

证券研究报告—动态报告

基础化工

化学新材料 II

道明光学(002632)

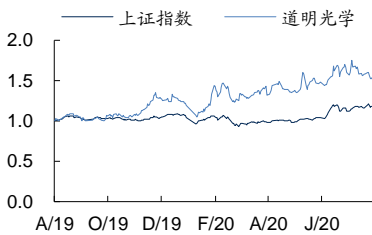
买入

2020 半年报业绩点评

(维持评级)

2020 年 08 月 26 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	625/577
总市值/流通(百万元)	5,684/5,253
上证综指/深圳成指	3,386/13,667
12个月最高/最低(元)	10.44/5.80

相关研究报告:

《道明光学-002632-公司动态点评: 反光材料主业迎来替代契机, 新业务有望突破》——2020-07-10  
 《道明光学-002632-2017 年半年报业绩预告点评: 微棱镜膜销量大增, 业绩成长逐步兑现》——2017-07-17  
 《道明光学-002632-2016 年年报点评: 微棱镜膜大幅放量, 业绩将大幅提升》——2017-02-28  
 《道明光学-002632-2015 年年报点评: 布局新兴领域, 寻找新增长点》——2016-04-25  
 《道明光学-002632-反光膜开花结果, 新领域持续布局》——2016-03-02

证券分析师: 商艾华

电话:  
E-MAIL: shangaihua@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519090001

证券分析师: 龚诚

电话: 010-88005306  
E-MAIL: gongcheng@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519040001

联系人: 万里明

电话: 010-88005329  
E-MAIL: wanliming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

基建汽车需求滞后, Q2 业绩回暖

● 汽车&基建需求滞后, Q2 业绩持续回暖

公司 2020H1 营收 5.73 亿元(-7.5%), 归母净利润 0.91 亿元(-4.5%)。上半年下游基建和汽车等需求停滞营业业绩, Q1 归母净利润 0.43 亿(-13.6%), Q2 为 0.48 亿元(+5.53%), 业绩伴随着下游需求显著回暖。2020H1 公司毛利率同比减少 1.48pct 至 35.27%, 净利率同比增加 0.25pct 至 15.50%, 显示了公司强劲的成本管控能力。

● 疫情短暂影响公司盈利, 下半年主业增长动力强劲

1) 公共安全防护板块, 一季度受汽车市场低迷影响销量下降, 二季度新能源汽车、商用车和乘用车相继回暖, 上半年营收 1.25 亿元(+17%)。下半年几方面因素支撑业绩持续向好: 汽车市场持续回暖、电动车加装车牌提升需求、新型牌照尺寸大, 单位材料需求多, 经测算, 2020 年车牌膜存量市场规模超过 45 亿元; 道路反光膜增量和存量市场需求合计约为 1600 万平方米。2) 2020H1 微棱镜型反光材料营收 1.11 亿元(-15.7%), 主要是一季度部分省份加工标牌客户停滞, 二季度后基建逐渐恢复。华威新材料生产进入正轨, 目前量子点膜销量供货, 上半年韩国厂商入境调试受阻, 下半年将会释放产能。

● 新业务扩展将为公司持续贡献业绩增量

1) 铝塑膜: 公司完成客户结构调整, 产品集中在消费电子领域, 储能领域虽然实现了技术突破但是产能未实现大规模放量, 下半年将加大 3C 和储能客户拓展。2) 电子功能板块: 上半年 PC/PMMA 膜开始小批量供货, 离型材料一部分销售给反光材料同行, 一部分销售给胶粘剂和电子封装行业, 上半年销售 2498 万元(+12.8%)。

● 投资建议: 维持“买入”评级

我们预计公司 2020~2022 年营收 15.72/19.19/22.78 亿, 归母净利润 2.45/3.50/4.38 亿, 同比增长 24%/43%/25%, EPS 为 0.39/0.56/0.70, 目前股价对应 PE 为 23/16/13 倍, 维持“买入”评级。

● 风险提示:

原材料价格波动风险; 新产品投产不及预期; 海外疫情影响出口。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,197.36	1,391.64	1,572.03	1,919.38	2,278.43
(+/-%)	48.41%	16.23%	12.96%	22.10%	18.71%
净利润(百万元)	205.42	198.24	245.02	349.53	438.25
(+/-%)	66.00%	-3.50%	23.59%	42.65%	25.38%
摊薄每股收益(元)	0.33	0.32	0.39	0.56	0.70
EBIT Margin	23.90%	23.96%	17.01%	20.84%	22.23%
净资产收益率(ROE)	10.28%	10.14%	11.79%	15.52%	17.73%
市盈率(PE)	27.75	28.67	23.20	16.26	12.97
EV/EBITDA	16.47	15.57	18.20	13.11	10.73
市净率(PB)	2.85	2.91	2.74	2.52	2.30

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

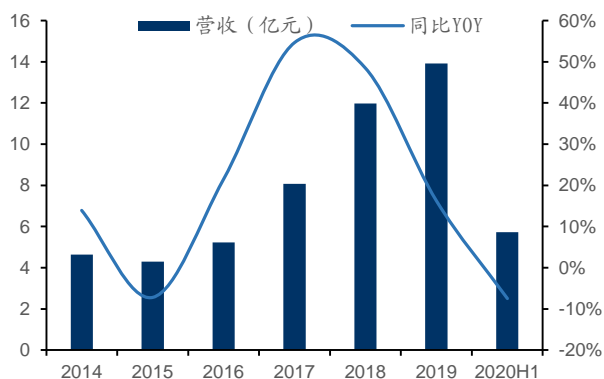
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 疫情下汽车基建需求滞后，Q2 业绩持续回暖

公司 2020H1 实现营收 5.73 亿元 (-7.5%)，归母净利润为 0.91 亿元 (-4.5%)，2020H1 加权 ROE 为 4.54%，同比增加 0.13pct。上半年下游基建和汽车等需求停滞营业业绩，Q1 营收 2.53 亿元 (-15.3%)，归母净利润为 0.43 亿元 (-13.6%)，Q2 营收为 3.20 亿元 (-0.37%)，归母净利润为 0.48 亿元，同比转正为 5.53%，业绩伴随着下游需求显著回暖，整体看上半年经营稳健。

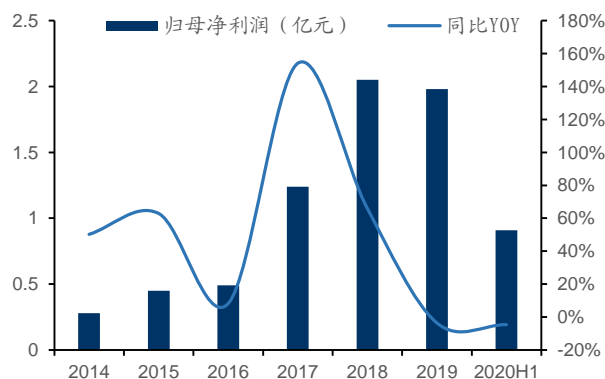
疫情影响下公司毛利率略有下降，但成本管控能力强，净利率逆势上涨。2020H1 公司毛利率同比减少 1.48pct 至 35.27%，净利率同比增加 0.25pct 至 15.50%。公司产品毛利率因疫情影响略微下降，但公司成本控制显著，三费占比整体延续下降趋势，管理费率从 2016 年 15.7% 下降至当前的 10%，Q1 净利率已经恢复至历史高点达到 17%。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



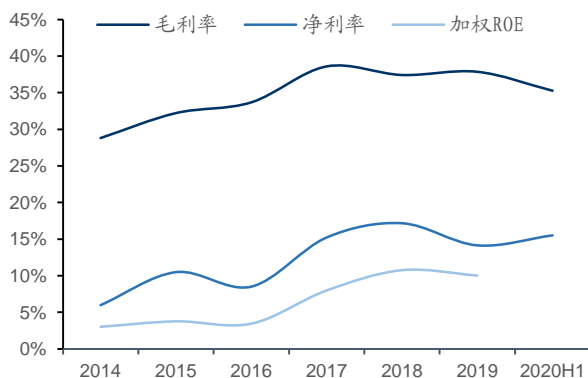
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



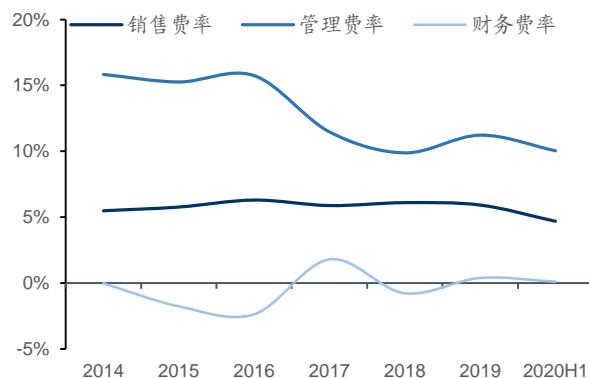
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司近年毛利率、净利率和 ROE 变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

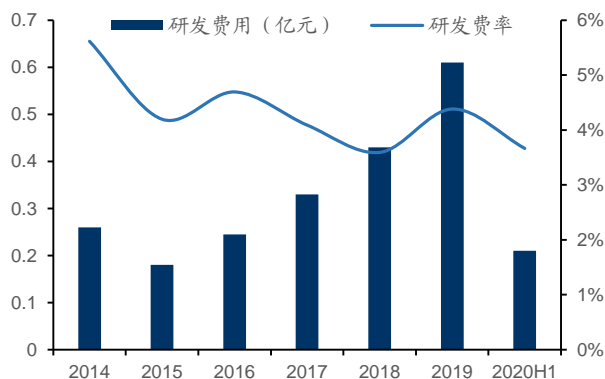
图 4：公司销售、管理和财务费用占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

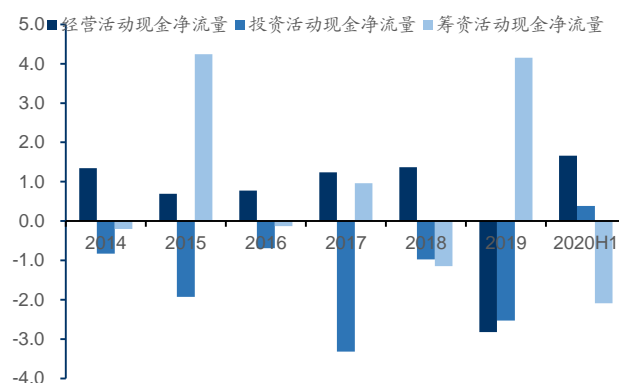
2020H1 公司经营活动现金流净额为 1.66 亿元 (+63%)，主要因为小微园贷款保障金退回，整体看除去 2019 年公司经营活动现金流基本保持稳步增长(2019 年为购置土地建设安防小微园导致现金流为负)，投资活动现金流降低主要是小微园土地购置计入投资，筹资活动现金流减少主要是本期归还融资导致。研发方面，公司目前建有反光材料行业内唯一的省级反光材料工程技术中心，同时正在建设研发认证中心，是行业内配置最齐全，手段最全面的认证中心，研发费率保持 4% 左右。

图 5：公司研发费用持续上涨



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司近年现金流情况（亿元）

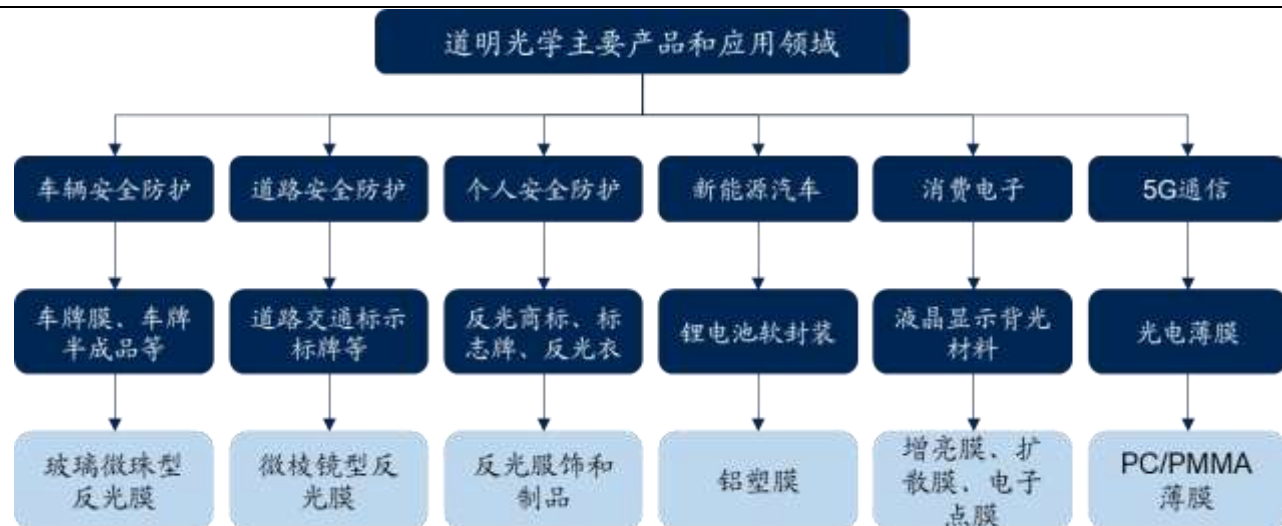


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 疫情短暂影响公司盈利，下半年业绩增长动力强劲

公司是国内反光膜领军企业，是亚洲最大的反光材料基地。公司是做反光材料起家，近几年技术储备充足开始向上下游拓展业务，逐渐从单一的反光材料生产企业转型为综合性的功能膜材料生产企业，公司主要生产等级的反光膜、反光布和相关反光制品，除此之外逐渐拓展了锂电池铝塑包装膜、LCD 用多功能复合增亮膜卷材、光学膜片材、量子点膜、PC/PMMA 材料等业务。

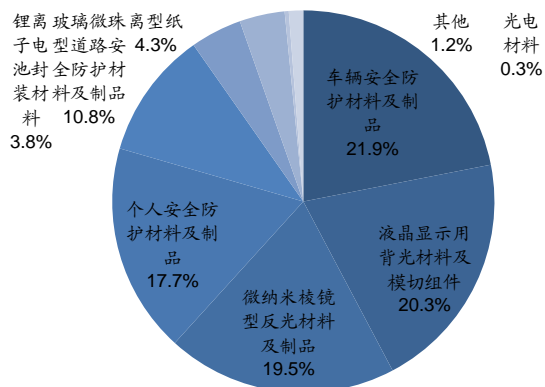
图 7：公司主要产品和应用领域



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

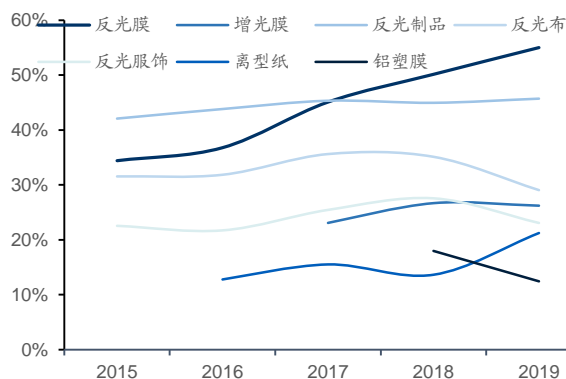
公司当前拥有五大生产基地，位于浙江龙游、浙江永康、江苏常州和广东惠州。公司 IPO 项目所在地浙江龙游道明基地年产 3000 万平玻璃微珠型材料、1000 万件反光服饰和 500 万件反光制品。位于龙游的道明新材料拥有离型材料产能 1.2 亿平/年，2015 年定增的道明光电位于浙江永康市，其微棱镜型反光材料年产能达到 1000 万平、锂电池符合铝塑膜产能 1500 万平、PC/PMMA 薄膜年产能达到 1000 万平方米。2017 年并购的华威新材料主要生产液晶显示背光材料，惠州的骏通新材料主要从事背光模组材料的裁切业务，年产能超过 5000 万片/年。

图 8: 2020H1 公司各产品营收占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司各主要产品毛利率变化 (单位: %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**公共安全防护板块:** 细分为个人安全防护、车辆安全防护和玻璃微珠型道路安全防护。一季度受汽车市场低迷影响销量下降, 二季度开始新能源汽车、商用车和车用车相继回暖, 上半年营收 1.25 亿元 (+17%)。下半年几方面因素支撑业绩持续向好: 汽车市场持续回暖、电动车加装车牌提升需求、新型牌照尺寸大, 单位材料需求多。

**微纳光学功能材料板块:** 细分为微棱镜型反光材料和微纳光学显示材料。上半年微棱镜型反光材料营收 1.11 亿元 (-15.7%), 主要是一季度部分省份加工标牌客户停滞, 二季度后基建逐渐恢复。微纳光学显示材料方面, 华威新材料生产进入正轨, 公司优化了生产工艺, 目前量子点膜销量供货, 上半年韩国厂商入境调试受阻, 下半年将会释放产能。

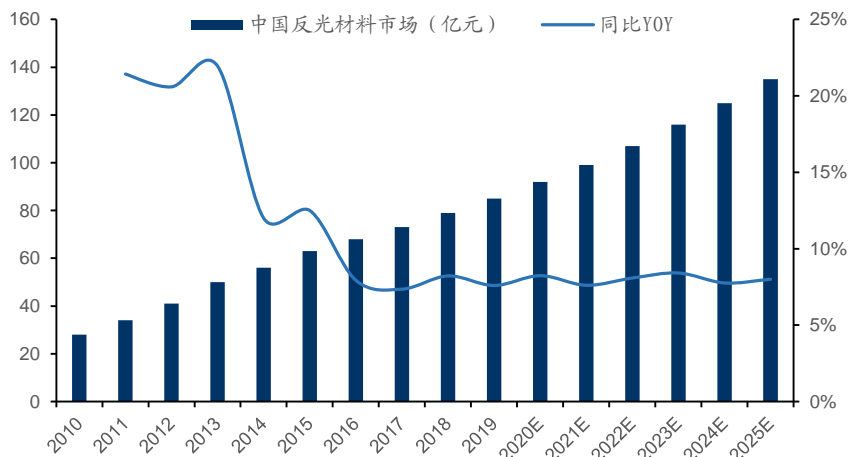
**新能源材料板块:** 主要是消费和储能类铝塑膜。报告期内公司铝塑膜实现营收 2200 万元 (-4.93%)。未来公司将继续巩固 3C 数码类中高端客户, 并为动力类锂电池大厂家做产能准备, 加大储能电池客户拓展, 积极推动处于认证的客户订单落地, 促进铝塑膜业务的快速发展, 为公司贡献新利润增长点。

**电子功能板块:** 上半年 P/PMMA 膜开始小批量供货, 离型材料一部分销售给反光材料同行, 一部分销售给胶粘剂和电子封装行业, 上半年销售 2498 万元 (+12.8%)。

### 反光材料存量更换和进口替代打开增长空间

根据前瞻产业研究院数据, 2019 年国内反光材料市场规模在 85 亿元左右, 同比增速 7.6%。反光材料下游需求主要是道路安全、汽车和广告三大领域, 当前国内新基建加速建设带来道路需求持续增长, 汽车和牌照更新换代带来的增量和存量市场广阔, 预计 2020-2025 年行业复合增速将保持在 8% 左右, 到 2025 年市场规模有望达到 135 亿元。

图 10: 国内反光材料市场规模及预测



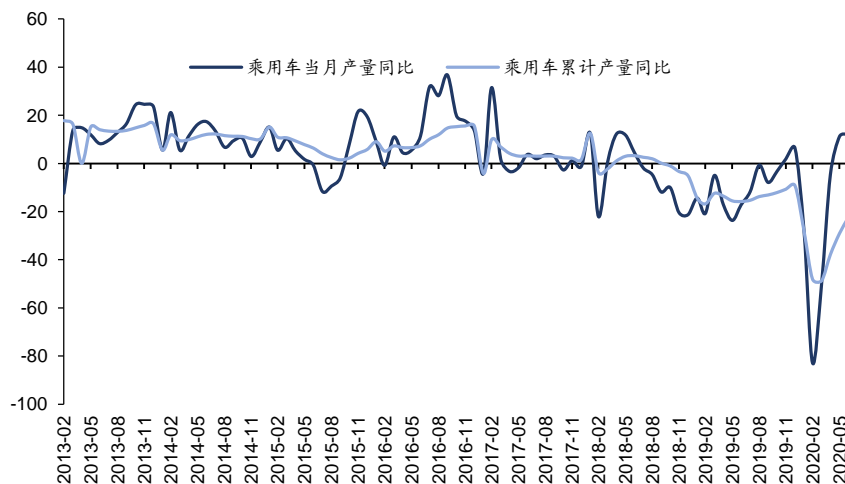
资料来源: 前瞻产业研究院, 国信证券经济研究所整理

(1) 车辆安全防护市场:

增量市场上车牌半成品招标扩大市场规模, 公司市占率持续提升。随着环保要求提高, 更多省份车管所开始采用车牌半成品招标, 车牌市场容量显著增加, 同时公司也逐渐开始从车牌膜供应商向车牌半成品供应商转变。2019 年国内乘用车和商用车销量超过 2500 万辆, 二手车交易量达到约 1500 万辆, 国内市场合计有 4000 万车牌的需求量, 按照当前一副车牌 18 元的价格, 这部分增量市场约有 7.5 亿元的市场规模, 2019 年公司车牌膜和半成品销量达到 2.55 亿元, 同比增加 30.1%, 占到市场 30% 左右的市场份额。

存量市场上传统车牌向新型车牌推广, 车牌更换市场空间大。车牌膜使用的都是玻璃微珠型反光膜, 根据生产过程分为油墨技术和烫印技术, 传统的车牌是蓝底白字采用的是油墨技术, 生产效率差。当前新能源汽车使用的新型牌照使用国际标准的烫印技术, 成产成本相同但是无 VOC 排放, 省去了油墨干燥时间。国内新型牌照存量车市场更换新型牌照已经开始启动。当前国内汽车保有量达到 2.6 亿量, 按照一副车牌 18 元计算, 该存量市场车牌规模就超过 45 亿元。

图 11: 国内乘用车产量同比 Q2 明显恢复 (单位: %)



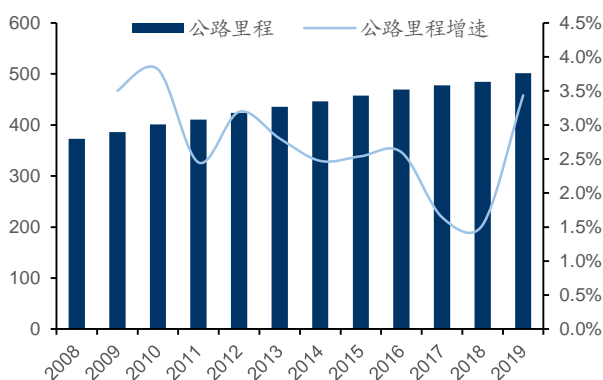
资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

### (2) 道路安全防护市场:

道路反光材料行业需求主要来自存量市场更换需求。增量市场中, 2019 年国内公路里程为 501.3 万公里, 同比增速提高至 3.4%, 按照国家相关规定, 高速公路反光膜平均使用量为 50 平方米/公里, 二级及以上等级公路反光膜使用量为 30 平方米/公里, 普通公路使用量约为 12 平方米/公里。按 2020 年新增公路里程 15 万公里, 新增高速公路占到新增公路里程的 18% (参照 2018 年数据), 一级和二级公路占比 10% 计算, 增量市场 2020 年反光膜需求达到 180 万平米。

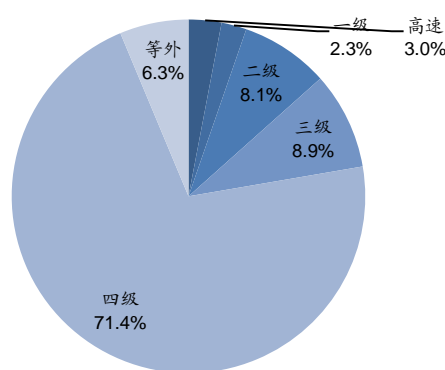
存量市场中, 当前国内公路等级中, 高速公路占比达到 3%, 一级和二级公路占比达到 10% 左右, 其他公路占比在 85% 左右, 按照反光膜使用寿命 5 年计算, 2020 年公路存量市场更换反光膜需求约为 1450 万平方米。总的来看, 2020 年道路反光膜增量和存量市场需求合计约为 1600 万平方米。

图 12: 国内公路里程和增速 (万公里、%)



资料来源: 国家统计局、中国公路网、国信证券经济研究所整理

图 13: 国内公路分等级占比

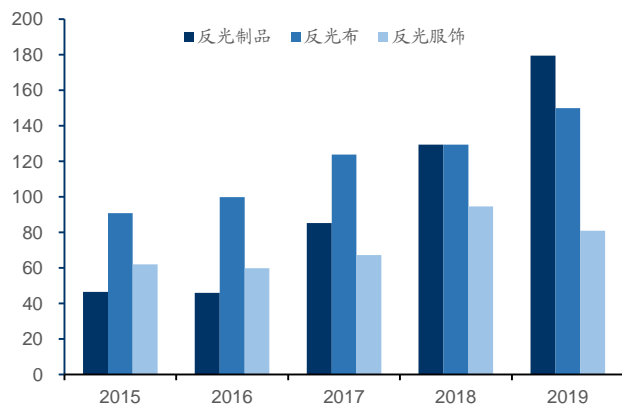


资料来源: 国家统计局、中国公路网、国信证券经济研究所整理

### (3) 个人安全防护市场:

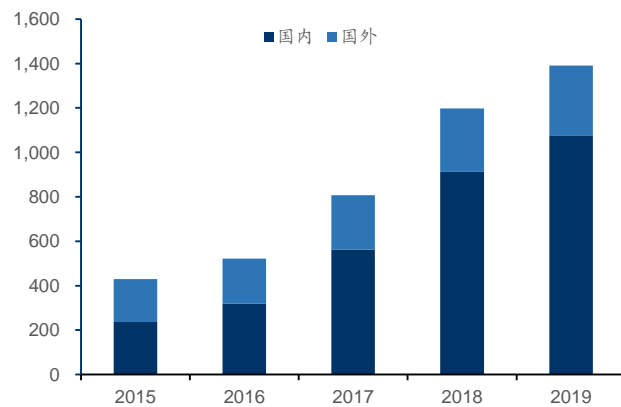
安全出行意识增强和个人防护强制政策促进个人防护市场增长。公司当前拥有年产 1000 万件反光服饰和 500 万平反光制品生产线, 反光服务主要以出口为主, 国外市场采取经销商模式, 国内市场根据《机动车运行安全技术条件》规定, 2018 年开始汽车生产商新车出厂需强制配备一条反光背心, 国内市场增速显著, 国内市场反光服饰一部分销售给服装企业, 一部分直接供给长安、江淮、北汽等车厂。

图 14: 公司反光制品、反光服饰和反光布营收 (百万元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 15: 公司国内和国外营收变化 (百万元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 新业务扩展将为公司持续贡献业绩增量

(1) **铝塑膜:** 公司使用干法工艺, 当前年产能达到 1500 万平, 其产品质量和技术指标均达到了日本 DNP 和日本昭和的水平, 在下游客户中享有较好声誉。当前公司铝塑膜产能达到 1500 万平, 2019 年铝塑膜实现营收 5109 万元, 同比增长 20%左右, 业绩增长不太明显, 主要是 2019 年主动放弃了一些低端市场和客户, 产品仍然集中在消费电子领域, 储能领域虽然实现了技术突破但是产能未实现大规模放量。当前公司产能已经进入天津力神等知名企业并实现稳定供货, 2020 年受海外疫情影响, 海外存在部分断供可能, 国内铝塑膜国产替代迎来良机。

(2) **量子点膜:** 公司当前售价偏低, 2020 年核心客户推广下, 用规模效应降低生产成本、引进韩系阻隔膜降低采购成本、通过优化工艺提高良品率, 再加上下半年面板涨价预期强烈, 多方位优化调整业务下量子点膜有望持续贡献业绩增量。

(3) **PC/PMMA 膜:** PC/PMMA 膜性能优异, 5G 手机和汽车轻量化配件市场空间广阔。公司目前设备已经完成安装调试, 并且小批量产品供给下游客户使用, 公司产线的主要目标客户为通达控股, 智动力, 锦瑞新材等知名手机后盖生产企业, 预计今年将贡献业绩增长。

### 投资建议:

公司是国内光学膜行业龙头, 当前国内车牌和道路反光材料迎来存量市场更换机遇, 公司利用国内独有的技术优势持续加快车牌膜市场拓展和道路微棱镜型反光膜进口替代, 未来替代市场空间巨大。除此之外, 公司使用长期积累的高精密涂布复合技术和微纳米转印技术为主线, 向铝塑膜、增光膜和 PC/PMMA 复合膜等领域进行外延式拓展, 新项目有望持续放量贡献业绩增量。

我们预计公司 2020~2022 年营收 15.72/19.19/22.78 亿, 归母净利润 2.45/3.50/4.38 亿, 同比增长 24%/43%/25%, EPS 为 0.39/0.56/0.70, 目前股价对应 PE 为 23/16/13 倍, 维持“买入”评级。

### 风险提示:

- 1、原材料价格大幅波动风险。
- 2、公司规模大幅扩张存在一定经营管理风险。
- 3、公司业务拓展新产品较多, 存在新产品研发投产不及预期的风险。
- 4、公司海外营收占比较大, 海外疫情长时间持续影响公司出口的风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	188	200	200	200	营业收入	1392	1572	1919	2278
应收款项	367	431	526	624	营业成本	865	1010	1199	1393
存货净额	778	780	927	1083	营业税金及附加	16	20	25	30
其他流动资产	238	79	96	114	销售费用	82	94	96	114
<b>流动资产合计</b>	<b>1571</b>	<b>1490</b>	<b>1749</b>	<b>2021</b>	管理费用	95	180	199	235
固定资产	776	877	933	935	财务费用	5	(14)	(8)	(9)
无形资产及其他	217	210	203	195	投资收益	23	5	5	5
投资性房地产	270	270	270	270	资产减值及公允价值变动	78	10	10	10
长期股权投资	33	23	13	3	其他收入	(199)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2867</b>	<b>2870</b>	<b>3168</b>	<b>3425</b>	营业利润	230	296	423	530
短期借款及交易性金融负债	422	237	269	208	营业外净收支	2	0	0	0
应付款项	349	390	464	542	<b>利润总额</b>	<b>231</b>	<b>296</b>	<b>423</b>	<b>530</b>
其他流动负债	109	137	159	187	所得税费用	35	53	76	95
<b>流动负债合计</b>	<b>880</b>	<b>764</b>	<b>892</b>	<b>936</b>	少数股东损益	(2)	(2)	(3)	(4)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>198</b>	<b>245</b>	<b>350</b>	<b>438</b>
其他长期负债	29	26	23	20					
<b>长期负债合计</b>	<b>29</b>	<b>26</b>	<b>23</b>	<b>20</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>909</b>	<b>790</b>	<b>916</b>	<b>956</b>	净利润	198	245	350	438
少数股东权益	3	2	(0)	(3)	资产减值准备	51	27	8	3
股东权益	1955	2078	2253	2472	折旧摊销	90	88	104	112
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2867</b>	<b>2870</b>	<b>3168</b>	<b>3425</b>	公允价值变动损失	(78)	(10)	(10)	(10)
					财务费用	5	(14)	(8)	(9)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(317)	187	(159)	(167)
每股收益	0.32	0.39	0.56	0.70	其它	(50)	(29)	(10)	(5)
每股红利	0.37	0.20	0.28	0.35	<b>经营活动现金流</b>	<b>(107)</b>	<b>509</b>	<b>282</b>	<b>371</b>
每股净资产	3.13	3.33	3.61	3.96	资本开支	(291)	(200)	(150)	(100)
ROIC	14%	10%	14%	16%	其它投资现金流	(0)	0	0	0
ROE	10%	12%	16%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(275)</b>	<b>(190)</b>	<b>(140)</b>	<b>(90)</b>
毛利率	38%	36%	38%	39%	权益性融资	1	0	0	0
EBIT Margin	24%	17%	21%	22%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	30%	23%	26%	27%	支付股利、利息	(228)	(123)	(175)	(219)
收入增长	16%	13%	22%	19%	其它融资现金流	688	(185)	33	(62)
净利润增长率	-3%	24%	43%	25%	<b>融资活动现金流</b>	<b>232</b>	<b>(307)</b>	<b>(142)</b>	<b>(281)</b>
资产负债率	32%	28%	29%	28%	<b>现金净变动</b>	<b>(150)</b>	<b>12</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	4.0%	2.2%	3.1%	3.9%	货币资金的期初余额	338	188	200	200
P/E	28.7	23.2	16.3	13.0	货币资金的期末余额	188	200	200	200
P/B	2.9	2.7	2.5	2.3	企业自由现金流	(234)	295	123	261
EV/EBITDA	15.6	18.2	13.1	10.7	权益自由现金流	453	122	162	206

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032