

高端产品有序放量，公司业绩后续可期

——道明光学（002632）调研简报

分析师：张敬华

SAC NO: S1150513080004

2017年09月11日

化工——新材料

证券分析师

张敬华

010-68104651

zhangjh_bh@126.com

调研情况：

近期，我们调研了道明光学，针对微棱镜膜、铝塑膜以及玻璃微珠膜等公司主营项目的生产经营情况、公司未来发展规划，以及行业现状，与公司相关人员进行沟通交流。

投资要点：

● 公路用反光膜用量增速稳定

2016年底全国公路总里程达到469.63万公里，比上年末增加11.9万公里，按照公路标志标牌设置密度要求，预计新增膜用量需求近300万平方米，而存量市场增量预计超过1,300万平方米。目前公司拥有公路用普通反光膜（玻璃微珠膜）产能4,000万平方米左右，当前产能利用率75%左右；目前该产品售价每平方米在35元左右，毛利率35%左右，盈利稳定，每年产品的出货量增速在10-15%，预计2018年公司玻璃微珠膜销售收入将超过1亿元，整体增速稳定。

● 车用膜出货量增长稳定，公司销售区域逐步扩大

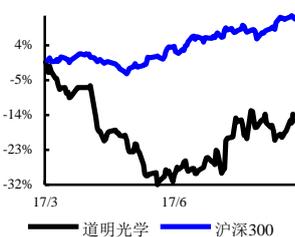
车用膜主要分两种，一是工程车、货车等大型车辆的车身用警示反光膜，二是车牌膜；从盈利能力上看，车用膜的毛利要高于公路用膜。2017年1-7月，共销售汽车1,532.52万辆，同比增长4.10%，预计全年有望超过2,900万辆。目前公司车牌膜销售市场已进入12个省份，2016年该产品的销售收入6,000多万，随布局的完善，未来不排除公司将介入车牌市场，切入车用膜盈利高点。

● 微棱镜膜生产逐步放量，进口替代已形成，助推公司业绩增长

公司微棱镜型反光膜产品整体设计产能为1,000万平方米，目前产能为700万平方米左右，预计18年上半年总产能够达到1,000万平方米。公司成为国内首家突破微棱镜膜反光膜技术壁垒的公司，突破3M、艾利、瑞飞等三家国外公司的垄断，实现进口替代。目前该产品平均售价70-80元，毛利率高达50%以上，与竞争对手相比，公司产品具有较强的价格优势和盈利优势，2016年四季度公司微棱镜型反光膜实现营收5,600万，预计2017年该产品

评级：**增持**
 上次评级：
 目标价格：**10.77**
 最新收盘价：**9.37**

最近半年股价相对走势



相关研究报告

销售将超过 300 万平方米，营收将超过 2.5 亿元。从下游市场应用情况看，目前每公里高级高速路大概需要 60 平方米左右的微棱镜膜，但是随着公路标牌配置密度新国标的推出，将会对每公里标牌密度进行规定，预计届时每公里需求量可能会达到 100 平方米左右。整体上看国内市场规模预计百亿左右，较好的支撑公司产品市场空间的提升。

● 铝塑膜产品的推出，占领锂电池关键材料中另一盈利高点

铝塑膜是软包装锂电池电芯封装的关键材料，技术难度远超隔膜、正极、负极、电解液等材料。目前国内锂电池总产量中，铝塑膜软包电池占比已超过 43%，且比例仍在不断提升。由于技术壁垒较高，目前全球锂电池用铝塑膜生产厂家主要集中在日本和韩国。目前国内电池企业铝塑膜需求量约 780 万平方米/月左右，主要被 DNP、昭和电工以及凸版印刷所垄断，对外依存度超过 90%。而公司是国内少有几家通过自身技术攻切入铝塑膜产业，并进入锂电池供应链体系的厂家之一，且公司与国产膜竞争对手相比，具有技术和品质领先优势。目前公司铝塑膜产能在 500 万平米左右，但另有 500 万平米产能的新生产线也基本投建完毕，预计 2018 年能够达到 1,000 万平米，18 年底、19 年初总产能将会达到 1,500 万平方米，但随着生产控制技术水平的提高，产品产能弹性空间有 50% 左右的提升空间。目前该产品售价 23-26 元/平米，毛利 30% 多，因为铝箔、CPP、粘结剂等原料都来自日本进口，所以国内产品的盈利能力弱于昭和等国外产品，但随着原材料逐步国产化，该产品的盈利必会进一步增强。该产品终将成为公司的另一盈利热点。

● 华威新材收购完毕，有效拓宽了公司的产业链，助力公司业绩提升

华威新材主要产品是 LCD 用多功能复合型增亮膜卷材及光学膜片材。公司在增亮膜市场具有较高的知名度，客户群体较好，产量持续放大，为完成业绩承诺提供了有力的支撑。

● 业绩预测：预计公司 17 年的 EPS 为 0.20 元

公司业务发展稳定，新产品盈利能力强，且不断放量。公司长期看点在于微棱镜膜产品出货量的逐步释放以及铝塑膜生产线的逐步完善、出货量的不断提高和客户群体的有序开拓。在考虑到 17 年定增以及华威新材并表的情况下，我们预计公司 17~19 年 EPS 0.20、0.28、0.39 元，给予“增持”评级，可择机介入。

● 风险提示

汇率波动风险；原料价格的波动风险；行业政策风险；以及新产品开拓不及预期。

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	429	522	851	1,138	1,484
(+/-)%	-7%	21%	63%	34%	30%
经营利润 (EBIT)	46	53	147	204	278
(+/-)%	41%	14%	180%	39%	36%
净利润	45	49	124	178	243
(+/-)%	63%	8%	155%	43%	37%
每股净收益 (元)	0.15	0.08	0.20	0.28	0.39

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	425	420	720	735	788	营业收入	429	522	851	1138	1484
应收票据	6	16	19	25	33	营业成本	291	346	520	685	883
应收账款	85	103	168	224	293	营业税金及附加	2	8	12	16	21
预付款项	11	8	9	9	10	销售费用	25	33	54	72	94
其他应收款	8	6	10	13	17	管理费用	65	82	119	161	208
存货	163	176	265	349	450	财务费用	-8	-12	9	5	2
其他流动资产	59	19	19	19	19	资产减值损失	7	17	0	0	0
长期股权投资	30	67	67	67	67	投资收益	0	-4	-3	-3	-3
固定资产	489	533	501	495	484	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	73	43	50	45	43	营业利润	46	44	135	196	272
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	8	15	14	14	15
无形资产	87	84	88	91	88	税前利润	54	60	149	211	288
长期待摊费用	1	1	2	2	1	减：所得税	9	16	28	40	54
资产总计	1565	1608	2080	2273	2534	净利润	45	44	121	171	233
短期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	45	49	124	178	243
应付票据	12	3	5	7	9	少数股东损益	0	-4	-4	-7	-9
应付账款	60	71	101	133	175	基本每股收益	0.15	0.08	0.20	0.28	0.39
预收款项	21	21	22	23	25	稀释每股收益	0.15	0.08	0.20	0.28	0.39
应付职工薪酬	9	12	12	12	12	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
应交税费	7	9	9	9	9	成长性					
其他应付款	3	5	5	5	5	营收增长率	-7.2%	21.5%	63.1%	33.7%	30.4%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT增长率	40.6%	14.1%	179.9%	38.7%	36.1%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	63.0%	8.3%	155.0%	42.9%	36.7%
负债合计	148	153	155	190	235	盈利性					
股东权益合计	1416	1455	1925	2084	2299	销售毛利率	32.2%	33.7%	39.0%	39.8%	40.5%
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	销售净利率	10.5%	9.3%	14.6%	15.6%	16.4%
净利润	45	44	121	171	233	ROE	3.2%	3.3%	6.5%	8.5%	10.6%
折旧与摊销	51	56	61	67	72	ROIC	2.69%	2.67%	6.21%	7.95%	9.80%
经营活动现金流	69	77	36	93	130	估值倍数					
投资活动现金流	-193	-69	-76	-61	-58	PE	58.7	108.5	44.9	31.4	23.0
融资活动现金流	424	-13	341	-17	-20	P/S	6.2	10.1	6.6	4.9	3.8
现金净变动	299	-6	300	15	52	P/B	1.87	3.63	2.90	2.68	2.43
期初现金余额	122	425	420	720	735	股息收益率	0.4%	0.7%	0.0%	0.2%	0.3%
期末现金余额	422	420	720	735	788	EV/EBITDA	23.1	44.9	23.4	17.9	13.7

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券股份有限公司研究所

副所长 (金融行业研究 & 研究所主持工作)

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长

谢富华
+86 22 2845 1985

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
张冬明
+86 22 2845 1857

计算机行业研究小组

王洪磊
+86 22 2845 1975
朱晟君
+86 22 2386 1319

环保行业研究

张敬华
+86 10 6810 4651
刘蕾
+86 10 6810 4662

电力设备与新能源行业研究

伊晓奕
+86 22 2386 1673
刘秀峰
+86 10 6810 4658

医药行业研究小组

任宪功 (部门经理)
+86 10 6810 4615
王斌
+86 22 2386 1355
赵波
+86 22 2845 1632
苑建
+86 10 6810 4637

通信 & 电子行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602
宋敬祎
+86 22 2845 1131
杨青海
+86 10 6810 4686

食品饮料、交通运输行业研究

齐艳莉
+86 22 2845 1625

餐饮旅游行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
杨旭

证券行业研究

任宪功 (部门经理)
+86 10 6810 4615
洪程程
+86 10 6810 4609

新材料行业研究

张敬华
+86 10 6810 4651

金融工程研究 & 部门经理

崔健
+86 22 2845 1618

权益类量化研究

李莘泰
+86 22 2387 3122
宋旻

衍生品类研究

祝涛
+86 22 2845 1653
李元玮
+86 22 2387 3121
郝惊
+86 22 2386 1600

债券研究

王琛皞
+86 22 2845 1802
夏捷

基金研究

刘洋
+86 22 2386 1563

流动性、战略研究 & 部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
杜乃璇
+86 22 2845 1945

宏观研究

张扬

博士后工作站

冯振 债券·经纪业务创新发展研究
+86 22 2845 1605
朱林宁 量化·套期保值模型研究
+86 22 2387 3123

综合质控 & 部门经理

郭靖
+86 22 2845 1879

机构销售·投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995

行政综合

白骐玮
+86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn