

# 熔喷料高景气持续，开启业绩高增长

## 道恩股份(002838)

评级:	增持	股票代码:	002838
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	59.0/10.04
目标价格:		总市值(亿)	159.76
最新收盘价:	39.25	自由流通市值(亿)	156.53
		自由流通股数(百万)	398.81

### 事件概述

公司近日发布2019年报及2020年一季报，2019年营业收入27.35亿元，同比增长100.76%，归母净利润1.66亿元，同比增长35.75%，EPS0.41元，加权平均ROE16.39%。2020年一季度营业收入6.19亿元，同比下降8.02%，归母净利润0.69亿元，同比增长91.6%，EPS0.17元，加权平均ROE6.2%。

### 分析判断:

#### ► 2019年主业稳健增长，2020年一季度开始熔喷料发力

公司2019年收入大幅增长、净利快速提升主要因TPV销量保持较快增长，HNBR等新产能逐步投产贡献利润，2019年热塑性弹性体类产品销量为1.97万吨，同比增长31.82%，毛利率同比提升3.93pct，海尔新材2018年11月开始并表使改性塑料产销量分别同比大增152.51%、138.37%，改性塑料毛利率微降0.27pct。2020年一季度TPV与改性塑料业务受下游汽车、大家电影响较大，熔喷料成为净利的主要增长极，公司作为熔喷料国标制定者，在国内市占率第一，在年初以来口罩供需两旺的行情中显著受益。

#### ► 二季度熔喷料业务将继续盈利向好

疫情在海外快速扩散之下，熔喷料供应日趋紧张，公司通过技改及新建快速提升产能，据公司2020年4月16日互动易信息，口罩布熔喷料日产量已由135吨提升至400吨，公司已接到近千吨海外订单，涉及十余个国家。尽管国内其它改性塑料企业纷纷上马熔喷料产能，但工艺调试与设备订购均需一定时间周期，预计二季度熔喷料将继续供需景气格局。此外，年初以来国际油价已暴跌近60%，原料跌价利于熔喷料盈利水平上扬。

#### ► 内生外延并重，稳健成长可期

公司产品技术与协同优势明显，一方面持续布局TPV、HNBR、TPIIR等弹性体项目，通过发行可转债建设12万吨改性塑料产能，同时寻求新项目实现外延并购。公司2019年研发费用近1亿元，涉及汽车部件、运动地板、生物可降解、5G基站等领域新型材料，预计公司将在疫情结束后快速增加产能，保障未来稳健成长。

### 投资建议

由于疫情对公司下游汽车、家电等影响，以及国家油价大幅波动，调整公司2020、2021年盈利预测，并新增2022年盈利预测，预计公司2020-2022年归母净利润分别为3.94/4.23/5.12亿元（上次报告2020-2021年预测分别为4.25/4.71亿元），EPS分别为0.97/1.04/1.26元，对应PE为

41/38/31 倍，维持“增持”评级。

### 风险提示

疫情结束、供给大幅增加导致熔喷料盈利下滑的风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,363	2,735	3,467	4,009	4,991
YoY (%)	45.9%	100.8%	26.7%	15.6%	24.5%
归母净利润(百万元)	122	166	394	423	512
YoY (%)	30.5%	35.7%	136.8%	7.5%	21.0%
毛利率 (%)	17.5%	16.9%	22.3%	21.4%	21.0%
每股收益 (元)	0.30	0.41	0.97	1.04	1.26
ROE	13.0%	15.3%	26.6%	22.2%	21.2%
市盈率	130.50	96.13	40.59	37.77	31.21

资料来源：Wind, 华西证券研究所

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,735	3,467	4,009	4,991	净利润	178	408	438	530
YoY (%)	100.8%	26.7%	15.6%	24.5%	折旧和摊销	52	57	79	101
营业成本	2,273	2,695	3,150	3,944	营运资金变动	-74	-137	-108	-194
营业税金及附加	9	11	13	16	经营活动现金流	188	349	438	471
销售费用	86	109	124	150	资本开支	-76	-314	-356	-302
管理费用	48	63	71	89	投资	-62	0	0	0
财务费用	21	20	26	30	投资活动现金流	-137	-312	-354	-300
资产减值损失	-7	0	0	0	股权募资	21	0	0	0
投资收益	1	2	2	2	债务募资	437	113	202	13
营业利润	199	469	503	609	筹资活动现金流	29	90	171	-23
营业外收支	-1	0	1	1	现金净流量	79	127	255	147
利润总额	198	469	504	610	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	21	61	66	79	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	178	408	438	530	营业收入增长率	100.8%	26.7%	15.6%	24.5%
归属于母公司净利润	166	394	423	512	净利润增长率	35.7%	136.8%	7.5%	21.0%
YoY (%)	35.7%	136.8%	7.5%	21.0%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.41	0.97	1.04	1.26	毛利率	16.9%	22.3%	21.4%	21.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率	6.5%	11.8%	10.9%	10.6%
货币资金	220	347	601	749	总资产收益率 ROA	8.7%	15.8%	13.2%	13.3%
预付款项	38	45	53	66	净资产收益率 ROE	15.3%	26.6%	22.2%	21.2%
存货	323	383	448	561	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	704	831	926	1,096	流动比率	<b>1.91</b>	<b>1.91</b>	<b>1.84</b>	<b>2.03</b>
流动资产合计	1,285	1,606	2,027	2,472	速动比率	1.37	1.40	1.38	1.51
长期股权投资	28	28	28	28	现金比率	0.33	0.41	0.55	0.61
固定资产	403	460	538	591	资产负债率	39.9%	37.5%	37.4%	34.1%
无形资产	122	122	122	122	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	631	888	1,166	1,368	总资产周转率	1.43	1.39	1.26	1.30
资产合计	1,916	2,494	3,193	3,840	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	374	487	689	702	每股收益	0.41	0.97	1.04	1.26
应付账款及票据	160	190	221	277	每股净资产	2.67	3.63	4.67	5.93
其他流动负债	139	166	193	240	每股经营现金流	0.46	0.86	1.08	1.16
流动负债合计	672	842	1,103	1,219	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	29	29	29	29	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	63	63	63	63	PE	96.13	40.59	37.77	31.21
非流动负债合计	92	92	92	92	PB	4.01	10.81	8.40	6.62
负债合计	764	934	1,195	1,311					
股本	407	407	407	407					
少数股东权益	67	81	97	115					
股东权益合计	1,152	1,560	1,998	2,528					
负债和股东权益合计	1,916	2,494	3,193	3,840					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。