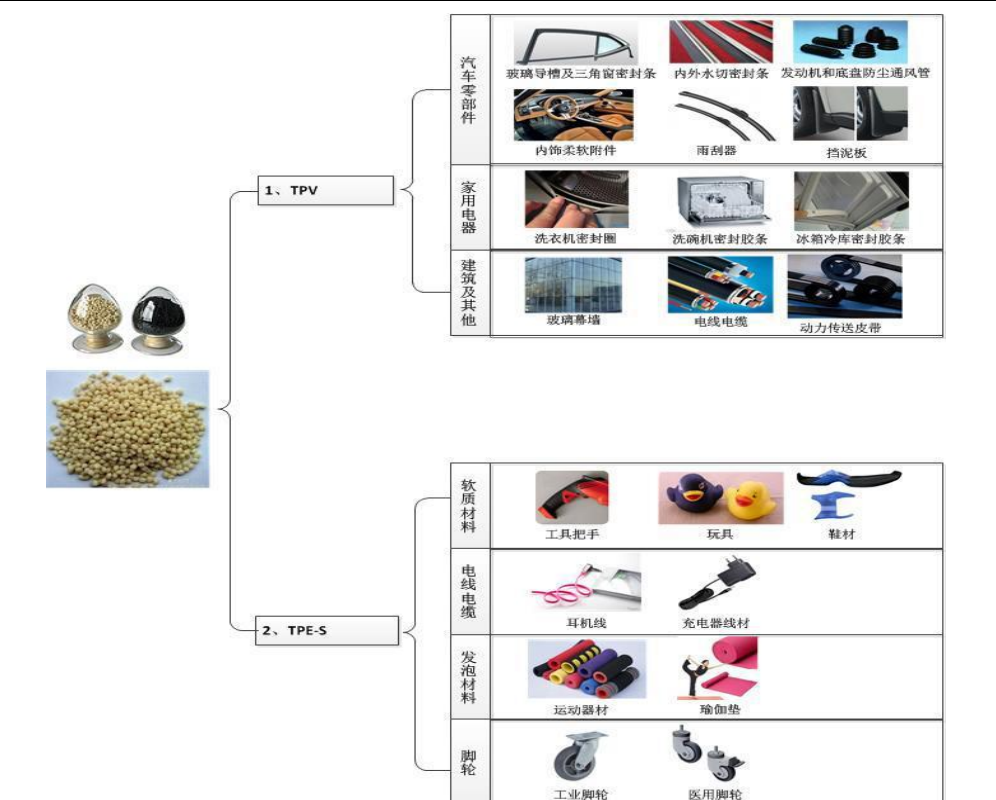
(1) 绿色可回收。传统橡胶由于化学交联作用几乎不能回收，因此橡胶产业也被称为“黑色污染”，消耗大量不可再生资源。而 TPV 则可以完全回收再利用，缓解石油资源危机，实现可持续发展的目标。

(2) 易加工，能耗低。传统橡胶行业能耗极高，属于高分子材料制品产业中能耗最高的生产企业。而 TPV 则可以采用塑料材料的热塑性加工性能，简单注塑成型即可，并且不存在废料，可以达到 100% 利用。和传统橡胶加工成型相比，热塑性弹性体加工成型能耗降低约 75%，加工生产效率提高 10 倍。

(3) 符合轻量化趋势。相比起传统橡胶，TPV 的质量比重更轻，用在汽车上，相比传统橡胶件可以减轻重量，符合汽车轻量化的趋势。

3.2 TPV 下游主要为汽车行业，其他领域应用潜力巨大

图22 热塑性弹性体下游应用



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

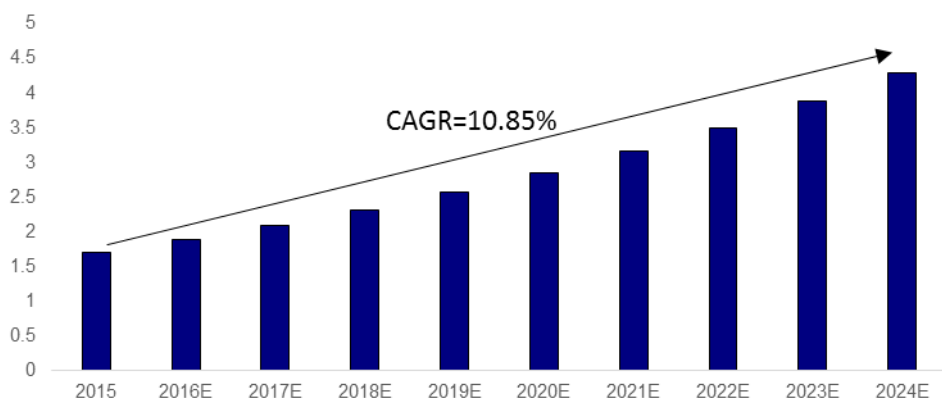
Freedonia Group 预测，全球热塑性弹性体将保持每年 5.2% 的增长，到 2019 年全球需求达 670 万吨，突破 240 亿美元。亚太地区将是热塑性弹性体需求最大的市场，该地区对热塑性弹性体材料需求将以高于平均水平速度实现增长，预计截至 2019 年该地区

需求将占全球需求的 50%。中国将会是世界上 TPE 产品消费最大国家，该地区每年市场需求增长速度接近 8%。

过去就随着汽车销量的增长，TPV 一直是热塑性弹性体中增长最快的品种，复合增速约 10%-20%。Freedonia Group 认为，未来在热塑性弹性体的各个子分类中，TPV 将继续为增长最快的产品品种，广泛应用与汽车、医疗以及其他消费产品。

美国 Grand View Research 咨询公司发布的中国热塑性硫化橡胶 TPV 市场报告指出，2015 年中国 TPV 市场规模已超过 1.7 亿美元（约合 12 亿人民币），未来 9 年将保持复合增长率 10.85%，中国 TPV 市场规模将在 2024 达到 4.3 亿美元（约合 30 亿人民币）。

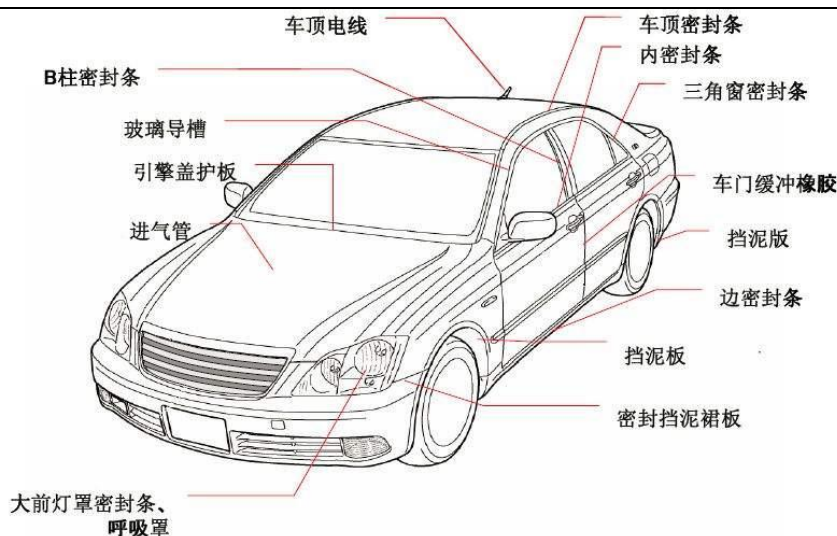
图23 Grand View Research 预测中国 TPV 市场规模（亿美元）



资料来源：Grand View Research，海通证券研究所

TPV 的主要消费市场为汽车行业。TPV 主要用于替代汽车的非轮胎橡胶件，如车窗密封条、防尘罩、进气系统、车身密封件、内外饰等。汽车密封条是 TPV 制品中用量最大的一个产品，以前汽车密封条是以橡胶为主，而由于 TPV 具有优异的耐曲绕、耐压缩变形率大、耐高温以及其比重轻等性能逐渐在中高端汽车领域抢占了一定的份额。

图24 TPV 在汽车中的应用



资料来源：宝瑞龙高分子代理，海通证券研究所

传统橡胶的比重为 1.3，目前 TPV 比重大约 0.97，因此采用 TPV 替代传统橡胶大约可以降低 30% 的重量，随着 TPV 发泡技术的不断改进，比重将进一步下降。因此 TPV 是汽车轻量化中重要的材料。

工业和信息化部发布了《汽车有害物质和可回收利用率管理要求》，自 2016 年 1 月 1 日起，对总座位数不超过九座的载客车辆（M1 类）有害物质使用和可回收利用率实施管理。汽车整体回收率的提高要求，使得汽车制造厂商对于汽车配件生产材料的可回收标准特别是非金属材料的回收要求不断提高，TPV 凭借其良好的可回收和重复利用

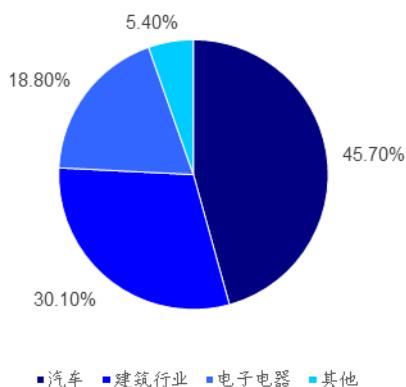
汽车行业轻量化和绿色环保的趋势，将促进热塑性弹性体在北美、西欧以及发展中国家汽车行业更广泛的使用。TPV 比重轻，可以降低汽车能耗、提升汽车动力。虽然原材料价格相对较高，但制造成本大大降低，相对于传统橡胶密封条价格增长不明显，预计未来 TPV 替代传统橡胶的速度将加快。

水暖行业的软管也可以用 TPV 材料替代。相比起传统橡胶，TPV 的异味小，耐老化和耐温性能好。但水暖行业的 TPV 为白色 TPV，与汽车行业使用的黑色 TPV 不同，因此需要不同的生产线来生产。公司 TPV 经美国 NSF 认证，具有优良的耐压力爆破性能和耐高温性能，填补了国产 TPV 性能无法满足高档水暖器材的空白，对比市场供应商埃克森美孚具有成本优势。

此外，TPV 还可以用在电线电缆领域作为包覆材料，应用于耳机线、充电线、音频线、数据线等，直接通过挤出机挤出。随着国内外对电缆料防滑性能和环保性能的要求越来越迫切，高性能的阻燃热塑性弹性体电缆料将逐渐代替传统的电线电缆料。TPV 作为电缆料具有哑光特性，因此也可以用于掺杂在 TPE-S 中使线缆具有哑光外观。这部分需求量预计在一万吨到几万吨。

TPV 用在建筑行业的主要应用也是密封条。建筑橡胶密封条主要用于建筑的门窗和幕墙密封。近年来，建筑业的快速发展带来门窗、幕墙的大量增加，从而引起对橡胶密封条的较大需求。但建筑用 TPV 对性能要求相对较低，因此建筑用 TPV 的价格和毛利率相对较低。此外，TPV 还可以用在轨道交通铁道垫板等领域。

图25 2014 年国内 TPV 需求结构



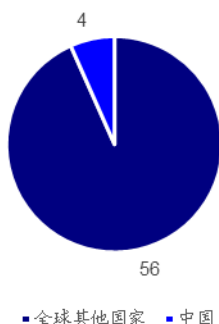
资料来源：塑伯橡胶，海通证券研究所

目前 TPV 价格约为 3 万/吨，估计 15 年国内 TPV 市场年需求量为 4.4 万吨。按照年均 10.85% 估算，目前国内 TPV 市场年需求量为 4.434 万吨，相对于目前全球约 60 万吨的需求量而言差距极大。按照其中 46% 用于汽车来估计，汽车约为 2.04 万吨。假设每辆车的车窗密封件使用 2.5kg TPV 材料，1.84 万吨如果全部用于车窗密封件大约对应 816 万台车，按照 2016 年 2438 万台乘用车销量计算，大约对应渗透率 33%。假设每辆车整车需要使用 5kg TPV 材料，1.84 万吨大约对应 408 万台车，大约对应 2016 年渗透率 16.7%。

按照中汽中心数据资源中心预测最新的销售数据预测，到 2020 年国内汽车总销量 2877 万辆，按照每辆车车窗密封件 2.5kg TPV 材料计算，对应汽车 TPV 总需求为 7.19 万吨。按照每辆车整车 5kg TPV 材料计算，对应汽车 TPV 总需求为 14.39 万吨。按照全球目前约 50% 用于汽车领域来估算，国内 TPV 总需求约 28~30 万吨，对应市场规模

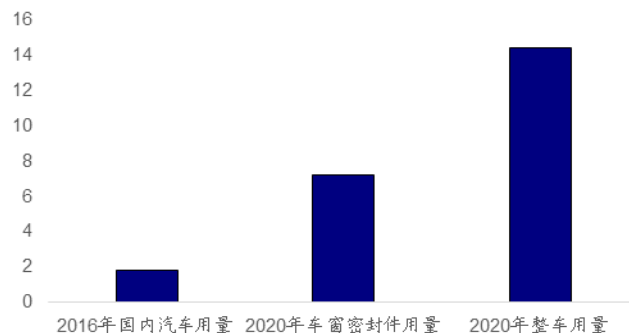
为 84~90 亿。

图26 目前 TPV 全球及国内需求量估计 (万吨)



资料来源：海通证券研究所

图27 国内 TPV 汽车用量预测 (万吨)



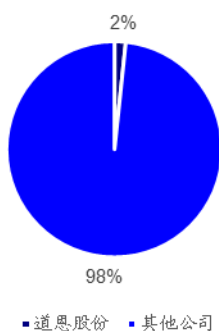
资料来源：海通证券研究所

3.3 TPV 行业壁垒高，公司具有核心竞争力

TPV 生产对于设备和工艺要求比较高，设备性能的高低和工艺流程的合理性对产品质量的高低和品质稳定性具有至关重要的作用，公司的核心设备均自行设计、委托生产，行业的技术壁垒较高。

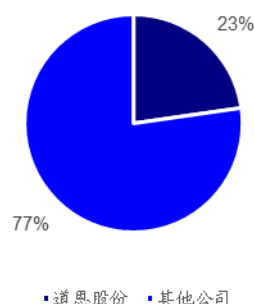
TPV 行业集中度很高，目前全球前三大 TPV 生产商为埃克森美孚，Teknor Apex 和三井石油化学，也仅有道恩股份加三家巨头可以生产汽车用 TPV。目前道恩股份的技术水平处于行业认可前两位的水平，仅次于埃克森美孚。公司掌握的 TPV 微发泡技术水平赶超埃克森美孚，成为国际上为数不多能够掌握 TPV 微发泡技术的企业。在规模方面，公司约排行业第四位，相比其他几家巨头，目前产能有限。

图28 2016 年公司在全球范围内 TPV 市场占有率估计



资料来源：海通证券研究所

图29 2016 年公司在国内市场 TPV 占有率估计



资料来源：海通证券研究所

国内其他还有金陵奥普特、台湾南帝、科信高分子、特威塑胶、新亚高分子等可以生产 TPV，但产量较小，且下游主要用于建筑、电线电缆等领域，与公司的汽车用高端 TPV 产品有一定的差距，要切入汽车市场所需时间较长，目前还不能与公司竞争。

随着 TPV 需求的不断增长，各大巨头也纷纷提出 TPV 扩产计划。埃克森美孚为行业龙头，其 TPV 产品为“SANTOPRENE 山都平”享誉全球，目前埃克森美孚在美国和欧洲各有一个工厂生产 TPV，并在 2016 年计划扩产 25%的产能，预计将于 2017 年建成。Teknor Apex 在 2010 年收购荷兰 DSM 业务，“SARLINK”品牌为全球第二大 TPV 品牌，目前在美国和比利时各有一个 TPV 工厂，公司“MEDALIST”专门生产医用 TPV。三井石油化学为亚洲最大的 TPV 生产厂，旗下的 TPV 产品为“MILASTOMER”系列，在日本用于一座 TPV 生产厂。三井目前也有扩产计划，打算扩产年产 5000 吨 TPV 的

产能, 预计将于 2017 年 6 月建成。

公司的技术实力、产品性价比、下游客户、服务水平等构成了公司在 TPV 行业中竞争的核心竞争力, 逐渐形成了对国际其他大厂产品的市场替代:

(1) 公司所做的 TPV 产品技术先进, 已经达到了国外同类产品的先进水平, TPV 产品的性能全球公认处于前两位。目前公司所做的 TPV 定位高端, 其中 85% 以上用于汽车领域, 主要覆盖汽车中的车窗密封件、防尘罩等零部件。

(2) 产品性价比高。公司产品保持一流性能的同时, 价格相对于埃克森美孚等国际厂商具有竞争力。目前公司标准型 TPV 售价约为 3 万/吨 (含税), 经济型 TPV 售价 2.6 万/吨 (含税), 埃克森美孚价格约在 3.5-3.9 万/吨 (含税)。同时公司主要服务国内汽车制造市场, 相比起海外厂商更贴近客户, 可以为汽车厂商节省资金成本。

(3) 下游客户锁定性强。汽车行业认证周期长, 壁垒高, 性能指标及下游模具都需要配套, 一旦进入供应体系, 销售和供货稳定, 下游厂商不会轻易换供应商。公司已经与鬼怒川、申雅密封件、库博公司、和仁宝利得、井上华翔等全球汽车密封系统、汽车防尘罩系统行业龙头建立了合作关系, 产品已经进入日产汽车、本田汽车、大众汽车、通用汽车、福特汽车等国际一流汽车厂供应体系。

(4) 专业化开发服务好。下游客户需求具有多样性和差异性, 需要材料生产企业能够“对症下药”。公司的专业化开发能力强, 与汽车零部件厂商共同开发适应市场需求的产品, 相对于海外厂商贴近国内客户, 可以提供“零距离”贴身服务, 能够根据下游客户的不同要求提供差异化的设计。

3.4 TPV 募投扩产 21000 吨, 扩张 175%, 业绩增长可期

表 3 募投产能计划

项目名称	产能规划 (吨)	投资金额 (万元)	项目建成期 (年)
TPV 扩产	21000	18533	2
改性塑料扩产	30000	8300	2
医用 TPIIR 项目	10000	9000	2.5
企业技术中心	-	3200	2

资料来源: 海通证券研究所整理

16 年公司 TPV 产能为 12000 万吨, 公司拟投资 1.85 亿扩产热塑性弹性体 TPV, 预计项目建设期为 2 年, 完全达产后将新增 21000 吨 TPV 生产能力, 相对于 16 年产能扩张 175%, 公司 TPV 的总产能将达到 33000 吨。

公司原有 TPV 产能主要供应汽车行业, 占比 85%-90%。募投项目根据国内外 TPV 应用技术研究的最新进展和市场需求的最新趋势, 将应用领域扩展到水暖器材、电线电缆、轨道交通铁道垫板及建筑密封件等领域。随着国内汽车 TPV 渗透率提升, 公司 TPV 产品出口到海外切入外资汽车, 下游应用的拓展, 我们预计新产能将能够顺利消化。

4. 公司项目储备丰富, 技术水平保持前列

公司项目储备丰富, 重视技术研发, 技术水平保持前列。公司拥有 4 个国家级研究平台, 目前研发团队人数达 100 人以上, 占公司总职工比例超过 20%, 承担多项国家重点研究课题, 与北京化工大学联合成立“科研开发联合实验室”, 积极研发其他新型热塑性弹性体材料。目前技术储备情况良好, 重点研发项目包括轮胎阻隔层新型橡胶材料 (DVA), 应用于军工、航天、石油勘探等领域的高耐热耐油氢化丁腈橡胶, 无卤阻燃材料及汽车改性塑料等。

4.1 公司重视研发投入，技术创新能力强

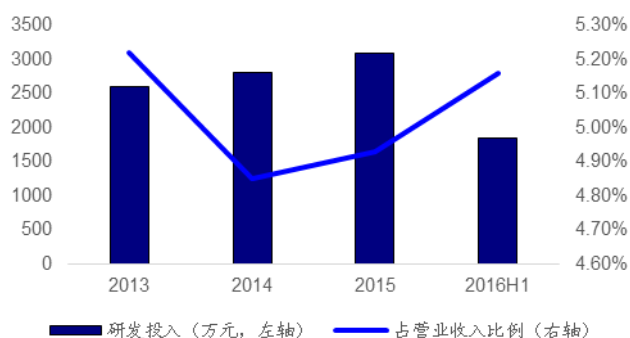
公司实际上为技术驱动型，从事的高分子复合新材料行业属于高技术产业，技术密集，新技术、新工艺和新产品的开发和应用是公司赢得市场的关键。公司拥有国家级企业技术中心、国家创新能力建设平台、国家 CNAS 认证实验室、国家地方联合工程实验室等四个国家级研发平台及四个省部级研发平台。

近年来，公司围绕高分子复合材料在汽车、电器等主要下游行业的应用需求，进行了有针对性、前瞻性的持续技术研发和产业化生产，并取得了一系列具有国际先进、国内领先的技术成果和荣誉，公司生产的改性塑料产品和 TPV 产品先后被认定为“国家重点新产品”。截止招股说明书签署日，公司拥有发明专利 17 项，30 项实用新型专利，受邀主持或参与制定了 9 项国家标准和行业标准，先后承担过包括国家 973 计划、国家“十一五”、“十二五”科技支撑计划项目等在内的多项国家和省部级科技计划项目。

2013 至 2016H1，公司的研发投入一直增长，研发投入占营业收入的比例保持在 5% 左右。2016 年，公司研发投入预计约 4000 万元，占营业收入的 5%。目前公司研发团队超过 100 人，占公司总体职工人数超过 25%，公司未来打算进一步扩充研发团队，不断提升公司的技术水平，以化工新材料为主要方向，强化公司的核心竞争力。

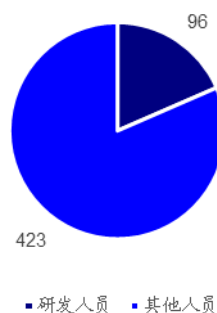
公司一直重视与行业内著名研究机构、企业合作研发工作。先后与北京化工大学、青岛科技大学、安徽华峰医药橡胶有限公司等合作研发，并与北京化工大学联合成立了“科研开发联合实验室”。

图30 2013-2016H1 公司研发投入规模及占比



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图31 招股说明书签署日公司研发人员占比



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

4.2 医用 TPIIR 接力公司业绩增长

随着医药工业的飞速发展，对药品包装材料提出了越来越严格的要求。橡胶瓶塞作为药品直接接触的医药包装材料更是影响药品质量的关键部件之一。医药橡胶塞即抗生素粉针剂、输液制剂以及口服液制剂的瓶口封装材料，最早时期国内采用的是天然橡胶，后来多用热固性溴化丁基橡胶。

热塑性医用溴化丁基材料 (TPIIR) 也是 TPV 的一种，是一种替代传统医用硫化丁基胶塞的替代材料。传统热固性溴化丁基胶塞在生产时会产生大量的边角废料 (约 15%)，导致大量原材料浪费；加工过程复杂，流程过长；能耗高，生产效率低下；在制造过程中产生粉尘、硫化烟气，环境污染问题严重。

TPIIR 具有很多优势，结构简单，无浪费，用 TPIIR 可以节省能耗 75%；生产简单，使用机械手自动注塑，生产效率比传统胶塞会高出 10 倍，容易保持超净环境；综合成本相对于传统热固性溴化丁基橡胶大约低 10.7%；安全性很高，毒性更低，橡胶成分不容易迁移至药液，可以和药品直接接触；并且由于 TPIIR 的微观结构，使得针刺过程不易掉屑。

根据产业信息网提供的数据,我国丁基胶塞行业从 2008 年的销售规模 14.72 亿元增长到 2014 年的 70.2 亿元,行业增长了近 5 倍,行业发展迅速。千讯咨询统计 2015 年中国药用胶塞行业市场规模为 96.9 亿元,2016 年达到 110.8 亿元,同比增长 14.34%。到 2015 年末,国内市场医用丁基胶塞需求量达 439 亿只。

图32 西氏药业橡胶胶塞



资料来源:西氏药业,海通证券研究所

目前全球仅有埃克森美孚和 GLS 公司(2007 年被普立方收购)生产医用热塑性弹性体材料,由美国西氏药业生产医用胶塞。公司募投 10000 吨医用溴化丁基橡胶产能,预计销售价格为 3.5 万/吨。现阶段打算以出口为主,已经拿到美国 FDA 的药物主控文档 DMF 备案,及美国药典(USP) Class VI 认证,与下游医药胶塞生产企业安徽华峰医药橡胶建立战略合作关系。

4.3 储备项目丰富,接力驱动公司内生增长

4.3.1 氢化丁腈橡胶 HNBR

随着油田采油技术的发展、现代军工和汽车工业提出的特殊要求,橡胶部件需要经受耐热、耐高温、耐高压、耐氧化燃油和耐腐蚀换件等条件越来越苛刻,普通的丁腈橡胶的耐热性、耐臭氧老化等性能不能满足这些苛刻条件。

HNBR 为高耐热耐油材料,并且具有良好的耐臭氧老化、耐硫化氢、耐化学介质腐蚀性能,并且具有较好的低温性能、高拉伸强度、高耐磨性、较小的长期压缩永久变形及良好的老化后屈挠性能。可以替代氟橡胶及其他特种橡胶,成为汽车工业、石油工业、航天航空以及军工国防等领域的重要特种橡胶的来源。

根据日本瑞翁公司统计,日本、欧洲的 HNBR 需求量都以每年 15%-25%的速度增加,随着各领域对高耐油耐高温橡胶材料的需求增加,HNBR 的应用越来越广泛,需求量越来越大。目前 HNBR 主要应用的领域有航空燃油管和密封圈,石油勘探中的封隔材料、胶管、护套等橡胶部件,汽车发动机的同步齿形带、密封件和燃油胶管等。

目前国内使用的 HNBR 基本上依赖进口,目前国内需求量约为 2000-3000 吨/年。全球目前由德国朗盛和日本瑞翁两家公司生产,产能估计约 2.2 万吨/年,预计全球市场需求量为 2 万-3 万吨/年。上海赞南科技作为第三家公司目前可以生产用于同步带和密封件的 HNBR。目前道恩股份已经完成中试线实验,未来规划将投产新产能,目前 HNBR 价格约为 20 万/吨,毛利率水平较高,随着对 HNBR 材料的需求增加,HNBR 的国产替代将成为公司业绩的一个新增长点。

4.3.2 轮胎气体阻隔层新型弹性体材料(DVA)

随着汽车行业大发展，轮胎行业轻量化、高气密性成为该行业的发展趋势，开发使用于无内胎轮胎气体阻隔层的热塑性弹性体材料称为该领域的研究热点。该材料主要用于无内胎轮胎的内衬气密层，粘附到汽车轮胎内部起到气体阻隔层的作用，最初由埃克森美孚公司研发，是第三代气体阻隔层材料。

图33 子午轮胎结构图



资料来源：汽车之家，海通证券研究所

DVA 材料主要用于替代二代气体阻隔层材料热固性硫化丁基橡胶，可使轮胎气体阻隔层重量减少 60%，气密性提高到原有的 10 倍以上。因此 DVA 材料对提高汽车的节油性、行使安全性、节约制造成本和降低能源浪费等方面具有重要意义。

目前全球仅有埃克森美孚公司成功制备了该材料，并命名为 DVA 材料，并在 GOODYEAR 轮胎上得到初步应用。公司自主研发，项目储备 8 年，已经完成了实验室小试工作，正在进行中试线实验。项目联合风神轮胎公司正在开展相关测试工作，得到国家“十二五”支撑计划的支持。

盈利预测及估值分析

按公司招股说明书规划，保守估计公司 17、18 年业绩情况，假设：

(1) 公司按照招股说明书募投产能释放规划扩产，到 2018 年溴化丁基项目暂时不释放产能；

(2) 新增产能释放良好，每年新增产能产销量达 100%；

(3) 随产品结构调整，公司产品毛利率略有上升。

表 4 道恩股份盈利预测 (百万)

	2015	2016H1	2016E	2017E	2018E
TPV					
营业收入	170.62	107.44	241.85	317.92	417.95
营业成本	115.78	70.32	158.29	205.06	269.57
毛利率	32.14%	34.55%	34.55%	35.50%	35.50%
TPE-S					
营业收入	20.41	8.37	24.72	24.72	24.72
营业成本	14.82	5.40	16.07	16.07	16.07
毛利率	27.40%	35.47%	35.00%	35.00%	35.00%
改性塑料					
营业收入	308.10	181.09	409.93	483.72	530.96
营业成本	252.55	141.18	327.95	384.56	422.11
毛利率	18.03%	22.04%	20.00%	20.50%	20.50%
色母粒					
营业收入	112.43	53.93	116.22	116.22	116.22
营业成本	86.33	41.22	90.65	89.49	89.49
毛利率	23.22%	23.56%	22.00%	23.00%	23.00%

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

16、17、18 年预测 EPS 分别为 0.96、1.41、1.92 元，公司改性塑料业务所属行业上市公司 17 年预测市盈率平均为 23 倍；公司主营热塑性弹性体业务属于化工新材料类，国内化工新材料上市公司估值水平约为 17 年预测市盈率 PE 33~65 倍。

2016 年 12 月 23 日美国特殊化学品上市公司科聚亚 Chemtura (CHMT) 公告朗盛集团 (Lanxess) 将以每股 33.50 美元，收购价格较 9 月 23 日收盘价溢价 18.9%，总价值约为 21.59 亿美元，对应估值水平约为 PE (TTM) 74 倍。科聚亚在热塑型弹性体、阻燃剂、工业润滑油、特殊化学品、日用化学品以及农作物化学剂等细分领域内保持全球领先地位，与道恩股份具有一定相似性，可以作为估值参考。

公司技术壁垒高，未来发展空间大，给予 17 年预测 PE55 倍估值，对应目标价 77.55 元，给予“买入”评级。

表 5 可比公司估值

公司名称	股票代码	股价（元）	每股收益（元/股）			市盈率（倍）		
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
改性塑料上市公司								
金发科技	600143.SH	7.74	0.33	0.40	0.50	23.52	19.42	15.54
普利特	002324.SZ	28.88	1.13	1.30	-	25.56	22.21	-
银禧科技	300221.SZ	18.64	0.59	1.01	1.25	31.78	18.45	14.89
国恩股份	002768.SZ	24.26	0.55	0.82	1.04	44.11	29.70	23.27

美联新材	300586.SZ	40.29	-	-	-	-	-	-
可比公司平均						31.24	22.44	17.90
化工新材料类上市公司								
德威新材	300325.SZ	6.36	0.09	0.13	0.17	72.11	47.29	38.04
东材科技	601208.SH	7.84	0.07	0.17	0.19	114.29	47.23	40.27
高盟新材	300200.SZ	17.52	0.48	0.60	0.46	36.48	29.39	38.10
巨化股份	600160.SH	11.85	0.05	0.17	0.35	219.44	68.22	33.52
康达新材	002669.SZ	27.24	0.43	0.57	0.80	63.39	47.60	34.20
神剑股份	002361.SZ	8.49	0.19	0.26	0.35	43.74	32.49	24.31
时代新材	600458.SH	14.39	0.35	0.48	0.73	40.63	30.02	19.77
双象股份	002395.SZ	24.16	0.26	0.40	0.51	93.79	60.52	47.41
皖维高新	600063.SH	5.02	0.09	0.14	0.20	54.15	34.62	24.51
万马股份	002276.SZ	14.53	0.27	0.32	0.40	54.18	45.72	36.26
浙江众成	002522.SZ	17.32	0.14	0.19	0.79	126.15	92.27	22.04
可比公司平均						83.49	48.67	32.58

资料来源：WIND，海通证券研究所，股价为 3 月 2 日的收盘价，每股收益均为 WIND 一致预期值

财务报表分析和预测

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标 (元)					营业总收入	626.23	746.20	931.86	1167.48
每股收益	0.71	0.96	1.41	1.92	营业成本	480.27	559.07	687.49	846.93
每股净资产	6.22	9.44	10.85	12.77	毛利率%	23.31%	25.08%	26.22%	27.46%
每股经营现金流	0.72	0.95	0.87	1.49	营业税金及附加	2.69	3.36	4.01	5.02
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.43%	0.45%	0.43%	0.43%
价值评估 (倍)					营业费用	22.91	32.83	32.62	40.86
P/E	89.87	67.03	45.37	33.35	营业费用率%	3.66%	4.40%	3.50%	3.50%
P/B	10.31	6.79	5.91	5.02	管理费用	39.30	48.50	58.71	73.55
P/S	8.60	7.21	5.78	4.61	管理费用率%	6.28%	6.50%	6.30%	6.30%
EV/EBITDA	56.33	42.26	29.66	22.06	EBIT	81.06	102.44	149.04	201.11
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	5.18	4.08	4.20	4.20
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.83%	0.55%	0.45%	0.36%
毛利率	23.31%	25.08%	26.22%	27.46%	资产减值损失	1.42	0.16	0.44	0.48
净利润率	10.01%	11.09%	13.12%	14.25%	投资收益	-4.95	-5.00	-5.00	-5.00
净资产收益率	15.29%	10.13%	13.02%	15.04%	营业利润	69.52	93.20	139.40	191.43
资产回报率	10.10%	8.01%	10.40%	12.17%	营业外收支	4.89	5.00	5.00	5.00
投资回报率	16.77%	18.08%	19.04%	20.26%	利润总额	74.41	98.20	144.40	196.43
盈利增长 (%)					EBITDA	96.38	120.51	173.79	234.16
营业收入增长率	7.83%	19.16%	24.88%	25.28%	所得税	11.69	15.42	22.09	30.05
EBIT 增长率	23.42%	26.37%	45.49%	34.94%	有效所得税率%	15.72%	15.70%	15.30%	15.30%
净利润增长率	27.36%	32.00%	47.74%	36.03%	少数股东损益	2.82	2.48	3.67	4.99
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	59.89	80.30	118.64	161.38
资产负债率	31.0%	18.9%	18.0%	17.0%	扣除非经常性损益净利润	58.59	78.57	118.07	162.14
流动比率	2.36	4.70	4.44	4.45					
速动比率	1.72	3.97	3.65	3.56	资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
现金比率	0.41	4.46	3.72	3.59	货币资金	32.26	374.59	312.35	301.79
经营效率指标					应收款项	147.18	160.14	204.40	253.31
应收帐款周转天数	80.98	77.55	79.27	78.41	存货	82.78	96.78	116.66	145.16
存货周转天数	60.69	63.19	61.94	62.56	其它流动资产	0.02	0.02	0.02	0.02
总资产周转率	1.08	0.94	0.87	0.95	流动资产合计	343.01	710.90	742.77	830.36
固定资产周转率	5.33	5.14	4.48	3.75	长期股权投资	25.63	22.67	22.67	22.67
					固定资产	192.68	227.68	358.68	489.68
					在建工程	1.97	24.97	24.97	24.97
					无形资产	52.32	51.06	49.76	48.53
					非流动资产合计	250.03	291.56	398.00	496.16
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	资产总计	593.03	1002.46	1140.77	1326.52
净利润	62.71	82.78	122.30	166.37	短期借款	79.00	84.00	84.00	84.00
折旧摊销	15.31	18.07	24.76	33.05	应付账款	48.76	47.53	58.08	71.78
营运资金变动	-43.66	-24.97	-78.54	-79.26	预收账款	2.81	4.06	4.62	6.07
经营活动现金流	45.52	80.12	73.16	124.85	其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	0.00	-35.00	-131.00	-131.00	流动负债合计	145.38	151.14	167.15	186.52
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	30.91	58.36	127.00	127.00	其它长期负债	38.48	38.48	38.48	38.48
投资活动现金流	-40.29	-59.60	-131.20	-131.20	非流动负债合计	38.48	38.48	38.48	38.48
债务变化	-51.00	5.00	0.00	0.00	负债总计	183.86	189.63	205.63	225.01
股票发行	0.00	320.88	0.00	0.00	实收资本	63.00	84.00	84.00	84.00
融资活动现金流	-56.30	321.81	-4.20	-4.20	普通股股东权益	391.60	792.78	911.41	1072.80
现金净流量	-51.07	342.32	-62.24	-10.55	少数股东权益	17.57	20.05	23.72	28.71
公司自由现金流	14.82	23.20	-57.68	-5.90	负债和所有者权益合计	593.03	1002.46	1140.77	1326.52
股权自由现金流	5.19	21.20	-65.16	-13.43					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 02 日

资料来源: 公司年报 (2015), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张宇 中小市值团队

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： 中光防雷,卓翼科技,龙韵股份,继峰股份,东方锆业,万里扬,乐山电力,联明股份,三环集团,力星股份,黑猫股份,艾迪西,恒通股份,日发精机,东百集团,青岛金王,德威新材,东杰智能,山东如意,禾嘉股份,天奇股份,溢多利,道恩股份

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	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%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	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。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长
(021)23219422 kjiang@htsec.com

邓 勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟 奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
联系人
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
联系人
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
史霄安 sxa11398@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
联系人
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
联系人
姜珣珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳 (021) 23154149 dj11195@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
李 珂(021)23219821 lk6604@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
联系人
申 浩(021)23154117 sh10156@htsec.com
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com
李 影 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
刘 宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
联系人
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙 建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
刘 浩 01056760098 lh11328@htsec.com

汽车行业

邓 学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
联系人
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威 0755-82900463 dw11213@htsec.com

公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
联系人
赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
王 晴(021)23154116 wq10458@htsec.com

互联网及传媒

钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
联系人
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
唐 宇 ty11049@htsec.com
刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
杨 娜(021)23154135 yn10377@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com
联系人
金 晶 jj10777@htsec.com
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平 (021)23219646 cp9808@htsec.com
联系人
谢磊 (021)23212214 xl10881@htsec.com
张天闻 ztw11086@htsec.com

煤炭行业

吴杰 (021)23154113 wj10521@htsec.com
李淼 (010)58067998 lm10779@htsec.com
联系人
戴元灿 (021)23154146 dyc10422@htsec.com

电力设备及新能源行业

牛品 (021)23219390 np6307@htsec.com
房青 (021)23219692 fangq@htsec.com
徐柏乔 (021)32319171 x bq6583@htsec.com
杨帅 (010)58067929 ys8979@htsec.com
联系人
曾彪 (021)23154148 zb10242@htsec.com
张向伟 (021)23154141 z xw10402@htsec.com

基础化工行业

刘威 (0755)82764281 lw10053@htsec.com
李明刚 (0755)23617160 lmg10352@htsec.com
刘强 (021)23219733 lq10643@htsec.com
联系人
刘海荣 (021)23154130 lhr10342@htsec.com

计算机行业

郑宏达 (021)23219392 zhd10834@htsec.com
谢春生 (021)23154123 xcs10317@htsec.com
联系人
黄竞晶 (021)23154131 hjj10361@htsec.com
杨林 (021)23154174 yl11036@htsec.com
鲁立 ll11383@htsec.com

通信行业

朱劲松 (010)50949926 zjs10213@htsec.com
联系人
彭虎 (010)50949926 ph10267@htsec.com
庄宇 (010)50949926 zy11202@htsec.com

非银行金融行业

孙婷 (010)50949926 st9998@htsec.com
何婷 (021)23219634 ht10515@htsec.com
联系人
夏昌盛 (010)56760090 xcs10800@htsec.com

交通运输行业

虞楠 (021)23219382 yun@htsec.com
张杨 (021)23219442 zy9937@htsec.com
联系人
童宇 (021)23154181 ty10949@htsec.com

纺织服装行业

于旭辉 (021)23219411 y xh10802@htsec.com
唐苓 (021)23212208 t l9709@htsec.com
梁希 (021)23219407 l x11040@htsec.com
联系人
马榕 23219431 mr11128@htsec.com

建筑建材行业

邱友锋 (021)23219415 qyf9878@htsec.com
钱佳佳 (021)23212081 qjj10044@htsec.com
冯晨阳 (021)23154019 fcy10886@htsec.com

机械行业

余炜超 (021)23219816 swc11480@htsec.com
耿耘 (021)23219814 gy10234@htsec.com
沈伟杰 (021)23219963 swj11496@htsec.com
联系人
杨震 (021)23154124 yz10334@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021)23219391 liuyq@htsec.com
联系人
刘璇 (021)23219197 l x11212@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟 dsw11227@htsec.com
联系人
毕春晖 (021)23154114 bch10483@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021)23219405 dingpin@htsec.com
陈雪丽 (021)23219164 cxl9730@htsec.com
联系人
陈阳 (010)50949923 cy10867@htsec.com
关慧 (021)23219448 gh10375@htsec.com
夏越 (021)23212041 xy11043@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟 (010)58067941 whw9587@htsec.com
孔梦遥 (010)58067998 kmy10519@htsec.com
成珊 (021)23212207 cs9703@htsec.com

军工行业

徐志国 (010)50949921 xzg9608@htsec.com
刘磊 (010)50949922 ll11322@htsec.com
蒋俊 (021)23154170 jj11200@htsec.com
联系人
张恒恒 (010)68067998 zhx10170@htsec.com

银行行业

林媛媛 (0755)23962186 lyy9184@htsec.com
联系人
林瑾璐 ljl11126@htsec.com
谭敏沂 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

联系人
李铁生 (010)58067934 lts10224@htsec.com
陈扬扬 (021)23219671 cyy10636@htsec.com
顾熹阁 gxm11214@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021)23219244 chenzy@htsec.com
联系人
李阳 ly11194@htsec.com
朱默辰 zmc11316@htsec.com

造纸轻工行业

曾知 (021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
朱悦 (021)23154173 zy11048@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@htsec.com
刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com
辜丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com
伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com
王雅清 (0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶伟 (0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚 (0755)23617160 oymc11039@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅 (021)23219385 huxm@htsec.com
朱健 (021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳 (021)23219384 liwj@htsec.com
黄毓 (021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男 (021)23219281 qgn10768@htsec.com
毛文英 (021)23219373 mwy10474@htsec.com
黄诚 (021)23219397 hc10482@htsec.com
胡宇欣 (021)23154192 hyx10493@htsec.com
方烨晨 (021)23154220 fyc10312@htsec.com
杨祎昕 (021)23212268 yyx10310@htsec.com
蒋炯 jj10873@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦 (010)58067988 yyq9989@htsec.com
杨羽莎 (010)58067977 yys10962@htsec.com
张丽莹 (010)58067931 zlx11191@htsec.com
张明 zm11248@htsec.com
陆铂锡 lbx11184@htsec.com
吴尹 wy11291@htsec.com