

道恩股份(002838)半年报点评

TPV 进展符合预期，未来成长动力足 买入（维持）

2017 年 8 月 9 日

事件

公司发布 2017 年中报，报告期内实现营业收入 4.5 亿元，同比增长 26%；实现归母净利 4696 万元，同比增长 11%；归母扣非净利 4634 万元，同比增长 16%。基本每股收益 0.37 元/股。公司预计 2017 年 1-9 月归母净利 6,144.76-7,373.71 万元，同比增长 0%-20%。

投资要点

■ **改性塑料毛利率下滑导致半年报盈利略低于预期。**公司上半年改性塑料、色母粒和热塑性弹性体营业收入分别同比增长 25.5%、50.9% 和 18.4%，增长来自于销量提升。整体毛利率 20.9%，比去年同期下降 5.5pcts，主要系改性塑料和色母粒毛利率下降所致。由于今年上半年聚丙烯价格同比处于高位，改性塑料毛利率 14.3%，比去年同期下降 7.8pcts，色母粒毛利率 17.7%，比去年同期下降 5.9pcts，热塑性弹性体毛利率为 33.7%，基本保持稳定。报告期内，三项费用稳中有降。随着原料价格回落，我们预计后市改性塑料毛利率有所改善，募投的 3 万吨产能预计今年投放一半，可贡献稳定的利润增长。

■ **TPV 扩产符合预期，明后年可快速放量。**现有 TPV 产能是 1.2 万吨，IPO 募投扩建按计划推进，逐步增加产能，预计明年一季度末安装完成。根据公告披露的营收增速，我们预计今年 TPV 出货量在 1.2 万吨左右，明年出货量有望在 1.8 万吨以上，19 年满负荷生产。公司今年的业绩受制于产能受限，明后年产能放量后可快速贡献利润增长。

■ **产品质量一流，已成为库博战略供应商。**公司与多家汽车零部件龙头企业建立了合作关系，进入了众多内资、合资的整车厂供应链。目前公司已成为全球汽车零部件巨头库博的战略供应商，在中国区已经开展合作，很快将进入其全球采购平台。公司现有订单情况良好，为明年扩张的产能消化提供了保障。

■ **TPV 在汽车领域的渗透率有望快速提升。**TPV 具备低比重、低能耗、易加工、无边角料浪费、无毒环保、高性能等优势，符合汽车轻量化、环保化的要求，有望进一步替代传统橡胶和 PVC。预计未来不仅使用 TPV 的新车型更多，单车的使用量也有望继续增加，TPV 在汽车领域正在快速渗透。

■ **公司采用平台化的产品规划策略，具备较强横向拓展能力。**依据我们的理解，公司初步形成**动态硫化+氢化+酯化**三大平台，其中动态硫化平台依托于“完全预分散-动态全硫化”和增容技术，从 TPV (EPDM/PP) 扩展至 TPIIR 医用胶塞和 IIR/PA 轮胎阻隔层，胶塞产线预计今年建成，产能投放取决于认证进展；氢化平台专注于特种橡胶，目前已有氢化丁腈橡胶 (HNBR) 100 吨产能，一期 1000 吨生产线预计 18 年 4 月底建成，产品以军工用为主；酯化平台目前在探索阶段，在 TPEE 等领域有所储备。未来新产品不断落地将为公司提供较强的增长动力。

■ 盈利预测与投资评级：

预计公司 17-19 年净利润为 1.00、1.75、2.95 亿元，EPS 为 0.79、1.39、2.34 元，对应 PE 为 46X、26X 和 16X，公司 TPV 成长空间大，储备项目丰富，业绩增长动力足，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**TPV 的市场推广不及预期，新项目进展不及预期。

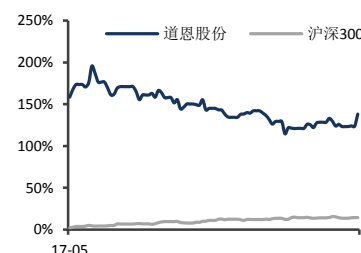
证券分析师 沈晓源

执业证号：S0600517030002

021-60199793

shenxy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	36.38
一年最低/最高价	12.17/52.35
市净率(倍)	6.00
流通市值(百万元)	1,145.97

基础数据

每股净资产(元)	6.06
资产负债率(%)	12.3%
总股本(百万股)	126.00
流通股(百万股)	31.50

相关研究

1. 道恩股份：年报符合预期，增长来自产品销量提升-20170425
2. 道恩股份深度报告：立足 TPV，技术领先的热塑性弹性体龙头-20170417
3. 热塑性弹性体深度报告：行业迎来黄金期，关注 TPV 和 POE-20170410

盈利预测与估值	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	800	951	1,394	1,918
同比(%)	27.7%	19.0%	46.5%	37.6%
净利润(百万元)	79	100	175	295
同比(%)	32.4%	25.7%	75.8%	68.4%
每股收益(元/股)	0.63	0.79	1.39	2.34
P/E	57.79	45.99	26.16	15.53

资料来源：Wind, 东吴证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	737	810	988	1,139	营业收入	800	951	1,394	1,918
现金	330	333	287	188	减:营业成本	605	726	1,022	1,344
应收款项	219	247	369	512	营业税金及附加	4	5	7	10
存货	125	137	197	260	营业费用	30	34	51	70
其他流动资产	63	93	135	179	管理费用	54	60	90	124
非流动资产	272	413	481	564	财务费用	4	5	11	7
长期股权投资	17	17	17	17	资产减值损失	5	0	0	0
固定资产	146	188	275	329	加:投资净收益	-9	0	0	0
在建工程	27	127	107	137	其他收益	-0	0	0	0
无形资产	51	51	51	51	营业利润	89	121	213	364
其他非流动资产	31	30	30	30	加:营业外净收支	6	0	0	0
资产总计	1,010	1,222	1,469	1,703	利润总额	95	121	213	364
流动负债	187	317	383	309	减:所得税费用	14	18	32	55
短期借款	84	215	239	121	少数股东损益	2	3	6	14
应付账款	81	82	120	160	归属母公司净利润	79	100	175	295
其他流动负债	22	21	24	28	EBIT	94	126	224	370
非流动负债	40	40	40	40	EBITDA	110	135	236	387
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	40	40	40	40					
负债总计	227	357	423	349	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	20	23	29	43	每股收益(元)	0.63	0.79	1.39	2.34
归属母公司股东权益	763	842	1,017	1,312	每股净资产(元)	6.06	6.68	8.07	10.41
负债和股东权益总计	1,010	1,222	1,469	1,703	发行在外股份(百万股)	84	126	126	126
					ROIC(%)	15.1%	14.4%	19.2%	24.5%
					ROE(%)	10.4%	11.8%	17.2%	22.5%
现金流量表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	24.4%	23.7%	26.7%	29.9%
经营活动现金流	45	47	22	125	EBIT Margin(%)	11.7%	13.2%	16.1%	19.3%
投资活动现金流	-43	-150	-80	-100	销售净利率(%)	9.9%	10.5%	12.6%	15.4%
筹资活动现金流	298	105	13	-125	资产负债率(%)	37.0%	60.0%	56.4%	34.6%
现金净增加额	300	3	-45	-100	收入增长率(%)	27.7%	19.0%	46.5%	37.6%
折旧和摊销	17	9	12	17	净利润增长率(%)	32.4%	25.7%	75.8%	68.4%
资本开支	50	150	80	100	P/E	57.79	45.99	26.16	15.53
营运资本变动	-70	-57	-182	-208	P/B	6.01	5.45	4.51	3.49
企业自由现金流	1	-104	-59	23	EV/EBITDA	39.13	32.08	18.28	11.16

资料来源: Wind, 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>