

产能投放与新公司并表驱动业绩增长，看好未来

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2017 年实现营业收入 8.07 亿元，同比增长 54.62%；实现归母净利润 1.24 亿元，同比增长 154.06%；EPS 0.21 元。公司 2017 年第四季度归母净利润为 4077.33 万元，环比增长 63.95%。公司预计 2018 年第一季度业绩同比增长 120%-170%，归母净利润区间为 4328.15 万元-5311.82 万元。
- **公司是膜材料细分行业龙头企业。** 公司主营业务为以反光材料为主的功能性薄膜的研发、设计及生产，主要产品包括各种规格、各种等级的反光膜、反光布及以反光布、反光膜为原材料制造的反光服装、反光制品，以及锂电池软包装膜等功能性薄膜产品。2017 年，公司完成了对华威新材料 100% 股权的收购，新增华威新材料主要产品 LCD 用多功能复合型增亮膜卷材、光学膜片材及量子点膜。目前，公司主要分龙游、永康、常州三个生产基地，位于龙游基地的龙游道明成为玻璃微珠型反光材料、反光服装、反光制品生产研发平台，道明新材料成为相关反光材料基础原材料离型纸、离型膜生产研发平台；位于永康基地的道明光电成为微棱镜型反光材料及锂电池软包装膜等功能性膜材料产品的生产研发平台；位于常州的华威新材料成为光学膜、复合膜、装饰膜、量子点多功能复合膜生产研发平台。
- **业绩驱动因素是产品和子公司并表。** 2017 年，公司市场开拓力度加大，其中毛利较高的微棱镜型反光膜、反光布、车牌膜、车牌半成品等销售取得较大进展，保证了公司业绩的稳定持续增长；特别是微棱镜型反光膜作为 2015 年度非公开发行募投项目，于 2016 年四季度顺利投产并在当年实现销售收入 5653.91 万，2017 年在此基础上，全年销售数量 179.37 万平方米，实现销售收入 1.24 亿元。同时，华威新材料 2017 年 9-12 月实现主营业务收入 10313.11 万元和净利润 1252.21 万元纳入公司合并报表范围，增加了公司业绩。
- **盈利预测与评级。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.35 元、0.44 元、0.57 元，未来三年归母净利润将保持 43% 的复合增长率。考虑到公司微棱镜型反光材料和铝塑膜未来的快速放量带来的业绩高成长性，参考可比公司新纶科技、康得新、激智科技 2018 年的估值水平（根据 wind 一致预测，分别为 36 倍、16 倍、39 倍），给予公司 2018 年 33 倍估值水平，对应目标价 11.55 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 经营管理风险，商誉减值风险，汇率波动风险，原材料价格波动风险，环保政策风险，应收账款风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	806.80	1524.64	1939.77	2427.04
增长率	54.62%	88.97%	27.23%	25.12%
归属母公司净利润 (百万元)	123.75	220.43	273.30	358.92
增长率	154.06%	78.12%	23.98%	31.33%
每股收益 EPS (元)	0.20	0.35	0.44	0.57
净资产收益率 ROE	6.68%	10.75%	11.99%	13.90%
PE	47	26	21	16
PB	3.15	2.84	2.55	2.25

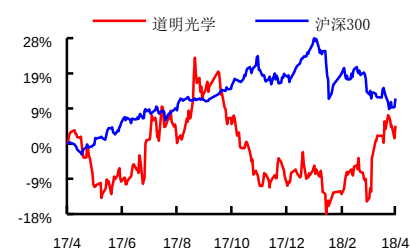
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 商艾华
 执业证号: S1250513070003
 电话: 021-50755259
 邮箱: shah@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.26
流通 A 股(亿股)	5.54
52 周内股价区间(元)	7.15-10.77
总市值(亿元)	57.57
总资产(亿元)	22.62
每股净资产(元)	2.92

相关研究

1 公司是膜材料细分行业龙头企业

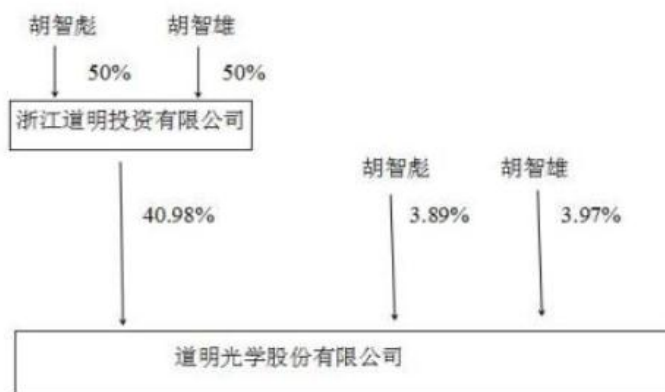
公司主营业务为以反光材料为主的功能性薄膜的研发、设计及生产，主要产品包括各种规格、各种等级的反光膜、反光布及以反光布、反光膜为原材料制造的反光服装、反光制品，以及锂电池软包装膜等功能性薄膜产品。公司业务向前一体化实现核心原材料的自给，向后一体化涵盖“人”、“车”、“路”的安全防护，实现了基于反光材料的安全防护全产业链体系。2017 年，公司完成了对华威新材料 100% 股权的收购，新增华威新材料主要产品 LCD 用多功能复合型增亮膜卷材、光学膜片材及量子点膜。。目前，公司主要分龙游、永康、常州三个生产基地，位于龙游基地的龙游道明成为玻璃微珠型反光材料、反光服装、反光制品生产研发平台，道明新材料成为相关反光材料基础原材料离型纸、离型膜生产研发平台；位于永康基地的道明光电成为微棱镜型反光材料及锂电池软包装膜等功能性膜材料产品的生产研发平台；位于常州的华威新材料成为光学膜、复合膜、装饰膜、量子点多功能复合膜生产研发平台。三大生产基地联动，打造全球先进的反光材料生产基地的同时，进一步加大新型功能性薄膜的开发力度，公司从单一的反光材料生产企业提升到全球少数拥有玻璃微珠型和微棱镜型全系列反光材料生产能力的领先企业，并逐渐转型为综合性功能性膜材料生产企业。

表 1：道明光学主要产品生产能力

产品	产能（万平方米）
玻璃微珠型反光材料	3000
微棱镜型反光材料	1000
铝塑膜	1500
增光膜	2000
复合膜	300
量子点膜	300

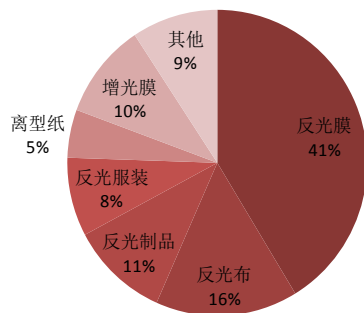
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 1：道明光学与实际控制人的产控关系



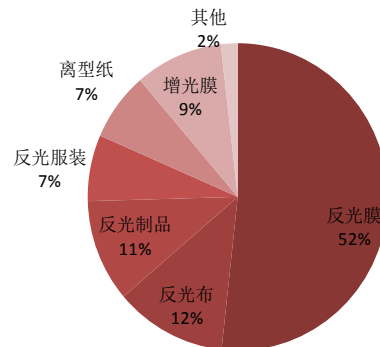
数据来源：公司资料，西南证券整理

图 2：公司 2017 年主营业务收入结构情况



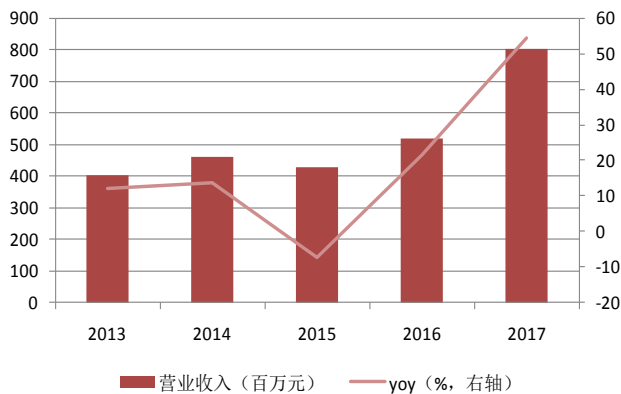
数据来源：公司资料，西南证券整理

图 3：公司 2017 年主营业务毛利结构情况



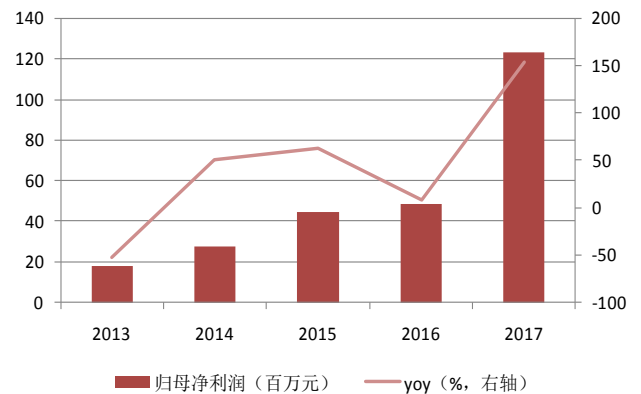
数据来源：公司资料，西南证券整理

图 4：公司 2013 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2013 年以来归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 核心竞争力分析

我们认为公司的核心竞争力主要体现在这五个方面：

（1）规模优势

公司拥有微棱镜型和玻璃微珠型全系列反光膜、反光布研发和生产能力，并向下延展反光服装、反光制品，可向客户提供完整的一站式安全防护解决方案，是国内反光材料行业规模最大、产品种类最为齐全的龙头骨干企业之一。公司目前拥有年产 3000 万平方米玻璃微珠型反光材料的产能规模，年产 1000 万平方米微棱镜型反光膜生产线、年产 1500 万平方米锂电池软包装膜生产线、年产 2000 万平方米增光膜生产线、年产 300 万平方米复合膜和年产 300 万量子点膜生产线等项目。公司在继续巩固反光材料行业领先的同时，进一步加大新型功能性薄膜的开发力度，公司从全球少数拥有玻璃微珠型和微棱镜型全系列反光材料生产能力的领先企业提升为综合性功能性膜材料生产企业。

（2）技术研发优势

公司自成立以来将技术创新作为企业可持续发展的重要途径和手段，公司研发中心先后被认定为浙江省高新技术企业研发中心、浙江省省级企业技术中心及浙江省反光材料工程技术研究中心；通过自主研发，公司已申请 100 余项专利（其中发明专利近 30 项），承担国家级、省部级项目 15 项。公司全资子公司龙游道明、道明光电、华威新材料、骏通新材料均为高新技术企业。截至报告期末，道明光学共获得发明专利 1 项；道明光电共获得授予专利 28 项，其中：发明专利 8 项、实用新型专利 7 项、外观设计专利 13 项；龙游道明共获得授予专利 45 项，其中：发明专利 11 项、实用新型专利 30 项、外观设计专利 4 项；华威新材料共获得授予专利 14 项，其中：发明专利 2 项、实用新型专利 12 项；惠州骏通新材料获得授予实用新型专利 10 项。领先的技术研发和创新能力为提升公司核心竞争力和保持行业领先地位奠定了坚实的基础。

（3）团队优势

目前道明营销中心下设内贸部、外贸部、市场部三个职能部门，并根据市场特征划分三大事业部（个人防护事业部、交通安全事业部和国际业务事业部）九大项目组（专业市场项目组、民用市场项目组、反光丝线项目组、反光面料项目组、反光服装项目组、广告膜项目组、车身反光标识项目组、车牌膜项目组，交通工程项目组），各项目组分不同但都以“创新、协同、渠道、应用”作为总的经营方向和策略，共同打造全球领先的反光材料及延伸产品供应商以及安全防护一站式解决方案提供商。同时，公司根据销售区域划分为国内市场和国际市场，国内市场细分为华北区、华中区、华东区、华南区、西南区、西北区六大区域。公司目前在国内设有 16 家办事处，覆盖全国主要市场，为客户提供优质、及时、专业的服务，可及时有效地满足各地客户的多样化需求；国际市场细分为欧洲区、美洲区、非洲区、澳洲区、中东西亚区、东南亚区六大区域，向 80 多个国家的市场逐级逐层辐射渗透，并已经在韩国、印度、巴西等地建立销售型子公司，实现本地化服务。

（4）装备优势

目前，公司研发中心先后被认定为浙江省高新技术企业研发中心、浙江省省级企业技术中心及浙江省反光材料工程技术研究中心。公司一直以来十分重视对先进生产装备、检测设备及仪器的投入，目前公司已拥有成套进口高精密涂布、复合生产线；进口模块化多功能涂布复合生产线；进口高精密模压生产线；进口挤出生产线；高速激光打标机；宽幅卷对卷丝网印刷机；数字分切机；智能化立体仓库；自动化车牌生产流水线；智能化服装生产悬挂系统；自动裁布系统等设备来保持公司的装备优势进而巩固公司产品的市场竞争优势。此外，公司建有国内少有的专业涂布实验室，加强对现有功能性薄膜核心生产工艺的优化。

（5）原料采购优势

公司的高性能合成树脂胶水及离型纸等部分重要原材料均采用自主研发和生产模式，自主生产关键原材料使产品拥有更好的成本优势，匹配性更优，提升产品品质。公司通过参与部分上游行业产品的生产，对原材料市场价格变化具有更敏锐的反应能力，减少上游原材料价格的波动对产品成本的影响，避免原材料供应的突发性短缺的瓶颈。此外，公司不断推进微棱镜反光膜及铝塑膜的部分原材料国产化工作，未来如能进一步提升部分原材料的国产化率，将有效降低产品成本，提高产品毛利，提升公司业绩，并避免原材料采购瓶颈。

3 盈利预测

关键假设：

假设 1：2018-2020 年，公司微棱镜型反光膜销量随着进口替代而继续提升；

假设 2：2018-2020 年，公司铝塑膜产品销量为 500、1000、1500 万平米；

假设 3：公司原材料价格不出现大的波动。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	806.8	1524.6	1939.8	2427.0
	增速	54.6%	89.0%	27.2%	25.1%
	成本	495.5	969.1	1243.8	1567.3
	毛利率	38.6%	36.4%	35.9%	35.4%
反光膜	收入	333.2	428.2	539.5	670.0
	增速	31.4%	28.5%	26.0%	24.2%
	成本	183.0	224.8	280.5	348.4
	毛利率	45.1%	47.5%	48.0%	48.0%
反光布	收入	123.7	153.4	187.2	224.6
	增速	23.8%	24.0%	22.0%	20.0%
	成本	79.6	95.1	114.2	137.0
	毛利率	35.6%	38.0%	39.0%	39.0%
反光制品	收入	85.3	149.3	232.2	338.5
	增速	85.3%	75.0%	55.5%	45.8%
	成本	46.6	77.6	118.4	172.6
	毛利率	45.3%	48.0%	49.0%	49.0%
反光服装	收入	67.2	93.0	126.1	168.1
	增速	12.1%	38.5%	35.5%	33.3%
	成本	50.1	67.0	89.5	119.3
	毛利率	25.4%	28.0%	29.0%	29.0%
其他	收入	197.4	700.7	854.9	1025.9
	增速	217.0%	255.0%	22.0%	20.0%
	成本	136.2	504.5	641.2	789.9
	毛利率	31.0%	28.0%	25.0%	23.0%

数据来源：Wind，西南证券

4 风险提示

经营管理风险，商誉减值风险，汇率波动风险，原材料价格波动风险，环保政策风险，应收账款风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	806.80	1524.64	1939.77	2427.04	净利润	122.63	218.42	270.81	355.65
营业成本	495.54	969.05	1243.78	1567.29	折旧与摊销	64.39	64.47	75.13	83.77
营业税金及附加	10.82	19.45	26.14	16.75	财务费用	14.47	15.25	19.40	24.27
销售费用	47.44	83.86	106.69	128.63	资产减值损失	41.62	20.00	20.00	20.00
管理费用	92.52	160.09	199.80	245.13	经营营运资本变动	-185.42	-306.48	-217.00	-226.18
财务费用	14.47	15.25	19.40	24.27	其他	65.96	-18.29	-22.45	-22.67
资产减值损失	41.62	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	123.66	-6.64	145.89	234.84
投资收益	6.06	0.00	0.00	0.00	资本支出	-299.88	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	3.58	1.86	2.18	2.31	其他	-31.79	1.86	2.18	2.31
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-331.67	-98.14	-97.82	-97.69
营业利润	152.52	258.82	326.14	427.28	短期借款	191.34	-137.34	56.93	-9.49
其他非经营损益	-2.83	5.94	2.11	3.81	长期借款	0.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	149.69	264.75	328.25	431.09	股权融资	295.37	0.00	0.00	0.00
所得税	27.07	46.33	57.44	75.44	支付股利	0.00	-24.75	-44.09	-54.66
净利润	122.63	218.42	270.81	355.65	其他	-390.36	-12.94	-19.40	-24.27
少数股东损益	-1.13	-2.01	-2.49	-3.27	筹资活动现金流净额	96.39	-175.03	-6.56	-88.42
归属母公司股东净利润	123.75	220.43	273.30	358.92	现金流量净额	-130.26	-279.81	41.51	48.73
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	432.27	152.46	193.98	242.70	成长能力				
应收和预付款项	297.13	501.26	650.48	822.40	销售收入增长率	54.62%	88.97%	27.23%	25.12%
存货	280.88	525.17	688.53	856.58	营业利润增长率	242.95%	69.69%	26.01%	31.01%
其他流动资产	29.96	53.43	67.00	82.93	净利润增长率	176.49%	78.12%	23.98%	31.33%
长期股权投资	54.93	54.93	54.93	54.93	EBITDA 增长率	161.78%	46.30%	24.27%	27.25%
投资性房地产	50.32	50.32	50.32	50.32	获利能力				
固定资产和在建工程	674.62	714.04	742.79	762.91	毛利率	38.58%	36.44%	35.88%	35.42%
无形资产和开发支出	359.92	356.16	352.40	348.64	三费率	19.14%	17.00%	16.80%	16.40%
其他非流动资产	82.40	82.27	82.14	82.01	净利率	15.20%	14.33%	13.96%	14.65%
资产总计	2262.43	2490.04	2882.58	3303.44	ROE	6.68%	10.75%	11.99%	13.90%
短期借款	191.34	54.00	110.93	101.44	ROA	5.42%	8.77%	9.39%	10.77%
应付和预收款项	190.42	345.06	445.63	565.19	ROIC	11.37%	13.38%	13.99%	16.02%
长期借款	0.04	0.04	0.04	0.04	EBITDA/销售收入	28.68%	22.20%	21.69%	22.06%
其他负债	45.54	59.76	68.08	77.87	营运能力				
负债合计	427.34	458.86	624.67	744.54	总资产周转率	0.42	0.64	0.72	0.78
股本	626.42	626.42	626.42	626.42	固定资产周转率	1.39	2.27	2.66	3.22
资本公积	808.33	808.33	808.33	808.33	应收账款周转率	4.92	5.19	4.63	4.50
留存收益	394.61	590.29	819.50	1123.76	存货周转率	2.14	2.39	2.04	2.02
归属母公司股东权益	1826.93	2025.04	2254.25	2558.51	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.18%	—	—	—
少数股东权益	8.15	6.14	3.65	0.38	资本结构				
股东权益合计	1835.09	2031.19	2257.91	2558.90	资产负债率	18.89%	18.43%	21.67%	22.54%
负债和股东权益合计	2262.43	2490.04	2882.58	3303.44	带息债务/总负债	44.78%	11.78%	17.76%	13.63%
					流动比率	2.62	2.88	2.69	2.81
					速动比率	1.91	1.65	1.53	1.61
					股利支付率	0.00%	11.23%	16.13%	15.23%
					每股指标				
					每股收益	0.20	0.35	0.44	0.57
					每股净资产	2.92	3.23	3.60	4.08
					每股经营现金	0.20	-0.01	0.23	0.37
					每股股利	0.00	0.04	0.07	0.09
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	231.39	338.53	420.67	535.32					
PE	46.52	26.12	21.06	16.04					
PB	3.15	2.84	2.55	2.25					
PS	7.14	3.78	2.97	2.37					
EV/EBITDA	22.82	16.02	12.93	10.05					
股息率	0.00%	0.43%	0.77%	0.95%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyhg@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn