

弹性体平台初具雏形，业绩进入快车道 买入（维持）

2019年12月05日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

021-60199793

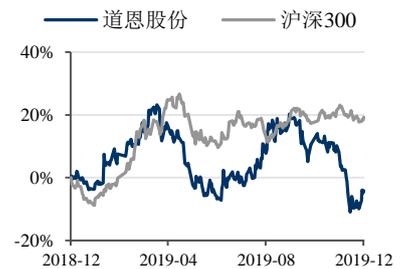
chenyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,363	2,134	2,494	3,172
同比(%)	45.9%	56.6%	16.9%	27.2%
归母净利润(百万元)	122	159	227	347
同比(%)	30.5%	30.2%	42.4%	52.8%
每股收益(元/股)	0.30	0.40	0.56	0.86
P/E(倍)	35.60	27.34	19.19	12.56

投资要点

- 公司三大弹性体平台初具雏形：**上市之初，公司的业务集中在动态硫化和改性塑料领域。上市后，公司一方面深耕动态硫化技术，将动态硫化技术从TPV延伸到TPIIR和DVA领域，一方面将业务向酯化平台（主要是TPU）、氢化平台（主要是HNBR）进行延伸。目前相关产线均已投产，其中TPIIR因为中美贸易摩擦出口受阻，氢化丁腈因负荷较低，成本略高，其他业务进展基本符合预期。
- 改性塑料业务盈利向好，产能适度扩张。**公司原有7万吨改性塑料产能，18年6月份出资2.4亿元，受让山东龙旭持有的青岛海尔新材料80%股权，产能增加到19万吨。19年3月，公司计划斥资3.6亿元扩产改性塑料业务，增加产能12万吨。相关业务和公司的特种橡塑材料有一定协同，原料成本不断走低，终端市场需求回暖，向好势头确定。
- 特种橡塑材料协同性较强，仍有一定的延展性：**动态硫化、酯化和氢化技术都是针对特种橡塑材料发展出来的技术，目标产品以及客户市场有一定的协同，技术门槛较高。公司的技术水平得到下游跨国公司和国际同行的认可，业务仍有一定的延展性。目前，公司已经和科腾高性能聚合物公司就汽车蒙皮材料的开发达成一致，共同推广新型汽车内饰搪塑材料。
- 发布股权激励草案。**19年11月22日公司发布股权激励草案，计划向200名职工授予400万份股票期权和400万股限制性股票，股票期权和限制性股票的行权价格分别为11.1元/份和5.56元/股。按照业绩行权条件，以2018年净利润为基数，2019~2021年的净利润增速不低于35%、55%和75%，对应净利分别为1.65亿元、1.90亿元和2.14亿元。
- 盈利预测与投资评级：**公司19~21年收入分别为21.34亿元、24.94亿元和31.72亿元，归母净利分别为1.59亿元、2.27亿元和3.47亿元，EPS分别为0.40元、0.56元和0.86元，当前股价对应的PE分别为27X倍、19X倍和13X倍。考虑到公司的TPIIR、DVA和HNBR特种弹性体业务突破在即，维持“买入”评级。
- 风险提示：**公司的产品和乘用车市场关联较强，如乘用车市场需求低迷，可能影响公司的销量。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.81
一年最低/最高价	9.85/14.29
市净率(倍)	4.16
流通A股市值(百万元)	1291.97

基础数据

每股净资产(元)	2.60
资产负债率(%)	41.62
总股本(百万股)	403.20
流通A股(百万股)	119.52

相关研究

- 《道恩股份(002838)：改性塑料存产能瓶颈，弹性体进度符合预期》2019-08-06
- 《道恩股份(002838)：新增产能释放在即，DVA潜力值得期待》2018-12-07

道恩股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,129	2,145	2,352	3,249	营业收入	1,363	2,134	2,494	3,172
现金	144	806	1,015	1,245	减:营业成本	1,125	1,758	2,011	2,498
应收账款	410	601	581	923	营业税金及附加	6	9	11	14
存货	327	417	434	623	营业费用	41	64	75	95
其他流动资产	248	320	322	459	管理费用	66	96	115	145
非流动资产	603	810	896	1,062	财务费用	7	20	22	25
长期股权投资	28	43	57	73	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产	288	446	513	633	加:投资净收益	11	-1	-1	1
在建工程	132	158	152	169	其他收益	-0	-0	-0	-0
无形资产	115	123	134	147	营业利润	140	184	260	397
其他非流动资产	39	40	40	40	加:营业外净收支	0	-0	1	2
资产总计	1,732	2,955	3,248	4,311	利润总额	140	184	261	400
流动负债	686	1,771	1,882	2,638	减:所得税费用	16	22	31	47
短期借款	353	1,362	1,493	2,119	少数股东损益	2	3	4	6
应付账款	144	215	195	314	归属母公司净利润	122	159	227	347
其他流动负债	189	195	194	206	EBIT	157	222	320	475
非流动负债	47	47	47	47	EBITDA	186	256	367	534
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	47	47	47	47	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	732	1,818	1,929	2,685	每股收益(元)	0.30	0.40	0.56	0.86
少数股东权益	55	58	62	67	每股净资产(元)	2.34	2.68	3.12	3.87
					发行在外股份(百万股)	252	403	403	403
归属母公司股东权益	945	1,079	1,258	1,559	ROIC(%)	10.4%	7.9%	10.1%	11.3%
负债和股东权益	1,732	2,955	3,248	4,311	ROE(%)	12.4%	14.3%	17.5%	21.7%
					毛利率(%)	17.5%	17.6%	19.4%	21.3%
					销售净利率(%)	9.0%	7.5%	9.1%	10.9%
					资产负债率(%)	42.3%	61.5%	59.4%	62.3%
					收入增长率(%)	45.9%	56.6%	16.9%	27.2%
					净利润增长率(%)	30.5%	30.2%	42.4%	52.8%
					P/E	35.60	27.34	19.19	12.56
					P/B	4.61	4.04	3.47	2.80
					EV/EBITDA	25.12	19.58	13.45	10.01

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

