

道恩转债投资价值分析

报告日期：2020-07-07

分析师：邹坤

执业证书号：S0010520040001

邮箱：zoukun@hazq.com

报告摘要：

道恩转债于7月2日网上申购。初始转股价 29.32 元/股，发行期限为 6 年，拟募集资金 3.6 亿元，其中 2.6 亿元用于“道恩高分子新材料项目”，1 亿元用于偿还银行借款及补充流动资金。

道恩转债条款保持中规中矩。按照 2020 年 06 月 30 日中债 6 年 AA-级企业债到期收益率 6.7934% 计算，债底价值为 83.86 元。按照 2020 年 06 月 30 日的道恩股份收盘价 28.42 元/股计算，初始平价为 96.93 元，平价溢价率为 3.17%。

道恩转债上市价格在 112 元左右。综合考虑公司的基本面情况，同行业个券和近期整体转债市场的行情，我们估计道恩转债的转股溢价率在 12% 到 20% 之间。通过相对价值法得到的结果 98 元到 128 元之间，我们认为其上市价格在 112 元左右。

公司自主创新能力突出，在行业中处于领先地位。公司现有专利 88 个，其中实用新型专利 31 个，发明专利 57 个。公司拥有多元化、高水准的研发平台，具有突出的自主创新能力。

客户依赖性高，与国内外多家知名企业建立了长期稳定关系。公司通过满足企业多元化需求、为企业提供个性化产品等战略积累了优秀客户群体，先后与多家国内外知名企业形成了稳定的合作关系，产品国际化进程提速。

公司所属行业受益于国家政策，国内外需求不断提高，发展潜力大。汽车环保法规支持热塑性弹性体行业加速发展，此外我国正成为全球改性塑料最大的市场和主要需求增长动力，改性塑料行业需求旺盛。

从公司财务数据来看，公司业绩表现优秀，近年来营业收入与归母净利润高速增长；公司盈利能力处于行业领先地位，凭借核心技术仍有较大发展空间；营运能力一般，贷款回收能力与存货管理效率均在可比公司中处于平均水平；资产负债率在行业处于较高水平，可转债发行将有助于债务结构改善。公司毛利率有所上升，高于可比公司平均水平。

风险提示： 业绩不及预期

目 录

1 发行安排.....	3
2 主要条款及分析.....	3
3 上市价格预测.....	4
4 正股基本面分析.....	4

图表目录

表 1：道恩转债发行认购时间表	3
表 2：道恩转债主要条款	3
表 3：债性、股性指标	4
表 4：相对价值法下，预测道恩转债上市价格	4
图 1：2019 年公司营业收入分业务构成	5
图 2：2016-2019 年营业收入分业务构成（亿元）	5
图 3：2019 年公司营业收入分区域构成	5
图 4：2016-2019 年营业收入分区域构成（亿元）	5
图 5：公司专利年份分布	6
图 6：公司专利类型分布	6
图 5：2012-2019 年行业营业收入情况（亿元）	7
图 6：2012-2019 年行业净利润及增长率	7
图 5：2014-2020Q1 公司营业收入情况（亿元）	7
图 6：2014-2020Q1 公司归母净利润情况（亿元）	7
图 7：2014-2020 Q1 公司毛利率情况	8
图 8：2014-2020 Q1 可比公司毛利率情况	8
图 9：2014-2020 Q1 公司每股收益情况	8
图 10：2014-2020 Q1 公司净资产收益率情况	8
图 11：2014-2020 Q1 公司应收账款周转率情况	9
图 12：2014-2020 Q1 公司存货周转率情况	9
图 13：2014-2020Q1 可比公司资产负债率情况	9
图 14：2015-2020 Q1 公司偿债能力	9

1 发行安排

表 1：道恩转债发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	6 月 30 日	刊登《募集说明书》、《发行公告》、《网上路演公告》、《信用评级报告》
T-1	7 月 1 日	刊登《可转债发行提示性公告》；原 A 股股东优先配售股权登记日；网上路演
T	7 月 2 日	发行首日；原无限售股东优先配售认购日；网上申购日；确定网上中签率
T+1	7 月 3 日	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》；网上申购摇号抽签
T+2	7 月 6 日	刊登《网上中签结果公告》；网上申购中签缴款
T+3	7 月 7 日	保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	7 月 8 日	刊登《发行结果公告》；募集资金划至发行人账户

资料来源：Wind、华安证券研究所

截止 2020 年 07 月 01 日，道恩转债已发布《募集说明书》、《募集说明书摘要》、《发行公告》、《网上路演公告》、《信用评级报告》。

截止 7 月 01 日，道恩股份总市值为 115.68 亿元，若本次发行的可转债全部如期转股，将会占到市值的 3.11%，对原股东股权的稀释程度一般。

2 主要条款及分析

道恩转债条款保持中规中矩。按照 2020 年 06 月 30 日中债 6 年 AA-级企业债到期收益率 6.7934% 计算，债底价值为 83.86 元。按照 2020 年 06 月 30 日的道恩股份收盘价 28.42 元/股计算，初始平价为 96.93 元，平价溢价率为 3.17%。

表 2：道恩转债主要条款

项目	内容
转债名称	道恩转债
债券代码	128117.SZ
主体及债项评级	AA-/AA-（联合评级）
发行规模	3.60 亿
存续期	6 年（2020 年 07 月 02 日至 2026 年 07 月 02 日）
票面利率	0.40%，0.60%，1.00%，1.50%，2.00%，3.00%
转股价格	29.32 元/股
转股期	2021 年 01 月 08 日至 2026 年 07 月 01 日
向下修正条款	存续期内，15/30，80%
赎回条款	（1）到期赎回：期满后五个交易日内，按债券面值的 118%（含最后一期利息）赎回 （2）提前赎回：转股期内，15/30，130%（含 130%）；未转股余额少于 3000 万元（含 3000 万元）
回售条款	（1）有条件回售条款：在最后两个计息年度，若公司股票收盘价连续 30 个交易日低于当期转股价格 70%，可转债持有人有权将其持有的本次可转债全部或部分按面值加当期应计利息回售给本公司。

项目	内容
	(2) 附加回售条款：若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。
网络申购限额	100 万元/账户

资料来源：发行公告、华安证券研究所

表 3：债性、股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
底价	83.86	平价	96.93
底价溢价率	19.25%	平价溢价率	3.17%

3 上市价格预测

根据 2020 年 06 月 30 日的收盘价，道恩转债初始平价为 96.93 元。综合考虑公司的基本面情况、同行业个券和近期整体转债市场的行情，我们估计道恩转债的转股溢价率在 12%到 16%之间。通过相对价值法得到的结果 98 元到 123 元之间，我们认为其上市价格在 110 元左右。

表 4：相对价值法下，预测道恩转债上市价格

转股溢价率/ 正股价	12.00%	13.00%	14.00%	15.00%	16.00%
25.58	97.71	98.58	99.45	100.32	101.20
27.00	103.13	104.05	104.98	105.90	106.82
28.42	108.56	109.53	110.50	111.47	112.44
29.84	113.99	115.01	116.03	117.04	118.06
31.26	119.42	120.48	121.55	122.62	123.68

资料来源：Wind、华安证券研究所

4 正股基本面分析

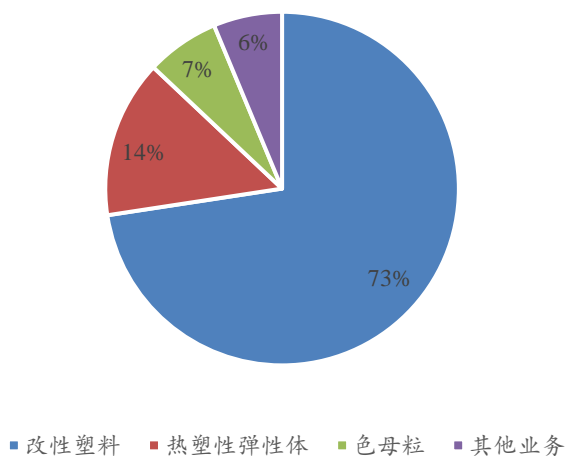
山东道恩高分子材料股份有限公司成立于 2002 年 12 月 06 日，于 2017 年 01 月 06 日在深圳证券交易所上市。公司是一家集研发、生产、销售热塑性弹性体、改性塑料和色母粒等功能性高分子复合材料的国家火炬计划重点高新技术企业。公司产品主要应用于汽车工业、家用电器、医疗卫生等行业。公司拥有多元化、高水准的研发平台，包括国家级企业技术中心、国家创新能力建设平台、国家 CNAS 认证实验室、国家地方联合工程实验室等四个国家级研发平台，全国石油与化学工业高性能热塑性弹性体工程实验室、山东省高性能热塑性弹性体 TPV 重点实验室、山东省塑胶弹性体工程技术研究中心、山东省特种橡塑工程实验室等多个省部级研发平台。公司是国内首家使用“完全预分散——动态全硫化”技术生产 TPV 的国内企业，在 2008 年的国家科学技术奖励中被国务院授予“国家科学技术奖技术发明二等奖”的荣誉。公司是国内热塑性弹性体的龙头企业，受邀起草热塑性弹性体 TPV 的国家行业标准。

公司法定代表人为于晓宁，实际控制人为韩丽梅、于晓宁。截至 2019 年 12 月 31 日，公司前三大股东分别是道恩集团有限公司（持股 48.06%），韩丽梅（持股 21.08%），伍社毛（持股 2.32%）。

公司本次拟公开发行可转换公司债券募集资金总额不超过 3.60 亿元。本次募集资

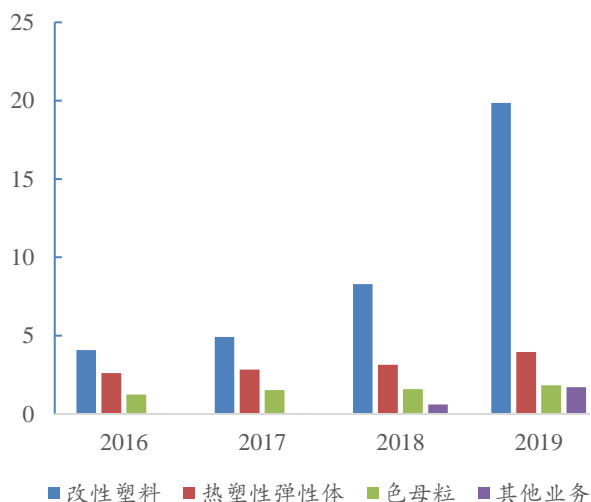
金扣除发行费用后，2.6 亿元用于“道恩高分子新材料项目”，1 亿元用于偿还银行借款及补充流动资金。

图 1：2019 年公司营业收入分业务构成



资料来源：Wind、华安证券研究所

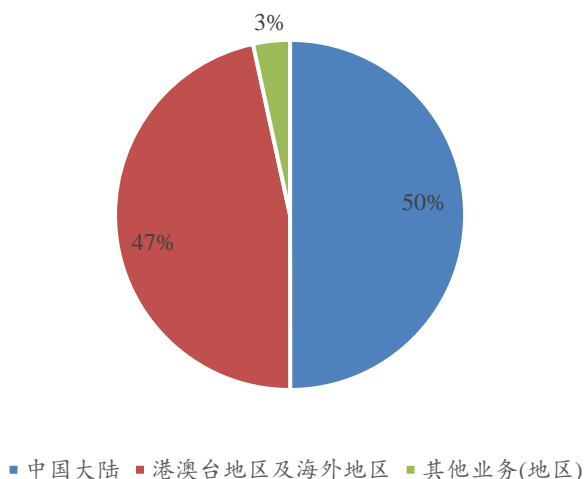
图 2：2016-2019 年营业收入分业务构成（亿元）



资料来源：Wind、华安证券研究所

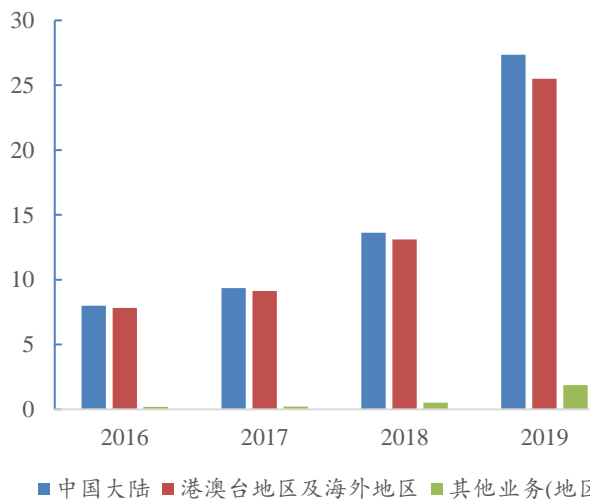
改性塑料业务是公司最主要业务，占营收比重不断上升。公司是行业内著名的高分子材料生产企业之一，目前主营业务包括改性塑料、热塑性弹性体、色母粒及其他业务。营业收入最大构成部分为改性塑料，占营收比重 73%，2019 年改性塑料业务收入达 19.86 亿元，同比增长 139.57%。

图 3：2019 年公司营业收入分区域构成



资料来源：Wind、华安证券研究所

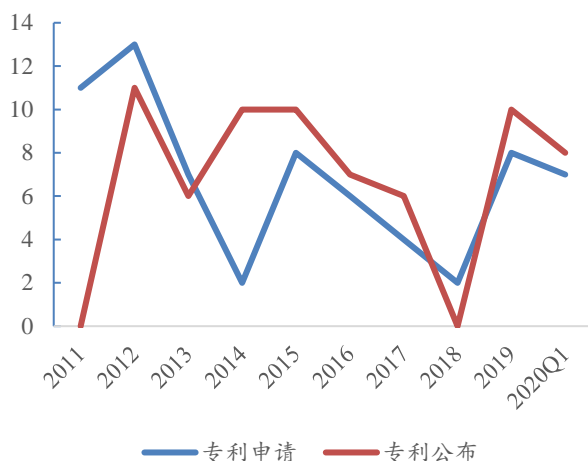
图 4：2016-2019 年营业收入分区域构成（亿元）



资料来源：Wind、华安证券研究所

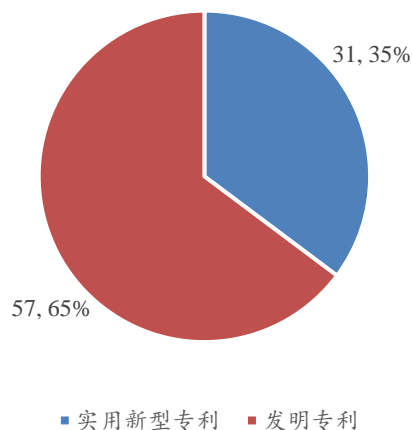
公司在国内外有广阔的销售区域，产品国际化进程提速。2019 年中国大陆、港澳台及海外地区营收都有较大幅度增长。公司面对激烈的市场竞争环境，梳理了市场竞争格局，加大对重点市场的开拓力度和主机厂认证工作。加强对海外新媒体推广，积极推销公司产品，海外订单持续增加。

图 5：公司专利年份分布



资料来源：Wind、华安证券研究所

图 6：公司专利类型分布

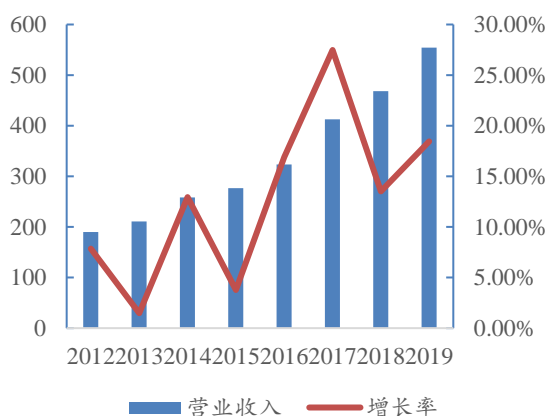


资料来源：Wind、华安证券研究所

公司自主创新能力突出，在行业中处于领先地位。公司现有专利数量 88 个，其中实用新型专利 31 个，发明专利 57 个。2018 年开始公司专利数量有所上升，反映公司研发水平的不断提高。2019 年公司继续加大研发投入，研发人员数量达 227 人，同比增长 25.41%，研发投入金额 0.99 亿元，同比增长 119.65%。公司目前拥有多元化、高水准的研发平台，包括四个国家级研发平台，四个省部级研发平台。公司自主开发的“完全预分散-动态全硫化”制备 TPV 的成套工业化技术，形成了包括产品配方、生产工艺和制造装备在内的成套 TPV 制备工业化技术，公司通过了 NSF 国际认证，具有突出的自主创新能力，公司生产的改性塑料产品和 TPV 产品先后被认定为“国家重点新产品”。公司受邀主持或参与制订了 18 项国家标准和行业标准，先后承担过包括国家 973 计划、国家“十一五”、“十二五”科技支撑计划项目等在内的多项国家和省部级科技计划项目，科技创新能力在行业中处于领先地位。

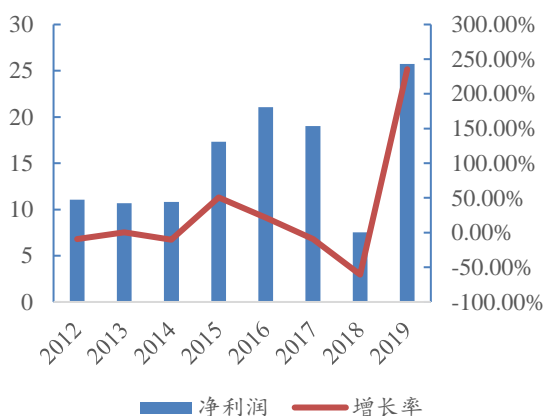
客户依赖性强，与国内外多家知名企业建立了长期稳定关系。公司通过满足企业多元化需求、为企业提供个性化产品，积累了优秀客户群体，建立起良好的客户口碑，提升了行业竞争力。自 2006 年以来，公司先后成为一汽集团、上海大众、长城汽车、吉利汽车、海尔集团、海信集团、九阳股份等多家国内企业及其零部件配套厂商的供应商，形成了稳定的合作关系。近年来，随着公司品牌知名度不断提升，下游诸多跨国企业与公司建立起了合作关系，产品国际化进程提速。目前，公司与鬼怒川（日本）、库博公司（美国）、和仁宝利得（韩国）、井上华翔（日本）等全球汽车密封系统、汽车防尘罩系统行业龙头企业建立了合作关系，产品用于日产汽车、本田汽车、通用汽车、神龙汽车、现代汽车、长城汽车等汽车制造商。公司近 20 年深耕细作熔喷料产品，保持竞争优势和行业领先地位，积累泰达股份、欣龙控股、中石化、中石油、山东俊富等客户，优秀的客户群体为公司长期持续稳定发展奠定了坚实基础，也为公司面对相关行业进行销售推广建立了良好的口碑示范效应和需求引导效应。

图 7：2012-2019 年行业营业收入情况（亿元）



资料来源：Wind、华安证券研究所

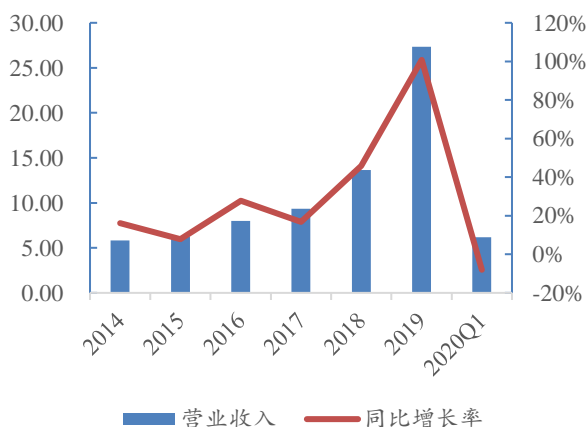
图 8：2012-2019 年行业净利润及增长率



资料来源：Wind、华安证券研究所

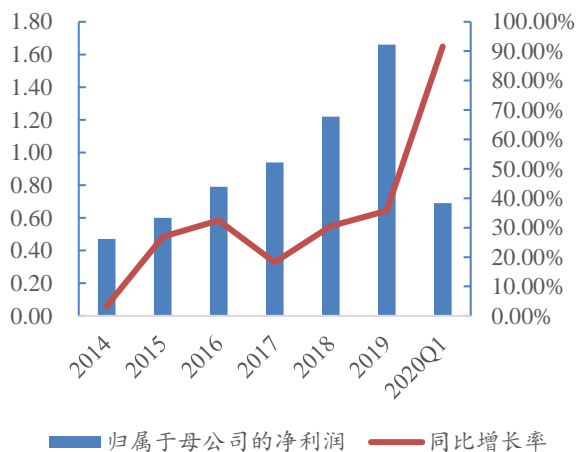
公司所属行业受益于国家政策，国内外需求不断提高，发展潜力大。公司所属的改性塑料行业近年营业收入不断提升，净利润大幅增加。截止 2019 年底，行业营收 554.32 亿，同比增长 18.45%，行业净利润 25.75 亿元，同比增长 235.52%。分公司主要业务各行业来看：1、热塑性弹性体行业加速发展。TPV 作为一种“绿色”高分子材料，被列入鼓励类产业，在前期出台的汽车环保法规支持下发展潜力大，将进一步加快行业及公司业务向好发展。2、改性塑料行业需求旺盛。随着人们对材料性能要求的不断提高，我国正成为全球改性塑料最大的市场和主要需求增长动力，行业规模有望进一步扩大。3、色母粒行业需求增长率提高。包装、建筑、汽车行业等终端用户行业的发展，小包装的普及、塑料加工设备和塑料产品的销售和分销网络的扩张，以及软包装市场的增长等等一系列因素都推动了中国色母粒市场。

图 9：2014-2020Q1 公司营业收入情况（亿元）



资料来源：Wind、华安证券研究所

图 10：2014-2020Q1 公司归母净利润情况（亿元）

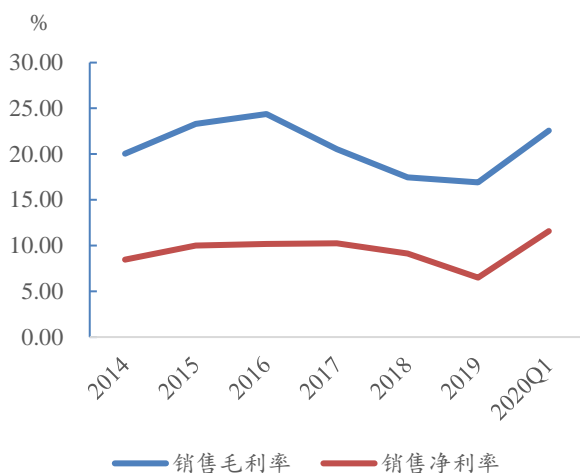


资料来源：Wind、华安证券研究所

公司业绩表现优秀，近年来营业收入与归母净利润高速增长。2017-2019 年公司营业收入同比增长率不断上升，分别为 16.81%，45.87%，100.76%；归母净利润持续上升，2020 年 1 季度实现 0.69 亿元，同比增速 91.60%。近年来公司业绩表现优异，主要原因在于行业发展潜力巨大，公司核心竞争力突出。随着对材料性能要求的不断提高，我国正成为全球改性塑料最大的市场和主要需求增长动力。此外，随着全世界燃油经济标准日趋严格、新能源汽车受到政策重点扶持发展，TPV 的需求越来越受到汽车轻量化的推动。作为国内热塑性弹性体的龙头企业、具有核心竞争力的新材料领

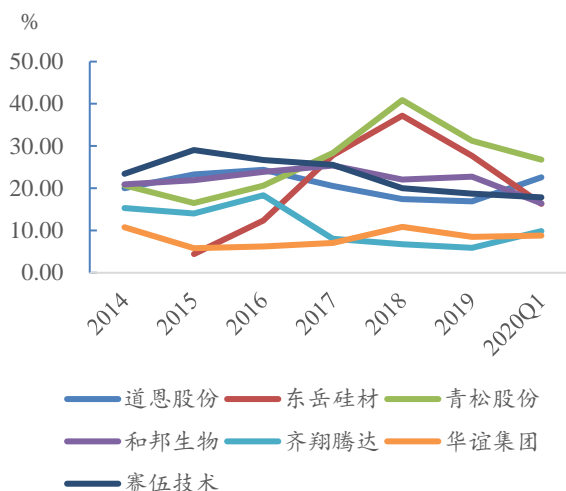
先企业，公司不断落实“力争成为全球领先，最具竞争力的弹性体新材料公司”的战略规划，业绩在行业中表现突出。

图 11: 2014-2020 Q1 公司毛利率情况



资料来源: Wind、华安证券研究所

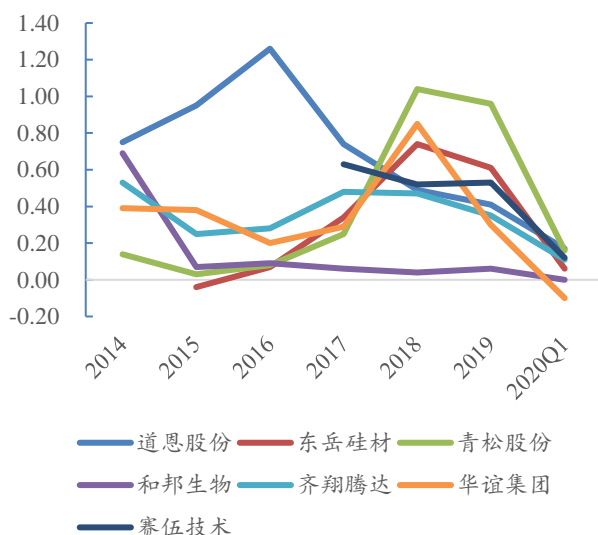
图 12: 2014-2020 Q1 可比公司毛利率情况



资料来源: Wind、华安证券研究所

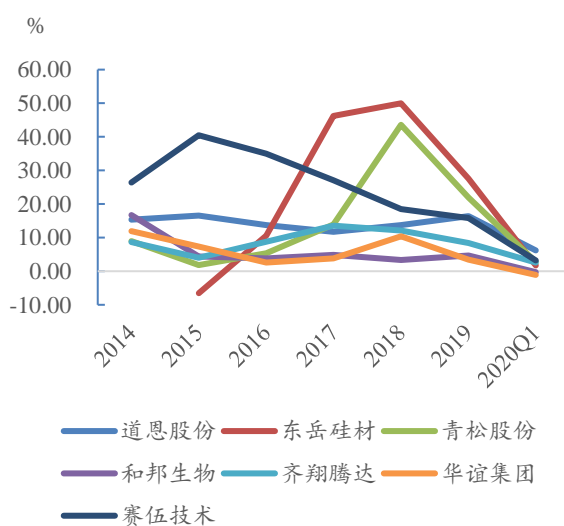
公司毛利率有所上升，高于可比公司平均水平。2016-2019 年公司毛利率有所下滑，分别为 24.38%，20.55%，17.46%，16.91%，2020 年 1 季度毛利率有所上升，为 22.58%，同比增长 53.29%。分产品来看，2019 年年报数据显示，改性塑料毛利率为 14.17%，热塑性弹性体毛利率为 34.19%，色母粒毛利率为 18.38%；分地区来看，大陆地区毛利率为 17.29%，港澳台及海外地区毛利率为 11.70%。受疫情影响，多家公司 2020 年 1 季度毛利率出现明显下滑，而道恩股份凭借核心创新能力与专业销售模式，实现了毛利率的高增长。

图 13: 2014-2020 Q1 公司每股收益情况



资料来源: Wind、华安证券研究所

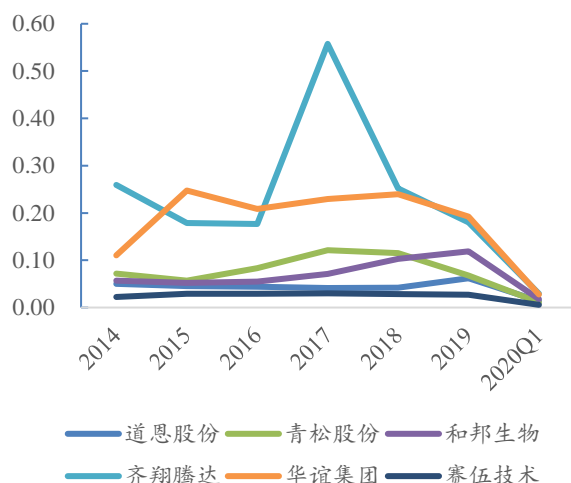
图 14: 2014-2020 Q1 公司净资产收益率情况



资料来源: Wind、华安证券研究所

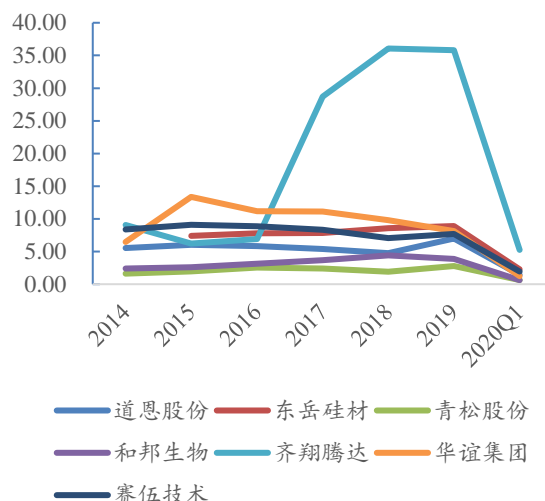
公司盈利能力在可比公司中处于平均以上水平，凭借核心技术仍有较大发展空间。2020 年 1 季度，公司每股收益为 0.17，净资产收益率 6.19%，均位于行业平均水平之上。公司有自主开发的成套工业化技术，改良产品生产效率高、产品品质好且性能稳定，具有核心竞争优势，未来将进一步成为公司盈利增长的主要动力。

图 15: 2014-2020 Q1 公司应收账款周转率情况



资料来源: Wind、华安证券研究所

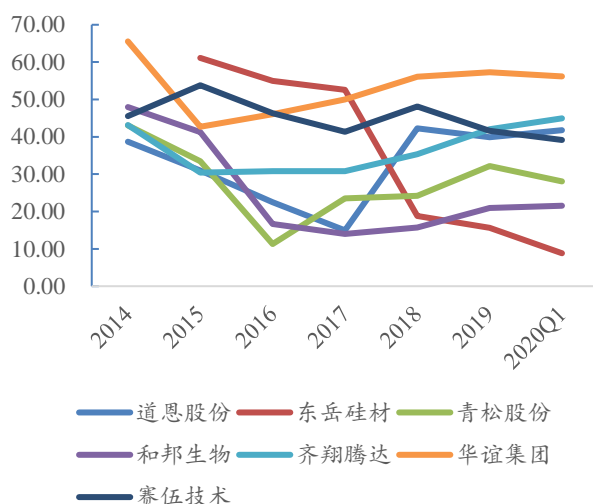
图 16: 2014-2020 Q1 公司存货周转率情况



资料来源: Wind、华安证券研究所

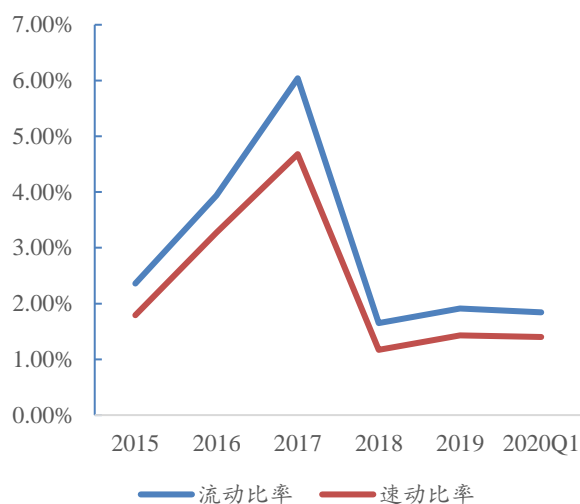
公司营运能力一般, 贷款回收能力与存货管理效率均在可比公司中处于平均水平。2016-2019 年, 公司的应收账款周转率分别为 4.99, 4.56, 4.39, 4.11, 4.22, 6.19, 总体应收账款周转率在行业中处于较低水平, 贷款回收能力一般。2016-2019 年, 公司的存货周转率分别为 38.67, 31.00, 22.48, 14.95, 42.26, 39.89, 公司的存货周转率总体较低, 存货管理效率位于行业平均水平。

图 17: 2014-2020Q1 可比公司资产负债率情况



资料来源: Wind、华安证券研究所

图 18: 2015-2020 Q1 公司偿债能力



资料来源: Wind、华安证券研究所

公司资产负债率在行业处于较高水平, 可转债发行将有助于债务结构改善。2017-2020 年 1 季度, 公司的资产负债率分别为 14.95%, 42.26%, 39.89%, 41.78%, 在可比公司中处于较高水平。流动比率和速动比率在 2018 年后小幅上升, 2020 年 1 季度分别为 1.84%, 1.40%。这与公司近年来加大研发投入、开展项目建设有关。2019 年, 公司开展道恩特种弹性体氢化丁腈 (HNBR) 项目、高性能热塑性弹性体 (TPV) 扩建项目与万吨级热塑性医用溴化丁基橡胶 (TPIIR) 产业化项目, 有效缓解公司现有产能不足, 进一步提升公司竞争力。可转债发行将有效降低公司资产负债率, 改善资本结构, 减少财务费用, 增加公司产能, 提升公司盈利能力, 为公司的可持续发展奠定基础。

分析师简介

邹坤，北京大学统计学硕士，现任华安证券研究所固收分析师。

重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。