

证券研究报告—动态报告

基础化工

化学制品

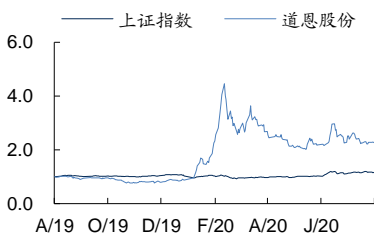
道恩股份(002838)
增持

2020 半年报业绩点评

(维持评级)

2020 年 08 月 29 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)	407/336
总市值/流通(百万元)	12,211/11,964
上证综指/深圳成指	3,374/13,669
12 个月最高/最低(元)	62.50/9.82

相关研究报告:

《道恩股份-002838-2019 年报和 2020 一季报点评: 熔喷料供不应求, 业务多点开花》——2020-04-10
 《道恩股份-002838-2019 年报和 2020 一季报点评: 熔喷料供不应求, 业务多点开花》——2020-04-09
 《道恩股份-002838-2019 年业绩快报点评: 改性塑料景气向上, 弹性体业务快速发展》——2020-02-27

证券分析师: 龚诚

电话: 010-88005306
 E-MAIL: gongcheng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519040001
联系人: 万里明
 电话: 010-88005329
 E-MAIL: wanliming@guosen.com.cn

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。

财报点评

业绩爆发, 熔喷料贡献主要盈利

事件: 公司 2020H1 实现营业收入 22.75 亿元 (+75%), 归母净利润 5.85 亿元 (+641%)。2020Q1 归母净利润 0.69 亿元 (+90.6%), Q2 营收 16.56 亿元 (+164.6%), 盈利 5.16 亿元 (+1106%)。业绩增长主要来自熔喷料销售和原材料价格下跌, 其他业务增速也超过 20%。

● 改性塑料口罩等订单延续, 可转债项目扩大公司产能

改性塑料业务: 上半年营收 18.77 亿元 (+106%), 占到公司营收 82.5%, 毛利率为 39.8% (+26.23pct), 下半年公司熔喷料可转产防护服、尿不湿、卫生巾等领域, 另外海外已锁定大量订单, 整体销量保持延续。改性塑料行业正迎来景气拐点, 一方面在技术和规模的门槛下, 市场份额向龙头集中, 另一方面上游原材料扩产和油价大跌下, 行业盈利性显著提高。公司收购海尔新材进入海尔集团改性塑料产业链, 另外计划新建产能 12 万吨/年, 产能将达到 32 万吨, 进一步扩大经营规模。

● 弹性体业务毛利率上涨, 大客户深度拓展进展顺利

公司弹性体产品属于高附加值产品, 主要包括 TPV、TPIIR、HNBR 和 DVA 等产品。当前拥有 TPV 产能 2.2 万吨, 正在扩产 1 万吨。2020H1 热塑性弹性体营收 1.82 亿元 (-7.0%), 毛利率为 54.5% (+21.4pct), TPV 产品毛利率大幅增长, 继续保持行业龙头。公司积极拓展 TPV 弹性体在新能源汽车、轨道交通、建筑工程等领域的用途。TPIIR、HNBR 和 DVA 等特种橡胶工艺实现突破, 已逐步进入下游医用和汽车轮胎等应用市场, 预计未来 2 年将进入快速放量阶段。

公司色母粒业务上半年实现营收 9275 万元 (+19.4%), 毛利率为 23.1% (+4.4%pct), 公司色母粒业务稳步增长, 上半年重点开发了化纤母粒、黑色母粒和降解母粒, 深度开发了海尔、海信等老客户。

● 投资建议: 维持“增持”评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 8.50/4.94/5.20 亿元, 同比增速 411/-42/5%, 摊薄 EPS 为 2.09/1.21/1.28 元, 当前股价对应 PE 为 14/25/23, 维持“增持”评级。

● 风险提示: 疫情对下游需求的影响; 原材料价格波动的风险。
盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,362.53	2,735.44	4,125.22	4,654.68	5,201.35
(+/-%)	45.87%	100.76%	50.81%	12.83%	11.74%
净利润(百万元)	122.42	166.19	849.77	493.66	519.79
(+/-%)	30.52%	35.75%	411.32%	-41.91%	5.29%
摊薄每股收益(元)	0.30	0.41	2.09	1.21	1.28
EBIT Margin	12.18%	11.68%	25.53%	13.24%	12.43%
净资产收益率(ROE)	12.96%	15.32%	50.59%	21.04%	19.18%
市盈率(PE)	99.70	73.45	14.36	24.73	23.48
EV/EBITDA	66.58	34.93	12.32	20.83	19.83
市净率(PB)	12.92	11.25	7.27	5.20	4.50

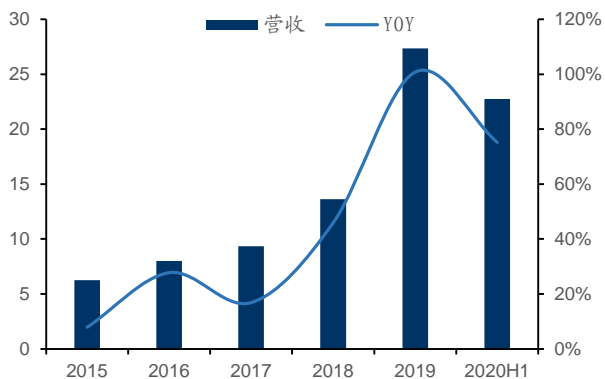
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

上半年熔喷料需求爆发，公司盈利增长超 6 倍

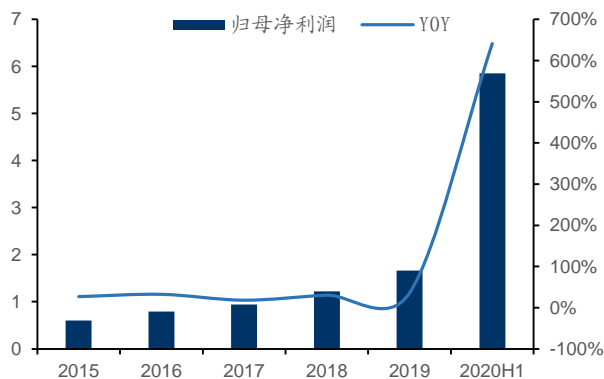
公司公布 2020 年半年报业绩，2020H1 实现营业收入 22.75 亿元，同比增长 75%，归母净利润 5.85 亿元，同比增长 641%，加权 ROE 为 42.49%，同比增长 427%。2020Q1 营收 6.19 亿元 (-8.0%)，归母净利润 0.69 亿元 (+90.6%)，Q2 营收 16.56 亿元 (+164.6%)，盈利 5.16 亿元 (+1106%)。业绩增长主要来自熔喷料销售和原材料价格下跌，其他业务增速也超过 20%。

图 1：公司营业收入和同比变化（亿元、%）



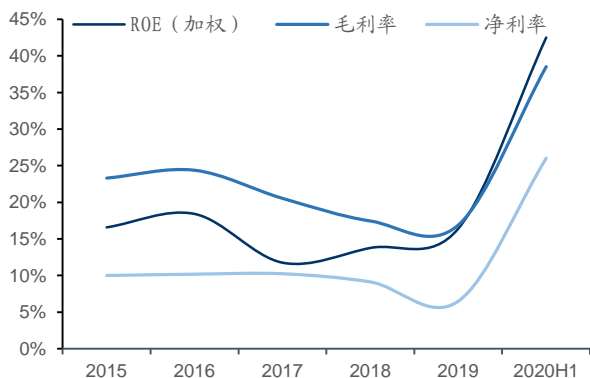
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润及增速（亿元、%）



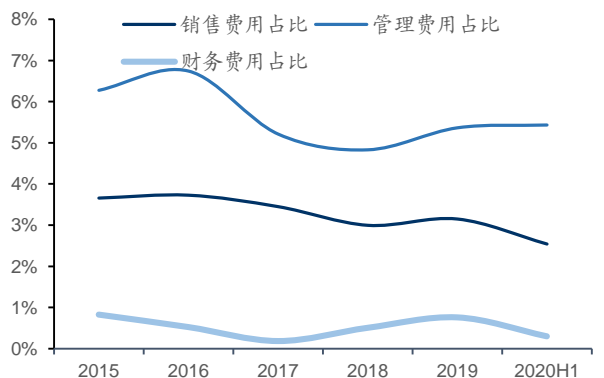
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3：公司毛利率、净利率和 ROE 变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4：公司三费占比变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

改性塑料口罩等订单延续，可转债项目扩大公司产能

公司目前在改性塑料和热塑性弹性体两大业务上齐头并进，在家电和汽车产业链同时布局。公司是国内热塑性弹性体领域龙头企业，主营产品是热塑性弹性体、改性塑料以及色母粒，下游用户集中在车用轻量化材料、军工用特种材料、医疗耗材新材料、消费新材料等四大领域。目前具有 3.6 万吨/年的热塑性弹性体、20 万吨/年的改性塑料和 1.4 万吨/年的色母粒产能，另外还有 12 万吨/年改性塑料在建产能和约 3 万吨/年热塑性弹性体产能。

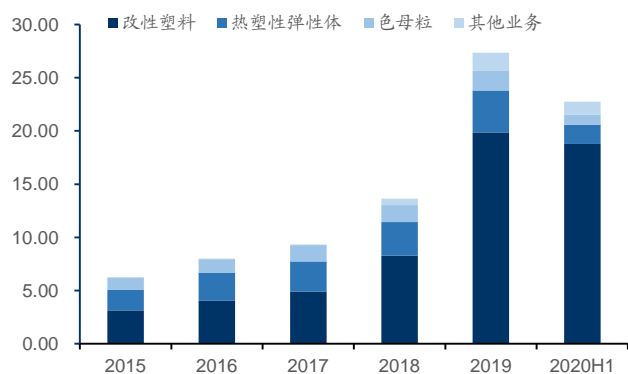
改性塑料业务：上半年营收 18.77 亿元 (+106%)，占到公司营收 82.5%，毛利率为 39.8% (+26.23pct)，公司上半年发债新建产能 12 万吨改性塑料，项目建成后产能将达到 32 万吨，上半年公司熔喷料最高产能可以达到 1200 吨/天，

产品在市场上建立了良好的口碑，三季度锁定了很多订单，整体销量保持延续。海外疫情逐渐蔓延，公司海外订单量显著增多，目前已经收到全球 10 多个国家，近千吨订单量，预计在中期全球口罩需求依然处于较高水平，公司熔喷料需求旺盛。除此之外，公司熔喷料还可以用在防护服、尿不湿、卫生巾、保温隔音材料、过滤材料等领域，公司可以根据需求灵活调整产线，避免疫情结束后产能过剩。

改性塑料行业正在迎来景气拐点，国内企业集中度显著提高。2018 年国内改性塑料产量达到 1849 万吨，市场空间巨大，但是国外大型化工企业占据其中较大市场份额，同时国内企业规模普遍较小导致国内产能极为分散。我们预计在技术和规模的双重门槛之下，国内市场份额将持续向龙头企业集中。

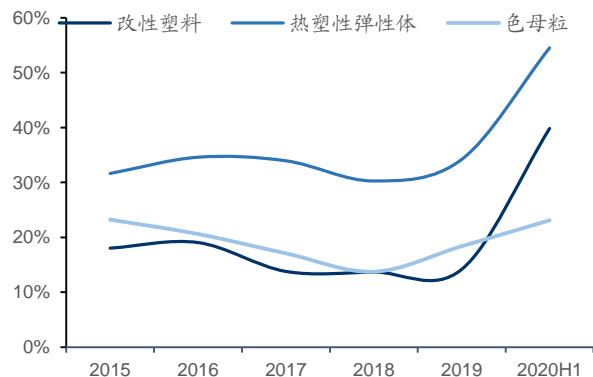
成本端方面，改性塑料作为典型的化工产业链下游环节，将长期受益于本轮化工上游产能扩张导致的原材料供应充分。除此之外，2020 年以来国际油价大幅跳水，对上游化工品价格支撑减弱，PP、ABS、PA 等原材料价格大幅下降，未来供需结构将持续优化，推动行业毛利率持续改善。

图 5: 公司营收产品结构 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司主营产品毛利率



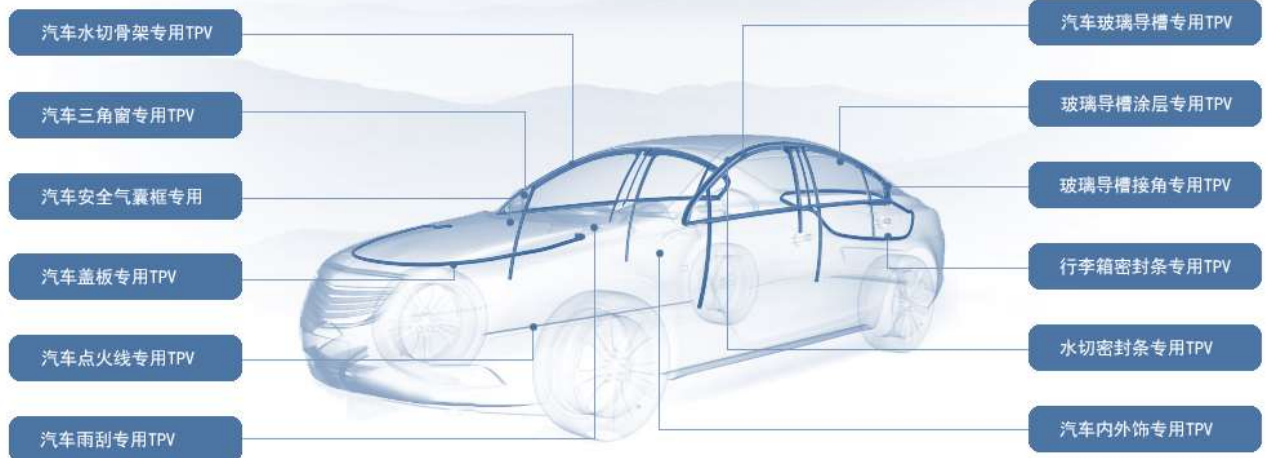
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

弹性体业务毛利率上涨，大客户深度拓展进展顺利

公司弹性体产品主要包括 TPV、TPIIR、HNBR 和 DVA 等产品，TPV 是一种新型橡胶，在取代传统硫化橡胶上有巨大应用潜力，目前已经在国内汽车零部件产业链中得到广泛应用。公司积极拓展 TPV 弹性体在新能源汽车冷却水管、轨道交通、建筑工程等领域的用途。TPIIR、HNBR 和 DVA 等特种橡胶作为公司近年来技术工艺持续有所突破的新产品，已经逐步进入下游医用和汽车轮胎等应用市场，预计未来 2 年将进入快速放量阶段。

当前公司拥有 TPV 产能 2.2 万吨，正在扩产的 1 万吨。2020H1 公司板块营收 1.82 亿元 (-7.02%)，营收占比 8.01%，毛利率为 54.5% (+21.4pct)，公司 TPV 产品继续保持行业龙头。公司色母粒业务上半年实现营收 9275 万元 (+19.4%)，毛利率为 23.1% (+4.41%pct)，公司色母粒业务稳步增长，上半年重点开发了化纤母粒、黑色母粒和降解母粒，深度开发了海尔、海信等老客户。

图 7: 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

投资建议:

当前改性塑料行业进入景气周期，行业盈利性大增，公司不断扩大经营规模，我们看好公司在改性塑料和热塑性弹性体两大业务上的长期发展。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 8.50/4.94/5.20 亿元，同比增速 411/-42/5%，摊薄 EPS 为 2.09/1.21/1.28 元，当前股价对应 PE 为 14/25/23，维持“增持”评级。

风险提示: 疫情对下游需求的影响；原材料价格波动的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	220	603	1176	1452	营业收入	2735	4125	4655	5201
应收款项	474	714	806	901	营业成本	2273	2733	3647	4040
存货净额	323	396	529	585	营业税金及附加	9	25	37	42
其他流动资产	223	336	379	423	销售费用	86	103	140	208
流动资产合计	1285	2055	2895	3366	管理费用	48	211	214	265
固定资产	0	30	36	37	财务费用	21	(18)	(9)	(10)
无形资产及其他	122	117	112	107	投资收益	1	5	3	3
投资性房地产	481	481	481	481	资产减值及公允价值变动	7	(8)	(5)	(3)
长期股权投资	28	31	34	37	其他收入	(107)	0	0	0
资产总计	1916	2713	3558	4028	营业利润	199	1068	623	656
短期借款及交易性金融负债	379	379	379	379	营业外净收支	(1)	5	0	0
应付款项	160	196	262	290	利润总额	198	1073	623	656
其他流动负债	134	245	321	362	所得税费用	21	161	93	98
流动负债合计	672	819	961	1030	少数股东损益	12	62	36	38
长期借款及应付债券	29	29	29	29	归属于母公司净利润	166	850	494	520
其他长期负债	63	73	83	93					
长期负债合计	92	102	112	122	现金流量表 (百万元)				
负债合计	764	922	1074	1152	净利润	166	850	494	520
少数股东权益	67	112	138	166	资产减值准备	16	155	72	74
股东权益	1085	1680	2346	2710	折旧摊销	52	12	21	27
负债和股东权益总计	1916	2713	3558	4028	公允价值变动损失	(7)	8	5	3
					财务费用	21	(18)	(9)	(10)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(478)	(115)	(43)	(43)
	2019	2020E	2021E	2022E	其它	(8)	(110)	(46)	(46)
每股收益	0.41	2.09	1.21	1.28	经营活动现金流	(258)	800	503	535
每股红利	0.11	0.63	0.36	0.38	资本开支	356	(200)	(100)	(100)
每股净资产	2.67	4.13	5.76	6.66	其它投资现金流	(46)	41	0	0
ROIC	22%	58%	31%	30%	投资活动现金流	312	(162)	(103)	(103)
ROE	15%	51%	21%	19%	权益性融资	21	0	321	0
毛利率	17%	34%	22%	22%	负债净变化	29	0	0	0
EBIT Margin	12%	26%	13%	12%	支付股利、利息	(45)	(255)	(148)	(156)
EBITDA Margin	14%	26%	14%	13%	其它融资现金流	34	0	0	0
收入增长	101%	51%	13%	12%	融资活动现金流	23	(255)	173	(156)
净利润增长率	36%	411%	-42%	5%	现金净变动	76	383	573	276
资产负债率	43%	38%	34%	33%	货币资金的期初余额	144	220	603	1176
息率	0.4%	2.1%	1.2%	1.3%	货币资金的期末余额	220	603	1176	1452
P/E	73.4	14.4	24.7	23.5	企业自由现金流	217	592	402	434
P/B	11.3	7.3	5.2	4.5	权益自由现金流	280	607	410	442
EV/EBITDA	34.9	12.3	20.8	19.8					

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。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032