

平台化发展，高壁垒独角兽 买入（维持）

2018年3月28日

事件

公司发布 2017 年年报，报告期内实现营业收入 9.34 亿元，同比增 16.81%；归母净利润 9379.78 万元，同比增 18.25%；归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 8282.40 万元，同比增长 11.00%。同时，公司发布利润分配预案，以 1.26 亿股为基数进行资本公积金转增股本，向全体股东每 10 股转增 10 股，同时每 10 股派发现金红利人民币 1.60 元（含税）。

投资要点

■ **TPV 毛利率基本持平，17 年业绩基本符合预期。**公司 2017 年实现营业收入 9.34 亿元，同比增 16.81%；归母净利润 9379.78 万元，同比增 18.25%。营收增长主要来自于改性塑料扩产和 TPV 产量增加，公司 2017 年实现改性塑料销售量 5.05 万吨，同比增长 16.19%；热塑性弹性体类销售量 1.29 万吨，同比增长 8.41%。由于 PP 等原材料价格大幅增长，改性塑料盈利滑坡，毛利率下降至 13.79%，相比去年同期下降 5.26 pct；热塑性弹性体类产品毛利率相对稳定，为 33.94%，相比去年同期小幅下滑 0.65 pct。公司拳头产品 TPV 满产满销，在改性塑料行情遇冷期间，有效地支撑了公司的业绩增长。

■ **改性塑料毛利率下滑，18 年或有改善。**由于原材料 PP 价格大幅上涨，2017 年改性塑料行业景气度明显下滑。据隆众资讯统计，2017 年 PP（燕山石化，出厂价）平均价为 9866 元/吨，相比 2016 年平均价同比增长 9.87%。原材料成本上涨一定程度拖累了公司业绩增长。展望未来，改性塑料行情在 2018 年继续恶化的可能性不大。公司新建 3 万吨改性塑料产能有望于今年全部达产，改性塑料总产能达到 7 万吨，改性塑料的盈利有望实现稳定增长。

■ **硫化平台：TPV 在手订单持续增加，TPIIR 认证通过后有望放量。**公司现有 TPV 产能 1.2 万吨，新建 2.1 万吨产能进展顺利，扩产完成后将有效缓解产能不足。下游订单方面，公司新开拓了汽车蒙皮、新能源汽车水管、发泡 TPV 密封条等应用领域，在手订单不断增长。TPIIR 当前产能建设较为顺利，医用胶塞的认证尚待观察，我们认为有望在 2019 年通过认证，开始放量。依托深厚的技术积累，公司硫化平台日渐成熟，产品渗透率正在不断提升。

■ **酯化平台：拟建设 TPU 产能，将成为新的业务增长点。**酯化技术是公司近年来重点开发的一个重要方向，拟发展产品包括热塑性聚酯 TPEE、热塑性聚氨酯 TPU 等。当前，公司在 TPU 产业化生产上实现突破，开始建设 TPU 工业化生产装置。公司定位于高端化 TPU 的生产，当前差异化产品将有望实现高端 TPU 的进口替代，成为新的利润增长点。

■ **氢化平台：HNBR 有望于 10 月投产，实现进口替代。**HNBR（氢化丁腈橡胶）是一种具有良好耐油性、耐热性、耐化学腐蚀性的新型橡胶，广泛应用于军工、油田、汽车工业，如飞机输油管、发动机密封件等耐高温部件。公司 3000 吨 HNBR 生产线正在建设，一期 1000 吨有望在 10 月份释放产能。公司 HNBR 为军工用产品，售价 17-20 万元/吨，毛利率高，有望成为公司又一王牌产品。

■ **三大平台已经成型，未来持续受益于消费升级。**基于动态硫化+氢化+酯化三大平台，依托高技术壁垒的生产技术，公司构建了平台化的发展思路，选定的产品均为下游快速渗透的新型橡塑材料，未来有望持续受益于消费升级，实现高端产品的进口替代。

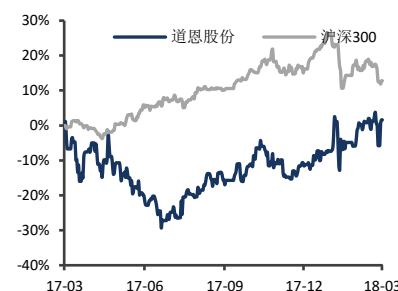
证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517030002

021-60199793

shenxy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	47.13
一年最低/最高价	31.55/49.50
市净率(倍)	7.05
流通市值(百万元)	1819.80

基础数据

每股净资产(元)	6.69
资产负债率(%)	17.58
总股本(百万股)	126.00
流通股(百万股)	38.61

相关研究

- 1 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
- 2 热塑性弹性体深度报告：行业迎来黄金期，关注 TPV 和 POE -20170410
- 3 道恩股份(002838.SZ)：TPV 稳步放量，平台化布局助力高成长 -20170813

■ **盈利预测与投资评级：**暂不考虑转增股本，我们预计公司 18-20 年净利润为 1.55、2.47、3.35 亿元，EPS 为 1.23 元、1.96 元、2.66 元，当前股价对应 PE 分别为 38X、24X、18X，公司平台化发展战略清晰，新产品多点开花，业绩成长动力足，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**PP 价格大幅波动，TPV 的市场推广不及预期，新项目进展不及进展。

盈利预测与估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	934	1252	1717	2159
同比(%)	16.8%	34.1%	37.1%	25.7%
净利润(百万元)	94	155	247	335
同比(%)	18.3%	64.7%	60.0%	35.5%
每股收益(元/股)	0.74	1.23	1.96	2.66
P/E	63.3	38.4	24.0	17.7

资料来源：Wind, 东吴证券研究所

资产负债表（百万元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	737	659	821	1136	1388
现金	330	82	89	143	145
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	53	81	108	149	187
应收款项	219	236	291	400	502
其它应收款	1	1	2	2	3
存货	125	149	182	241	297
其他	9	111	148	202	253
非流动资产	272	331	347	361	373
长期股权投资	17	11	11	11	11
固定资产	146	172	194	213	231
无形资产	51	65	58	53	47
其他	59	84	84	84	84
资产总计	1010	991	1168	1497	1761
流动负债	187	109	191	315	311
短期借款	84	0	56	142	103
应付账款	81	85	110	146	180
预收账款	7	5	6	8	10
其他	15	19	19	19	19
长期负债	40	39	39	39	39
长期借款	0	0	0	0	0
其他	40	39	39	39	39
负债合计	227	148	230	354	350
股本	84	126	126	126	126
资本公积金	362	326	326	326	326
留存收益	317	390	482	683	943
少数股东权益	20	0	3	8	15
归属于母公司所有者权益	763	843	934	1135	1396
负债及权益合计	1010	991	1168	1497	1761

现金流量表（百万元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	45	34	63	66	169
净利润	79	94	155	247	335
折旧摊销	17	21	26	28	30
财务费用	4	1	1	5	6
投资收益	9	3	3	3	3
营运资金变动	(66)	(88)	(134)	(237)	(225)
其它	2	2	12	19	20
投资活动现金流	(43)	(80)	(47)	(47)	(47)
资本支出	(50)	(87)	(44)	(44)	(44)
其他投资	7	6	(3)	(3)	(3)
筹资活动现金流	298	(126)	(8)	34	(120)
借款变动	40	(88)	56	86	(39)
普通股增加	21	42	0	0	0
资本公积增加	271	(35)	0	0	0
股利分配	(32)	(42)	(63)	(46)	(74)
其他	(3)	(3)	(1)	(5)	(6)
现金净增加额	299	(173)	8	53	3

资料来源：Wind，东吴证券研究所

利润表（百万元）

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	800	934	1252	1717	2159
营业成本	605	742	957	1266	1564
营业税金及附加	4	5	6	8	11
营业费用	30	32	43	59	74
管理费用	54	49	65	89	112
财务费用	4	2	1	5	6
资产减值损失	5	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
投资收益	(9)	(3)	(3)	(3)	(3)
营业利润	89	105	176	285	388
营业外收入	6	5	5	5	5
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	95	111	182	290	393
所得税	14	15	24	38	51
净利润	82	96	158	252	342
少数股东损益	2	2	3	5	7
归属于母公司净利润	79	94	155	247	335
EPS（元）	1.26	0.74	1.23	1.96	2.66

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	28%	17%	34%	37%	26%
营业利润	29%	18%	68%	62%	36%
净利润	32%	18%	65%	60%	36%
获利能力					
毛利率	24.4%	20.5%	23.6%	26.2%	27.6%
净利率	9.9%	10.0%	12.3%	14.4%	15.5%
ROE	10.4%	11.1%	16.5%	21.8%	24.0%
ROIC	9.4%	11.0%	15.5%	19.6%	22.7%
偿债能力					
资产负债率	22.5%	14.9%	19.7%	23.6%	19.9%
净负债比率	8.3%	0.0%	4.8%	9.5%	5.8%
流动比率	3.9	6.0	4.3	3.6	4.5
速动比率	3.3	4.7	3.3	2.8	3.5
营运能力					
资产周转率	0.8	0.9	1.1	1.1	1.2
存货周转率	5.8	5.4	5.8	6.0	5.8
应收帐款周转率	4.4	4.1	4.8	5.0	4.8
应付帐款周转率	9.3	8.9	9.8	9.9	9.6
每股资料（元）					
每股收益	0.94	0.74	1.23	1.96	2.66
每股经营现金	0.53	0.27	0.50	0.53	1.34
每股净资产	9.08	6.69	7.41	9.01	11.08
每股股利	0.50	0.50	0.37	0.59	0.80
估值比率					
PE	49.9	63.3	38.4	24.0	17.7
PB	5.2	7.0	6.4	5.2	4.3
EV/EBITDA	55.3	48.0	29.5	18.9	14.2

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>