

证券研究报告—深度报告

基础化工

塑料和橡胶制品

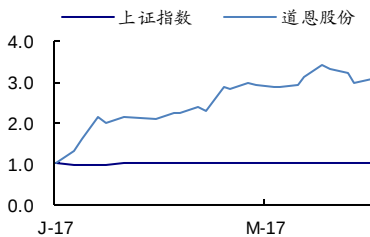
道恩股份(002838)

买入

合理估值: 元 昨收盘: 67.23 元 (首次评级)

2017年04月06日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	84/21
总市值/流通(百万元)	5,647/1,412
上证综指/深圳成指	3,270/10,627
12个月最高/最低(元)	78.88/18.34

证券分析师: 苏淼

电话: 021-60933150

E-MAIL: sumiao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515030001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

首次覆盖

TPV 前景广阔, 技术驱动成长

● 公司是国内热塑性弹性体领域龙头企业

公司目前具有 1.56 万吨/年的热塑性弹性体 (包括 TPV 和 TPE-S)、5 万吨/年的改性塑料和 1.4 万吨/年的色母粒产能, 是国内热塑性弹性体领域龙头企业。公司产品热塑性硫化弹性体 (TPV) 是一种新型橡胶, 具有节能、环保、低功耗和可重复加工的特点, 在取代传统硫化橡胶上有巨大应用潜力。

● TPV 产品有明显优势, 市场前景广阔

国际上主要有埃克森美孚、Teknor Apex、日本三井等企业生产 TPV, 其中埃克森美孚具有 50 万吨产能, 占据全球 80% 市场。公司是国内最早自主研发 TPV 材料的企业之一, 获得国家科学技术发明二等奖, 产品性能已经接近埃克森美孚产品, 超过其他国际企业, 完全可以取代进口产品, 而且公司产品具有明显价格优势。目前国内 TPV 的市场消费量在 5 万吨左右, 其中汽车市场占到 4 万吨, 预计未来消费量每年增速在 20% 左右。

● 新产品上市将推动公司未来业绩增长

公司募投项目中的热塑性医用溴化丁基橡胶 (TPIIR) 作为传统以用硫化丁基胶塞的替代材料, 主要应用在医疗器材领域, 具有安全无毒性、低成本、低能耗和损耗小等优势, 已与下游企业安徽华峰建立战略合作关系, 销售渠道顺畅, 产品上市后预计售价在 3.5 万元/吨。公司正在研发的高性能弹性体氢化丁腈橡胶 (HNBR) 在航天军工、石油勘探、汽车等领域有高端需求, 新产品已经完成中试, 上市后预计定价在 20 万元/吨。

● 盈利预测与建议

根据项目建设进度, 未来 2-3 年内新建产能将完全投产, 因此我们预计 2017-2019 年公司改性塑料产能分别达到 6、7、8 万吨, TPV 产能分别达到 1.5、2.8、3.5 万吨。公司是国内 TPV 产品最大龙头企业, 具有较强定价权, 同时公司其他产品定位逐渐高端, 各产品毛利率将长期稳定在较高水平。在不考虑新产品上市的情况下, 我们预计公司 2017 和 2018 年的 EPS 分别达到 1.36 和 1.97 元/股, 对应 PE 分别为 49.6X 和 34.1X 倍。

● 风险提示: 募投项目进展不及预期; 新产品研发存在不确定风险。

盈利预测和财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	581	626	778	906	1,232
(+/-%)	16.1%	7.8%	24.3%	16.4%	36.0%
净利润(百万元)	47	60	81	114	166
(+/-%)	3.4%	26.9%	35.7%	40.1%	45.6%
摊薄每股收益(元)	0.56	0.71	1.29	1.36	1.97
EBIT Margin	11.1%	12.7%	9.3%	12.7%	14.4%
净资产收益率(ROE)	14.2%	15.3%	18.1%	13.4%	17.2%
市盈率(PE)	119.7	94.3	52.1	49.6	34.1
EV/EBITDA	75.7	61.4	50.1	44.5	30.8
市净率(PB)	17.0	14.4	9.44	6.65	5.85

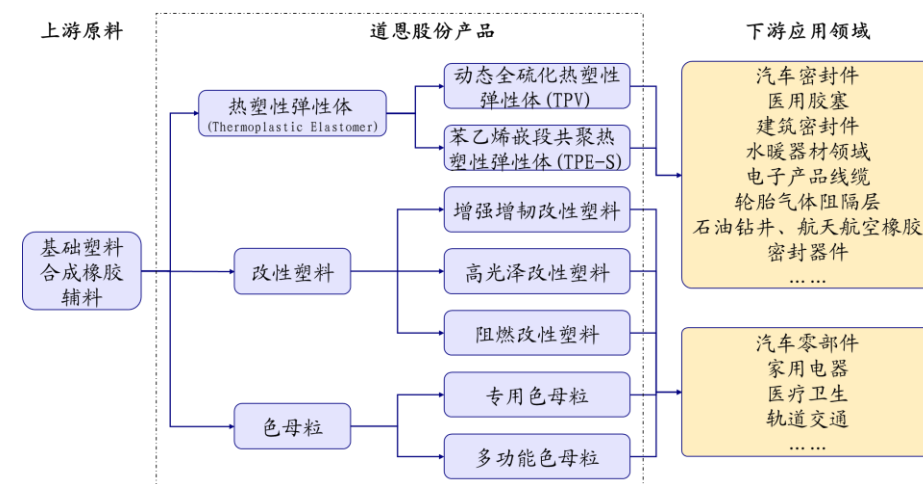
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司是国内热塑性弹性体龙头企业

公司从事热塑性弹性体（主要为热塑性硫化弹性体，TPV）、改性塑料和色母粒产品的研发、生产、销售和专业服务，产品主要应用于汽车工业、家用电器、医疗卫生、轨道交通、建筑工程等领域。公司是国内第一家使用“完全预分散——动态全硫化”技术生产 TPV 的国内企业，在 2008 年的国家科学技术奖励中被国务院授予“国家科学技术奖技术发明二等奖”的荣誉，是**国内热塑性弹性体的龙头企业**。公司实际控制人是董事长于晓宁，与其妻子韩丽梅一起直接或间接持有公司 69.35% 的股份。

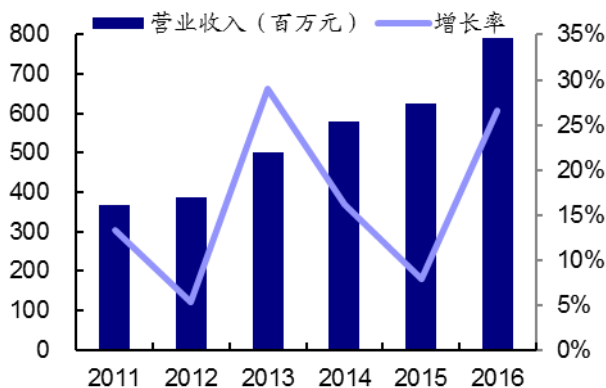
图 1：公司主要产品及所处产业链位置



资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

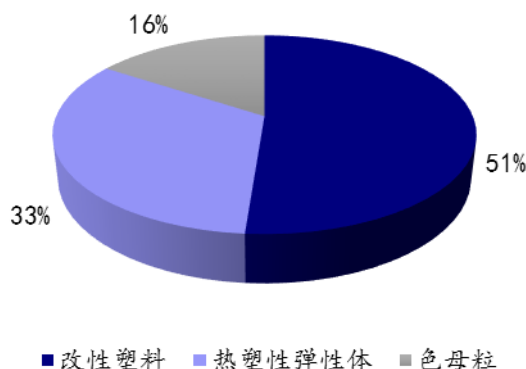
公司近年营业收入保持较好的增长速度，根据业绩快报显示，公司 2016 年营业收入达到 7.93 亿元，净利润达到 0.79 亿元。公司 2016 年前三季度的营业收入中，改性塑料和热塑性弹性体分别贡献 51% 和 33%。

图 2：公司近年营业收入及同比增长情况



资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 3：公司 2016 年前 3 季度营业收入占比



资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

公司业绩增长受制于产能规模。公司产品多应用于汽车领域，已经成为国内多家汽车零部件生产企业的原料供应商，并且通过认证，销售渠道较为成熟。2014 和 2015 年公司营业收入增长较慢，而公司 2013 年以来各产品线的产能利用率

大多在 100%以上，产能基本饱和，因此公司业绩增长受产能规模影响较大。

表 1: 公司各产品的产能利用率

产品	2016H	2015	2014	2013
TPV	109.44%	100.64%	103.84%	104.75%
TPE-S	81.90%	102.51%	97.02%	118.62%
改性塑料	106.29%	109.20%	102.74%	107.53%
色母粒	94.17%	96.33%	98.27%	93.61%

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司未来战略上以热塑性弹性体为重点产品。2016 年公司通过公开发行股票募集资金 3.9 亿元，用于建设 TPV 和改性塑料扩建项目、医用溴化丁基橡胶（TPIIR）产业化项目和企业技术中心建设项目，完全投产后，公司将具备 3.5 万吨 TPV、1600 吨 TPE-S、1 万吨医用溴化丁基橡胶（TPIIR）、8 万吨改性塑料、1.4 万吨色母粒的生产能力。未来公司计划提升 TPE-S、改性塑料和色母粒的产品定位，并且不投放更多产能，将更多的资源投入到扩大 TPV 和其他新型热塑性弹性体产品的产能，巩固公司在国内热塑性弹性体生产领域的领先地位。

TPV 替代传统橡胶有广泛应用前景

TPV 性能突出，替代传统橡胶有优势。TPV 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，它兼具传统橡胶的高弹性能和塑料材料的热塑性加工性能，具有密度低、可回收、易加工、能耗低、长效耐老化性等优良的特点。经过综合测算，相比于传统的热固性橡胶，热塑性弹性体的加工成型能耗降低约 75%，加工生产效率提高 10 倍，因此发展 TPV 材料被认为是橡胶工业发展的重要方向，是解决传统橡胶加工问题和橡胶回收及再利用的良好途径。世界各国也高度重视发展 TPV 材料替代传统橡胶，将其作为解决橡胶工业“黑色污染”和“难回收”问题的重要举措。根据《化学工业》2015 年报道，目前 TPV 的主要应用领域构成为：汽车行业占 30-40%、电子电气行业占 10-15%、土木建筑行业占约 10%、其他领域占 30-40%。

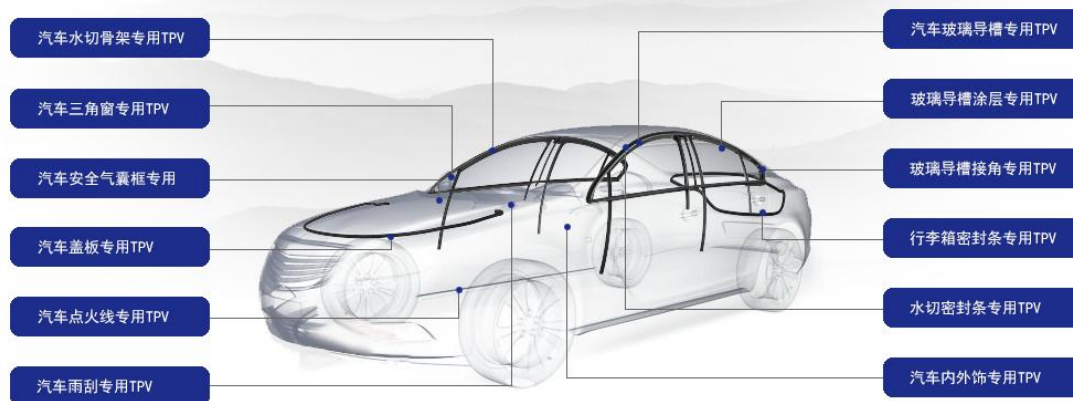
表 2: TPV 产品的特点和优势

TPV 材料特点	相比传统橡胶的产品优势
密度低	相比传统橡胶，制成的零部件可以减轻 25-45% 的重量
可回收	成型加工过程中的所有废料都可以回收，材料利用率高
易加工	采取相对简单的热塑性材料成型工艺，加工周期短、易严格控制设计公差，更易于产品设计
能耗低	无需热硫化，降低生产能耗 50%-75%，可一体化生产，生产线面积是传统橡胶生产线的三分之一，投资成本低
长效耐老化性	保持长久密封性和力学性能，同时在恶劣环境和高应力环境下表现出优异性能

资料来源：埃克森美孚官网、国信证券经济研究所整理

TPV 在汽车零配件领域应用广泛。由于 TPV 材料的优异性能，符合未来汽车轻量化的发展趋势，当前在汽车部件特别是汽车密封系统、发动机系统等领域用 TPV 材料的呼声越来越高，以取代传统的热固性硫化橡胶。另外 TPV 材料在汽车防尘套通风管系统、安全件系统（安全气囊盖、高压点火线）、汽车内外饰件、结构件等方面也有着广泛应用。在国内已经完成 TPV 材料替换的汽车车型中，每辆汽车大约使用量为 2-3kg，国际较为领先的汽车生产企业可以做到每辆汽车使用 6kg 左右。

图 4: TPV 在汽车零配件领域的主要应用



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

技术门槛高，国际巨头占据全球 90%产能。 TPV 作为一种新型材料，对生产设备的要求比较特殊，需要专门定制设备。生产 TPV 的过程也相对复杂，一般工艺技术人员和技术工人在具备专业技术支持的情况下，也需要经过 2-3 年时间的摸索、调试才能掌握相关工艺技术关键环节。由于生产 TPV 需要的技术门槛高，目前全球仅有大约 62 万吨的产能，其中美国 AES 公司具有 50 万吨产能，领先优势非常明显，再加上美国 Teknor Apex 公司的 6 万吨/年产能和日本三井公司的 3 万吨/年产能，国外巨头企业占据全球 90%以上的产能。国内仅有公司具备万吨以上的 TPV 生产能力，南京奥普特和张家港美特公司的产能规模紧追其后，其他公司的生产规模则基本都在 1000 吨/年以下。

表 3: 国内外 TPV 产能情况

	公司	目前产能 (万吨/年)	备注说明
国外	美国 AES 公司 (埃克森美孚子公司)	50	未来继续投放 10 万吨/年产能
	Teknor Apex	6	
	日本三井	3	
国内	道恩	1.4	2016 年 IPO 募集资金扩建 2.1 万吨/年产能 热塑性弹性体 (包括 TPE、TPV、TPO、TPR 等产品) 总产能在 1.2 万吨/年。
	南京金陵奥普特高分子材料公司	0.3	
	张家港美特高分子材料有限公司	0.5	产品质量与国际先进水平 还有一定差距,主要应用于 建筑、生活用品、电子电器 等领域
	大连科盟高分子材料有限公司	< 0.1	
	四川晨光科信新塑胶公司	< 0.1	
	鄂州鄂丰橡塑材料公司	< 0.1	
	三博高分子合金宁波公司	< 0.1	

资料来源:《国内外热塑性弹性体市场与产品开发进展》、公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

公司技术领先，扩大产能占领国内市场。 公司作为国内第一批开始研发并规模化生产的企业，从 2002 年开始不断积累技术，在 2006 年公司建立了国内第一条拥有自主知识产权的 TPV 生产线。公司被国务院授予“国家科学技术奖技术发明二等奖”的荣誉，并受邀起草热塑性弹性体 TPV 国家行业标准。公司成功打破国际巨头企业的市场垄断后，凭借国内生产成本较低的优势，国内 TPV 的价格被降到 4 万元/吨以下。例如同样经美国 NSF 认证的 TPV 产品，公司的 Dawnprene21-80A 产品相比埃克森美孚的 Santoprene201-80W236 产品具有明显的成本优势，同样具有优良的耐压力爆破性能和耐高温性能，在食品卫生和水暖器材领域得到很好的应用，取得了很好的进口替代成绩。根据市场预测，

目前国内 TPV 市场需求在 5 万吨左右（其中汽车零部件市场需求 4 万吨），并且每年以 20% 的速度在增长。公司目前只有 1.4 万吨的 TPV 产能，募投的扩建项目达产后公司也仅具备 3.5 万吨的 TPV 产能，距离国内市场需求还较大空间。国际巨头埃克森美孚公司的 TPV 产品一般含税价格在 3.5 万元/吨以上，公司的 TPV 标准型产品的平均含税价格 3 万元/吨左右，而经济性产品的平均含税价格在 2.5 万元/吨左右，相比国外产品具有明显的价格优势。公司未来完成产能扩张之后，预计可以获得更高的市场份额。

新产品上市后将推动公司未来业绩增长

募投项目新产品热塑性医用溴化丁基橡胶(TPIIR)性能优异，并已做好产业化准备。目前医用橡胶塞的主流材料是热固性溴化丁基橡胶（TSIIR），相比于天然橡胶已经在安全性能和密封性能上有所改进，但仍然存在易落屑、能耗大、生产效率低、产生环境污染等问题，而 TPIIR 材料则较好的解决了以上问题。特别是能耗低、无边角废料浪费、生产效率高、无污染、可回收利用等优点，使得 TPIIR 成为下一代医用橡胶材料。本次公司计划使用募投资金 9000 万元建设万吨级 TPIIR 生产线，并且获得国家发改委支持 2000 万资金，项目预计建设时间需要 2.5 年。医用热塑性弹性体材料全球每年需求在 15 万吨左右，国内需求预计有 6 万吨左右，目前只有美国的埃克森美孚公司和 GLS 公司等少数几家公司拥有同类产品，国内该产品尚未实现产业化生产，市场竞争压力较小，预计产品上市后含税价格在 3.5 万元/吨。

表 4：热塑性溴化丁基橡胶产品的优势

	天然橡胶塞	热固性溴化丁基橡胶（TSIIR）	热塑性医用溴化丁基橡胶（TPIIR）
安全性	含有可能生成的亚硝胺（致癌物质）、易落屑	易落屑，同时生产过程复杂，达到医用洁净要求难度大	无毒性，使用安全性能高
密封性能	密封性较差，易老化	密封性能好	密封性能好
生产能耗	能耗大	采用模压硫化成型，存在 15% 边角余料浪费，	能耗仅为传统热固性橡胶能耗的 25% 左右，无 15% 的边角废料浪费
生产效率	生产工艺问题多，效率较低	生产流程长、设备昂贵，加工时间通常 6-8 分钟	工艺相对简单，设备投资小，加工时间 30-40 秒
环境污染	存在污染	产生粉尘、硫化烟气，存在环境污染问题	不产生余料和废料，过程安全，产品可回收利用

资料来源：《中国橡胶》、公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

公司已经与下游医药胶塞企业安徽华峰医药橡胶有限公司形成战略合作，计划成功产业化后将迅速推广该产品。安徽华峰已经建成了 10 亿只/年 TPIIR 橡胶塞的示范线，并达到了预计产能，所生产 TPIIR 材料取得美国联邦食品药品监督管理局（FDA）的备案，并通过了美国联邦药典（USP）Class VI 测试。

氢化丁腈橡胶（HNBR）研发顺利，按预期完成中试。HNBR 是传统丁腈橡胶（NBR）选择性氢化后获得的特种橡胶，环境稳定性和力学性能大幅改善，在航天军工、石油勘探、汽车工业等领域有高端需求。目前全球产量在 22000 吨，而日本、欧洲的 HNBR 需求量都以每年 15%-25% 的速度增加。公司研发的 HNBR 新产品已经完成中试，上市后预计定价在 20 万元/吨。

盈利预测与估值

公司 TPV 产品技术国内领先，同样产品品质下具有明显成本优势，市场定价能力较强。根据公司的产品定位，未来 TPE-S、改性塑料和色母粒产品的市场定位将逐步高端化，保障较强的盈利能力。从近几年公司的销售表现来看，公司产品的品质已经得到市场认可，每年产能负荷基本饱和。基于以上情况，结合

公司募投项目的进展规划，我们对公司 2017-2018 年生产情况做以下假设：

- 1、假设改性塑料 2017-19 年每年投放产能 1 万吨，2017、2018 年的产能预计分别为 6 万吨和 7 万吨。
- 2、根据目前 TPV 募投新项目的投放进度，2017 年 TPV 产量可达 1.23 万吨，至 2019 年产能完全投放后，TPV 实际产量达到 2.87 万吨。
- 3、生产工艺持续优化，各类产品在生产过程中原料二次加工的比例逐步降低。
- 4、暂时不考虑募投新项目 TPIIR 产品投放市场后的营收情况。

根据以上假设，我们预计公司 2017、2018 年的 EPS 分别为 1.36 元/股和 1.97 元/股，对应的 PE 分别为 49.6X 和 34.1X，首次覆盖给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E	利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	32	39	462	600	营业收入	626	778	906	1232
应收款项	217	270	314	427	营业成本	480	615	686	911
存货净额	83	107	119	158	营业税金及附加	3	3	4	5
其他流动资产	11	13	16	21	销售费用	23	31	36	49
流动资产合计	343	429	911	1206	管理费用	39	57	66	88
固定资产	138	161	193	222	财务费用	5	(27)	(17)	(18)
无形资产及其他	52	50	48	46	投资收益	(5)	(5)	0	0
投资性房地产	34	34	34	34	资产减值及公允价值变动	(1)	(2)	0	0
长期股权投资	26	26	26	26	其他收入	0	2	2	2
资产总计	593	700	1212	1534	营业利润	70	94	134	198
短期借款及交易性金融负债	79	110	110	110	营业外净收支	5	6	6	6
应付款项	49	63	71	94	利润总额	74	100	140	204
其他流动负债	17	22	125	305	所得税费用	12	15	21	31
流动负债合计	145	196	305	509	少数股东损益	3	4	5	8
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	60	81	114	166
其他长期负债	38	35	31	28					
长期负债合计	38	35	31	28					
负债合计	184	231	337	536					
少数股东权益	18	21	26	33					
股东权益	392	448	849	965					
负债和股东权益总计	593	700	1212	1534					

现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	60	81	114	166
资产减值准备	(0)	0	0	0
折旧摊销	15	17	20	23
公允价值变动损失	1	2	0	0
财务费用	5	(27)	(17)	(18)
营运资本变动	(47)	(63)	48	42
其它	3	3	5	7
经营活动现金流	32	40	186	237
资本开支	(35)	(40)	(50)	(50)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(30)	(40)	(50)	(50)
权益性融资	0	0	321	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(5)	(24)	(34)	(50)
其它融资现金流	(47)	31	0	0
融资活动现金流	(57)	7	287	(50)
现金净变动	(54)	7	423	138
货币资金的期初余额	86	32	39	462
货币资金的期末余额	32	39	462	600
企业自由现金流	2	(25)	115	166
权益自由现金流	(44)	29	130	181

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.95	1.29	1.36	1.97
每股红利	0.08	0.39	0.41	0.59
每股净资产	6.22	7.12	10.11	11.49
ROIC	15%	12%	18%	29%
ROE	15%	18%	13%	17%
毛利率	23%	21%	24%	26%
EBIT Margin	13%	9%	13%	14%
EBITDA Margin	15%	11%	15%	16%
收入增长	8%	24%	16%	36%
净利润增长率	27%	36%	40%	46%
资产负债率	34%	36%	30%	37%
息率	0.1%	0.6%	0.8%	1.2%
P/E	70.7	52.1	49.6	34.1
P/B	10.8	9.4	6.7	5.9
EV/EBITDA	45.9	50.1	44.5	30.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
王 玮 13726685252	吴 国 15800476582	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	梁 佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
许 婧 18600319171	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	夏 雪 18682071096
边祎维 13726685252	倪 婧 18616741177	黄明燕 18507558226	吴翰文 13726685252
王艺汀 13726685252	林 若 13726685252	刘紫微 13828854899	
陈雪庆 18150530525	张南威 13726685252	简 洁 13726685252	
杨云崧 18150530525	周 鑫 13726685252	欧子炜 18150530525	
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	张欣慰 13726685252		