

道恩股份 (002838)

扩产项目有序推进，长期成长动力充足

——道恩股份跟踪报告

李明刚 (分析师)
 0755-23976766
 liminggang@gjas.com

证书编号 S0880517050009

本报告导读:

作为国内热塑性弹性体的龙头企业，公司产品技术壁垒高，议价能力强。随着在建产能陆续投产以及新产品产业化进入收获期，公司业绩有望进一步提升，维持增持评级。

投资要点:

- **维持增持。**维持盈利预测，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.46/0.68/0.82 元。公司 TPV 具有高技术壁垒，成长性好，参考可比公司给予 2019 年 36 倍 PE 估值，维持目标价 16.97 元，维持增持评级。
- **依托弹性体“动态硫化+酯化+氢化”平台，新产品开发落地有序推进。**动态全硫化热塑性弹性体 (TPV) 目前产能 2.2 万吨，预计今年底或明年初扩产至 3.3 万吨。硫化平台的另两类产品，DVA 于 2017 年底基本实现中试技术，2018 年与三角轮胎、中策橡胶开展产业化测试，根据研发进度逐步新建生产线；万吨级 TPIIR 项目预计明年下半年达到预定可使用状态。酯化平台 TPU 重点开发“爆米花”ETPU 颗粒，瞄准中高端消费市场。氢化平台 HNBR 一期 1000 吨/年生产线已于今年 6 月试车成功，随着稳产量产的实现，公司盈利有望进一步提升。
- **技术铸造高壁垒，不断拓展下游应用领域。**公司弹性体主要盈利产品 TPV 针对进口替代，同国内厂家竞争较少，对比国外具有成本优势。应对陆续释放的产能，公司已积极开拓新能源汽车水管、流体软管、太阳能板支架垫板等下游市场。航空航天特种材料 HNBR 在国产大飞机、石油钻井等领域应用广泛。TPIIR 作为新型医用胶塞研发成功，填补国内空白，具备先发优势和技术壁垒。
- **拟发行可转债募投，突破改性塑料产能瓶颈。**公司 2018 年收购海尔新材 80% 股权，改性塑料产能新增 12 万吨/年。海尔新材产能长期处于满负荷生产状态，现已满足不了生产的需求订单。公司拟发行 3.6 亿元可转债建设 12 万吨热塑性高分子新材料项目。届时，公司改性塑料产能将突破 30 万吨/年。
- **风险因素：**新产能投产进度不及预期，下游市场拓展不及预期，行业竞争加剧。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	934	1,363	2,577	2,874	3,548
(+/-)%	17%	46%	89%	12%	23%
经营利润 (EBIT)	106	126	226	327	408
(+/-)%	0%	18%	80%	45%	25%
净利润 (归母)	94	122	187	274	332
(+/-)%	18%	31%	53%	46%	21%
每股净收益 (元)	0.23	0.30	0.46	0.68	0.82
每股股利 (元)	0.00	0.10	0.10	0.13	0.16

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	11.4%	9.2%	8.8%	11.4%	11.5%
净资产收益率 (%)	11.1%	13.0%	15.0%	18.7%	19.2%
投入资本回报率 (%)	12.3%	9.2%	12.1%	14.4%	14.9%
EV/EBITDA	40.17	30.04	21.18	15.21	12.54
市盈率	56.31	43.14	28.28	19.31	15.90
股息率 (%)	0.0%	0.8%	0.8%	1.0%	1.2%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 16.97

上次预测: 16.97

当前价格: 13.09

2019.08.21

交易数据

52 周内股价区间 (元)	10.12-23.00
总市值 (百万元)	5,282
总股本/流通 A 股 (百万股)	403/120
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	30%
日均成交量 (百万股)	2.14
日均成交值 (百万元)	26.84

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	999
每股净资产	2.48
市净率	5.3
净负债率	19.80%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.06	0.08
Q2	0.08	0.12
Q3	0.08	0.12
Q4	0.09	0.13
全年	0.30	0.46

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	16%	23%	18%
相对指数	15%	19%	9%

相关报告

《业绩符合预期，TPV 扩产打开向上空间》
2018.08.22

《业绩符合预期，热塑弹性体龙头高成长》
2018.03.27

模型更新时间: 2019.08.21

股票研究

原材料
基础化工

道恩股份 (002838)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **16.97**

上次预测: 16.97

当前价格: 13.09

公司网址

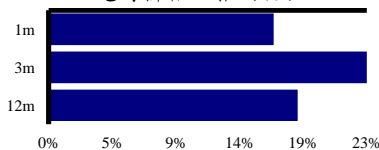
www.dawnprene.com

公司简介

公司是一家集研发、生产、销售热塑性弹性体、改性塑料和色母粒等高性能高分子复合材料的国家火炬计划重点高新技术企业。

公司的热塑性弹性体产品主要是动态全硫化热塑性弹性体(TPV); 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; 色母粒产品主要是专用色母粒和多功能色母粒。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

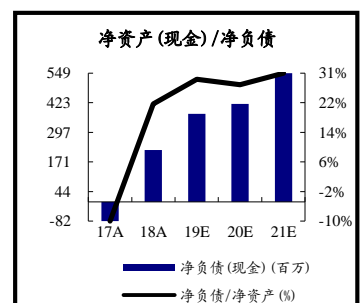
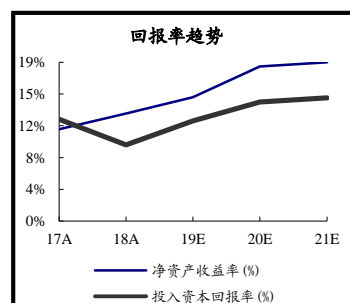
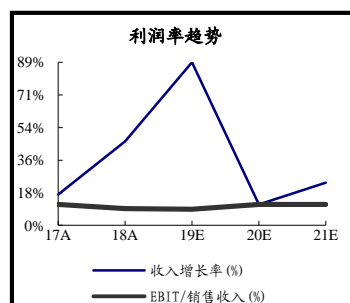
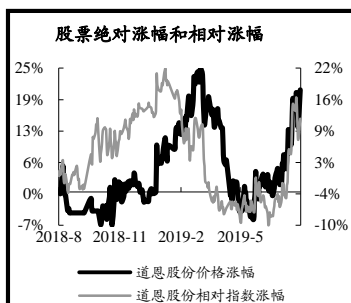
10.12-23.00

市值 (百万)

5,282

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	934	1,363	2,577	2,874	3,548
营业成本	742	1,125	2,146	2,323	2,861
税金及附加	5	6	10	11	14
销售费用	32	41	81	89	110
管理费用	22	25	39	43	53
EBIT	106	126	226	327	408
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-3	11	0	11	11
财务费用	2	7	15	20	26
营业利润	105	140	213	326	397
所得税	15	16	23	49	60
少数股东损益	2	2	3	5	6
归母净利润	94	122	187	274	332
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	82	144	22	64	159
其他流动资产	577	985	1,403	1,556	1,898
长期投资	11	28	28	28	28
固定资产合计	172	288	373	454	527
无形及其他资产	149	286	384	492	595
资产合计	991	1,732	2,212	2,595	3,207
流动负债	109	686	864	1,021	1,361
非流动负债	39	47	47	47	47
股东权益	843	1,000	1,301	1,527	1,800
投入资本(IC)	750	1,209	1,659	1,927	2,329
现金流量表					
NOPLAT	92	112	201	278	347
折旧与摊销	21	28	40	47	55
流动资金增量	68	217	267	79	226
资本支出	-86	-89	-222	-234	-230
自由现金流	95	268	286	170	398
经营现金流	34	30	-21	254	182
投资现金流	-80	-204	-222	-223	-219
融资现金流	-126	176	122	11	132
现金流净增加额	-173	2	-121	42	95
财务指标					
成长性					
收入增长率	16.8%	45.9%	89.2%	11.5%	23.4%
EBIT 增长率	-0.4%	17.9%	80.0%	44.7%	24.8%
净利润增长率	18.3%	30.5%	52.6%	46.4%	21.4%
利润率					
毛利率	20.5%	17.5%	16.7%	19.2%	19.4%
EBIT 率	11.4%	9.2%	8.8%	11.4%	11.5%
归母净利润率	10.0%	9.0%	7.2%	9.5%	9.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	11.1%	13.0%	15.0%	18.7%	19.2%
总资产收益率(ROA)	9.5%	7.1%	8.4%	10.5%	10.4%
投入资本回报率(ROIC)	12.3%	9.2%	12.1%	14.4%	14.9%
运营能力					
存货周转天数	67	77	74	75	75
应收账款周转天数	115	113	113	113	113
总资产周转天数	391	365	279	305	298
净利润现金含量	35.8%	24.9%	-11.3%	92.9%	54.7%
资本支出/收入	9.2%	6.6%	8.6%	8.1%	6.5%
偿债能力					
资产负债率	14.9%	42.3%	41.2%	41.2%	43.9%
净负债率	-9.7%	22.1%	28.8%	27.3%	30.5%
估值比率					
PE(现价)	56.31	43.14	28.28	19.31	15.90
PB	19.72	7.48	4.25	3.61	3.05
EV/EBITDA	40.17	30.04	21.18	15.21	12.54
P/S	1.77	2.42	2.05	1.84	1.49
股息率	0.0%	0.8%	0.8%	1.0%	1.2%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		