

2019年08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

研究助理 肖雅博

021-60199793

xiaoyb@dwzq.com.cn

改性塑料存产能瓶颈，弹性体进度符合预期 买入（维持）

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,363	2,363	2,617	3,405
同比 (%)	45.9%	73.4%	10.7%	30.1%
归母净利润 (百万元)	122	195	256	339
同比 (%)	30.5%	59.5%	31.2%	32.4%
每股收益 (元/股)	0.30	0.48	0.64	0.84
P/E (倍)	41.04	25.73	19.61	14.81

事件: 公司发布 2019 年中报, 报告期内实现营业收入 12.99 亿元, 同比增长 142.74%; 实现归母净利润 0.79 亿元, 同比增长 41.27%。

投资要点

- **拟发行可转债打破改性塑料的产能瓶颈:** 公司 18 年斥资 2.58 亿元, 收购海尔新材料 80% 股权。由于海尔新材料原有产能存在瓶颈, 随着业务范围的扩大, 改性塑料业务遇到一定的产能瓶颈, 因此公司计划发行 3.6 亿元可转债拟扩建改性塑料的产能, 此举将缓解当前产能供不应求的局面, 满足公司未来业务的发展需要。
- **TPV 业务发展平稳, 盈利水平有所提升。** TPV 目前主要用于汽车领域, 新车市场销售下滑对相关业务构成一定的压力, 但是由于 TPV 的技术、经济、环保优势突出, 公司在新车订单的占比有所增加, 叠加原材料成本端趋势向下, 公司的销量和毛利均有所增加。预计未来公司将进一步强化产品在非车用领域的应用, 且目前已经在卫浴、防水、防水卷材、光伏等领域取得一些进展。同时, 对于动态硫化平台的另两类产品, TPIIR 产品已经具备量产条件, DVA 产品处于和中策橡胶、三角轮胎的合作开发过程中, 进度基本符合预期。
- **酯化平台进度符合预期, TPU 存在扩张可能。** 目前公司的 TPU 产能为 1 万吨/年, 产品应用主要对应鞋材、手机护套以及薄膜等领域。公司产品具备拓展到页岩气开发、医疗卫生等领域的可能性, 未来的产能扩张将有助于推进 TPU 在不同领域的横向拓展应用。
- **加氢平台的核心产品 HNBR 已打通流程。** 公司的 HNBR 产品属于国内高端领域急缺的新材料, 技术难度极大, 目前 1000 吨/年产能项目已于 19 年 6 月顺利投产, 随着产能利用率的提升, 公司的盈利能力有望进一步得到加强。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.95 亿元、2.56 亿元和 3.39 亿元, EPS 分别为 0.48 元、0.64 元和 0.84 元, 当前股价对应 PE 分别为 26X、20X 和 15X。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 在建项目的投产进度不及预期; 弹性体、改性塑料行业竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.46
一年最低/最高价	9.17/14.29
市净率(倍)	5.03
流通 A 股市值(百万元)	1489.17

基础数据

每股净资产(元)	2.48
资产负债率(%)	40.12
总股本(百万股)	403.20
流通 A 股(百万股)	119.52

相关研究

1、《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)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,129	2,467	2,294	3,713	营业收入	1,363	2,363	2,617	3,405
现金	144	893	1,064	1,336	减:营业成本	1,125	1,949	2,119	2,752
应收账款	410	710	531	1,083	营业税金及附加	6	10	11	15
存货	327	498	399	766	营业费用	41	71	78	102
其他流动资产	248	367	300	528	管理费用	66	106	121	156
非流动资产	603	872	924	1,118	财务费用	7	12	6	6
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	493	536	677	加:投资净收益	11	-1	-1	1
在建工程	132	174	157	181	其他收益	-0	-0	-0	-0
无形资产	115	123	134	147	营业利润	140	213	281	375
其他非流动资产	39	40	40	40	加:营业外收支	0	-0	0	0
资产总计	1,732	3,339	3,219	4,831	利润总额	140	212	281	375
流动负债	686	2,134	1,818	3,149	减:所得税费用	16	29	37	48
短期借款	353	1,681	1,447	2,553	少数股东损益	2	-12	-12	-12
应付账款	144	253	178	383	归属母公司净利润	122	195	256	339
其他流动负债	189	199	192	213	EBIT	157	258	346	461
非流动负债	47	47	47	47	EBITDA	186	294	396	522
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	2,181	1,865	3,195	每股收益(元)	0.30	0.48	0.64	0.84
少数股东权益	55	43	31	19	每股净资产(元)	2.34	2.77	3.28	4.01
归属母公司股东权益	945	1,115	1,323	1,616	发行在外股份(百万股)	252	403	403	403
负债和股东权益	1,732	3,339	3,219	4,831	ROIC(%)	10.4%	7.9%	10.7%	9.5%
					ROE(%)	12.4%	15.8%	18.0%	20.0%
					毛利率(%)	17.5%	17.5%	19.0%	19.2%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	9.0%	8.3%	9.8%	10.0%
经营活动现金流	30	-235	563	-529	资产负债率(%)	42.3%	65.3%	57.9%	66.1%
投资活动现金流	-204	-307	-103	-254	收入增长率(%)	45.9%	73.4%	10.7%	30.1%
筹资活动现金流	176	1,291	-288	1,054	净利润增长率(%)	30.5%	59.5%	31.2%	32.4%
现金净增加额	3	749	172	271	P/E	41.04	25.73	19.61	14.81
折旧和摊销	28	36	50	62	P/B	5.32	4.51	3.80	3.11
资本开支	90	255	38	178	EV/EBITDA	28.70	20.02	13.83	12.06
营运资本变动	-122	-468	262	-922					

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>