

2019年11月02日

TPV 持续放量及海尔新材并表助力业绩大增

道恩股份(002838)

评级:	增持	股票代码:	002838
上次评级:	首次覆盖	52 周最高价/最低价:	22.37/10.46
目标价格:		总市值(亿)	50.12
最新收盘价:	12.43	自由流通市值(亿)	14.86
		自由流通股数(百万)	119.52

事件概述

公司发布 2019 年三季报, 前三季度实现营业收入 19.94 亿元, 同比增长 148.45%, 归母净利润 1.27 亿元, 同比增长 44.72%, 扣非后净利润 1.22 亿元, 同比增长 52.25%, EPS0.31 元, 加权平均 ROE12.73%。其中 Q3 营业收入与归母净利润分别为 6.95 亿元、0.48 亿元, 分别同比增长 159.87%、50.81%。

分析判断:

▶ 海尔新材并表及 TPV 持续放量导致业绩大增

公司前三季度收入与净利均大幅增长, 主要因海尔新材并表及 TPV 持续放量所致。公司于 2018 年 11 月现金收购海尔新材 80% 股权, 海尔新材承诺 2018-2020 年累计扣非后归母净利为 1.85 亿元, 收购后公司改性塑料产能增加 12 万吨至 19.1 万吨, 跃居全国第三。公司为世界第三大、国内第一大 TPV 企业, 产能 2.2 万吨, 其中 2018 年 6 月投产 1 万吨, 主要客户为通用、日产等汽车龙头制造商, 产能不断释放叠加市场持续拓展, TPV 今年销量预计增长三成, 根据公司 2019 年 8 月投资者关系活动披露, 明年初还将新增 1.1 万吨, 将带动市占率持续增长。公司前三季度销售毛利率 16.85%, 销售净利率 6.76%, 较中报数据环比小幅提升。

▶ HNBR 与 TPI IR 成为新的利润增长点, 新产品将持续涌现

HNBR (氢化丁腈橡胶) 由于其高耐热、耐油等特性, 被广泛应用于油管油封、密封件、轮胎材料, 市场空间极大。公司 2019 年 3 月底 1000 吨产能投产, 预计年内销量数百吨, 价格与毛利率均较高。TPI IR 主要用于医用胶塞, 来替代热固性溴化丁基橡胶, 市场需求约 6 万吨, 公司 2019 年 Q2 新增 2000 吨产能, 根据公司中报披露, 万吨级 TPI IR 项目正在建设中, 预计 2020 年下半年达到预定可使用状态。此外公司 TPU (聚氨酯热塑性弹性体)、DVA (轮胎气体阻隔层) 也将是公司未来利润的重要增长点。

▶ 发行可转债, 持续提高海尔新材市场竞争力

公司 2019 年 6 月公告拟发行不超 3.6 亿元可转债, 用于道恩高分子新材料项目和偿还银行贷款、补充流动资金, 该项目将在海尔新材建设 12 万吨产能, 一方面解决海尔新材产能供给紧张的瓶颈, 同时也降低公司财务费用。

投资建议

预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 25.92/33.71/42.27 亿元, 归母净利润分别为 1.86/2.66/3.62 亿元, EPS 为 0.46/0.66/0.90 元, 目前股价对应 PE 分别为 27/19/14 倍。公司为 TPV 行业龙头, 深耕动态硫化平台、氢化平台和酯化平台, 现有产品不断放量叠加新产品陆续接力, 公司未来成长确定性强。首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示

原材料价格大幅上涨的风险; HNBR 等新品市场开拓不及预期的风险; 产能建设进度不及预期的风

险。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	934.09	1362.53	2592.26	3370.63	4227.29
YoY (%)	16.81%	45.87%	90.25%	30.03%	25.42%
归母净利润(百万元)	93.80	122.42	186.47	265.55	361.69
YoY (%)	18.25%	30.52%	52.32%	42.40%	36.21%
毛利率 (%)	20.55%	17.46%	17.89%	18.97%	19.81%
每股收益 (元)	0.23	0.30	0.46	0.66	0.90
ROE	11.13%	12.96%	16.48%	19.01%	20.57%
市盈率	53.43	40.94	26.88	18.87	13.86

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 杨伟

邮箱: yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1362.53	2592.26	3370.63	4227.29	净利润	124.43	197.96	278.06	376.76
YoY (%)	45.87%	90.25%	30.03%	25.42%	折旧和摊销	28.47	0.00	0.00	0.00
营业成本	1124.69	2128.49	2731.19	3389.86	营运资金变动	-121.55	-315.22	-259.13	-268.99
营业税金及附加	5.72	10.88	14.15	17.74	经营活动现金流	30.43	-87.78	71.99	179.02
销售费用	40.81	81.14	104.49	131.05	资本开支	-89.38	-289.54	-294.07	-219.60
管理费用	25.40	43.55	56.63	71.02	投资	-131.54	0.00	0.00	0.00
财务费用	6.90	28.67	53.00	70.28	投资活动现金流	-204.04	-287.54	-292.07	-217.60
资产减值损失	0.04	0.81	0.24	0.27	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	11.37	2.00	2.00	2.00	债务募资	253.00	521.48	523.90	242.52
营业利润	139.92	224.95	313.98	425.14	筹资活动现金流	176.06	490.79	467.08	166.53
营业外收支	0.18	0.00	2.00	3.00	现金净流量	2.44	115.48	247.00	127.95
利润总额	140.10	224.95	315.98	428.14	主要财务指标				
所得税	15.67	26.99	37.92	51.38	2018A	2019E	2020E	2021E	
净利润	124.43	197.96	278.06	376.76	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	122.42	186.47	265.55	361.69	营业收入增长率	45.87%	90.25%	30.03%	25.42%
YoY (%)	30.52%	52.32%	42.40%	36.21%	净利润增长率	30.52%	52.32%	42.40%	36.21%
每股收益	0.30	0.46	0.66	0.90	盈利能力 (%)				
资产负债表 (百万元)					毛利率	17.46%	17.89%	18.97%	19.81%
货币资金	143.52	259.00	506.00	633.95	净利率	9.13%	7.64%	8.25%	8.91%
预付款项	68.19	99.77	140.54	169.25	总资产收益率 ROA	7.07%	7.30%	7.56%	8.43%
存货	327.28	431.30	561.58	693.64	净资产收益率 ROE	12.96%	16.48%	19.01%	20.57%
其他流动资产	590.22	872.99	1113.73	1381.69	偿债能力 (%)				
流动资产合计	1129.20	1663.06	2321.85	2878.53	流动比率	1.65	1.27	1.17	1.20
长期股权投资	28.44	28.44	28.44	28.44	速动比率	1.07	0.86	0.81	0.84
固定资产	288.33	429.43	574.98	697.76	现金比率	0.21	0.20	0.25	0.27
无形资产	109.84	109.84	109.84	109.84	资产负债率	42.26%	53.12%	57.95%	56.81%
非流动资产合计	602.93	892.47	1188.54	1411.14	经营效率 (%)				
资产合计	1732.13	2555.53	3510.39	4289.67	总资产周转率	1.00	1.21	1.11	1.08
短期借款	353.00	874.48	1398.38	1640.89	每股指标 (元)				
应付账款及票据	150.89	228.73	291.31	362.46	每股收益	0.30	0.46	0.66	0.90
其他流动负债	181.67	207.79	298.11	386.96	每股净资产	2.34	2.81	3.46	4.36
流动负债合计	685.55	1310.99	1987.79	2390.32	每股经营现金流	0.08	-0.22	0.18	0.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	46.53	46.53	46.53	46.53	估值分析				
非流动负债合计	46.53	46.53	46.53	46.53	PE	40.94	26.88	18.87	13.86
负债合计	732.08	1357.52	2034.32	2436.85	PB	7.48	4.43	3.59	2.85
股本	252.00	252.00	252.00	252.00					
少数股东权益	55.28	66.76	79.27	94.34					
股东权益合计	1000.05	1198.00	1476.06	1852.82					
负债和股东权益合计	1732.13	2555.53	3510.39	4289.67					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

分析师承诺

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，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。