

证券研究报告

塑料

2022年03月18日



# 道恩股份2021年报点评： 季度业绩环比改善，看好公司未来发展

道恩股份(002838)

评级：买入(维持)

国海证券研究所

李永磊(分析师)

S0350521080004

liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(分析师)

S0350521080009

dongbj@ghzq.com.cn

## 最近一年走势



## 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
道恩股份	11.0%	-2.4%	-18.7%
沪深300	-8.3%	-13.9%	-17.0%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4261	3583	4213	5115
增长率(%)	-4	-16	18	21
归母净利润 (百万元)	226	313	420	502
增长率(%)	-74	38	34	20
摊薄每股收益 (元)	0.56	0.76	1.03	1.23
ROE(%)	11	13	15	15
P/E	29.29	21.82	16.27	13.59
P/B	3.21	2.84	2.42	2.05
P/S	1.58	1.91	1.62	1.33
EV/EBITDA	20.70	13.80	10.98	9.10

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

## 相关报告

《熔喷料回归常态致业绩下滑, 参与国标制定彰显技术实力 (买入)\*改性塑料\*董伯骏, 李永磊》——2021-09-08

# 原材料涨价拖累全年业绩，但单季度盈利环比改善明显

**事件：**2021年3月17日，道恩股份（002838）发布2021年年报：实现营业收入42.61亿元，同比减少3.64%；实现归属于上市公司股东的净利润2.26亿元，同比减少73.55%；加权平均净资产收益率为10.82%，同比下降33.63个百分点。销售毛利率12.24%，同比下降15.51个百分点；销售净利率5.80%，同比下降13.85个百分点。

其中，2021年Q4实现营收13.33亿元，同比+19.52%，环比+34.60%；实现归母净利润0.77亿元，同比+2.08%，环比+95.36%；加权平均净资产收益率为3.75%，同比下降0.26个百分点，环比上升1.77个百分点。销售毛利率12.29%，同比上升4.92个百分点，环比上升1.81个百分点；销售净利率6.12%，同比下降0.86个百分点，环比上升1.76个百分点。

**点评：**

## 原材料价格上涨，全年业绩下滑

公司业绩同比下滑，一方面由于2020年防疫物资熔喷料的量价齐升给公司带来较高业绩基数，而随着疫情有效控制，熔喷料产品已回归常态，致使公司营收与盈利双下滑。熔喷料所在改性塑料板块2021年实现营收32.04亿元，同比-10.44%，实现毛利3.67亿元，同比-63.2%；热塑性弹性体板块实现营收4.49亿元，同比+5.52%，实现毛利0.9亿元，同比-49.7%；色母粒板块实现营收2.51亿元，同比+13.17%；实现毛利0.35亿元，同比-30.0%。另一方面是由于国际原油价格上涨导致主要原材料价格上涨，据公司年报披露，2021年公司主要原材料PP、ABS、PC的价格分别为7675元/吨、15245元/吨、20405元/吨，PP采购价格同比略降3.5%、ABS和PC采购价格同比上涨29.5%、46.1%。

2021年报告期经营活动现金流入净额为-1.64亿元，同比减少10.24亿元，减幅为119.1%，主要是报告期内公司预收款较去年同期减少及付现支出较多所致。2021年公司销售商品、提供劳务收到的现金29.74亿元，同比减少19.5%。2021年公司经营活动现金流与净利润存在较大差异，主要由于2021年年末公司应收帐款同比增加较多、采购原料等经营活动现金流出较多、部分2020年熔喷料合同终止退回预收款。

## 布局可降解塑料业务，为公司发展注入新动力

为积极响应国家绿色低碳发展的要求，公司拟投资建设年产12万吨生物可降解树脂项目，其中一期包含6万吨/年PBAT装置和THF回收装置及其配套公用工程，项目建设周期15个月，预计2022年可实现投产。2021年12月25日，公司发布2021年非公开发行A股股票预案（修订稿），拟通过非公开发行股票募集不超过7.72亿元，其中3.04亿元将用于公司PBAT项目一期建设，2.38亿元用于西南总部基地项目（一期）的建设。随着相关产能的建设投产，将进一步丰富公司产品结构，提升公司在市场中竞争力，为公司发展注入新动力。

## 签订生物降解材料项目协议，深入产业链布局

2022年3月11日，公司与青岛市即墨区大信街道办事处签订了《生物降解材料项目投资合作协议》，拟投资5亿元建设道恩生物降解材料项目，项目占地约100亩，分两期建设，一期建设期为18个月，主要生产生物降解原料粒子、餐饮用品。此外，公司设立山东道恩降解材料有限公司、山东道恩周氏包装有限公司、道恩周氏复合包装材料有限公司，形成从源头到可降解制品的全产业链一体化布局，为公司的长远发展和业务增长创造更多的机遇。有序稳步推进青岛海纳项目、俄罗斯工厂、家电拆解绿色循环项目、可降解 PBAT 项目和重庆改性塑料项目。

## 紧密围绕客户需求，持续增加研发投入

公司一直以来重视研发投入和自身研发综合实力的提升，坚持自主创新和产学研相结合，紧密围绕市场和客户需求进行研发创新，在研发投入方面始终保持着较高水平的投入。2021年公司研发投入1.56亿元，占营业收入比例3.67%；研发人员数量257人，占公司员工总数19.32%。截止本报告期，公司已取得的专利共计 82 项，正在申请专利 94 项。累计主持或参与制定国际标准、国家标准、行业标准共 40 项。同时形成了一支资深研发队伍，从产品设计、新品实验到制造加工，都同步于世界新材料领域的先进水平，全面实现了产品的差异化、个性化。

## 做专做优产品，深化战略合作

坚持把产品做专、把质量做优、把市场做好、把品牌做亮，加大新产品、新工艺、新技术的开发和应用，将科研实力转换为市场竞争优势。进一步树形象、铸品牌，持续提高产品附加值，打造上中下游一站式的材料解决供应商。持续深化与海尔、海信、三星、松下等大客户的战略合作关系，着重对 5G、储能行业进行营销布局，实现了批量供货。成功开发境外客户，境外销售大幅增长。

## “产学研用”深度融合，加大新产品研发

道恩研究院牵头组织确定了以“新型催化剂”、“阻燃 ACS”、“阻燃透明涂料”、“非织造用 PLA 材料”、“木质纤维素材料”、“碳纤维复合材料”、“降解材料开发及应用”和“塑料绿色循环再利用”等一系列项目课题的合作研发，研发项目填补了公司空白、技术水平均处于国内领先。在新产品研发方面，年度新产品研发亮点课题 27 项。

## 优化管理，降本增效

以质量效益提升为核心，继续深入开展“降本增效”“精益管理”“卓越绩效管理”等专项活动，在降库存、降成本、降费用的三降活动成效显著。向信息化要效率，完成了 BPM 系统、人力系统、一卡通系统的建设，协同流程愈加完善，数据统计更加高效；完成了 WMS 仓储系统建设、ERP 优化方案选型，为公司的信息化升级、数字化转型和各子公司的精益管理、智能制造注入了强大的驱动力。强化应收账款和库存管控，围绕产销平衡、协同营销、成本管控等工作“定标准、抓落实”，不断强化运营管控力和执行落实力，公司经营质量持续稳健提升。

## 实现一点突破，全面开花，协同发展

热塑性弹性体、改性塑料、色母粒三类产品客户资源具有重叠性，一种产品的开拓往往代表客户对公司的认可。

## 发挥TPV的橡胶替代作用，广泛开拓市场

公司目前是国内热塑性弹性体TPV产量第一的生产企业，公司凭借在TPV产品上的价格优势和服务优势，逐渐形成了对国际竞争对手企业产品的市场替代。接下来将发挥TPV的橡胶替代作用，加速传统橡胶制品行业的市场占领；推进HNBR在国防军工领域的进口替代，加速在航空航天、汽车、石油等领域的应用；全力推动DVA“产学研”转化落地，加速对卤化丁基橡胶的替代，助力轮胎产业升级；加速TPI IR产品的推广，实现对热固性溴化丁基橡胶替代，引领市场需求；充分发挥TPU技术领先优势，采用差异化产品开发，抢占中高端应用市场。

## 利用研发平台，把握脉搏，开拓创新

充分利用公司高水准、多元化的研发平台，把握行业发展脉搏，在继续提升原有产品技术的基础上，不断开拓新产品，一方面进军医疗卫生、石油钻井、航天航空、武器部件密封件等高精尖领域，加速产品的橡胶替代与进口替代进程；另一方面充分把握汽车、家电等行业换代、升级趋势，不断开发改性塑料新产品，满足市场对产品性能不断提升的需求，同时做好改性塑料国内外布局。在一方面加快推进可降解材料项目落地投产，做好可降解材料的技术研发和产业链延伸。

## 建立营销模式，提升认知，推广产品

公司基于多年经营建立起的营销与服务优势及对行业未来竞争格局的判断，计划进一步扩大专业营销服务团队，在主要地区增加营销、服务人员，增强营销、服务实力；不断为客户创造新价值，提升客户忠诚度，开拓大型战略型客户；通过参加展览会、技术交流会、新产品推广会等形式，加强客户对公司产品的认知度，促进公司产品的推广。公司将进一步建立和完善国际市场营销网络，加强与国外有实力的代理商的合作，完善地区售后服务。

预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为35.83、42.13、51.15亿元，EPS为0.76、1.03、1.23元/股，对应PE为22、16、14倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、环保政策变动、经济大幅下行、增发进展不及预期。

图表：盈利预测

预测指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4261	3583	4213	5115
增长率（%）	-4	-16	18	21
归母净利润（百万元）	226	313	420	502
增长率（%）	-74	38	34	20
摊薄每股收益（元）	0.56	0.76	1.03	1.23
ROE（%）	11	13	15	15
P/E	29.29	21.82	16.27	13.59
P/B	3.21	2.84	2.42	2.05
P/S	1.58	1.91	1.62	1.33
EV/EBITDA	20.70	13.80	10.98	9.10

资料来源：wind，国海证券研究所

图表：分产品经营数据

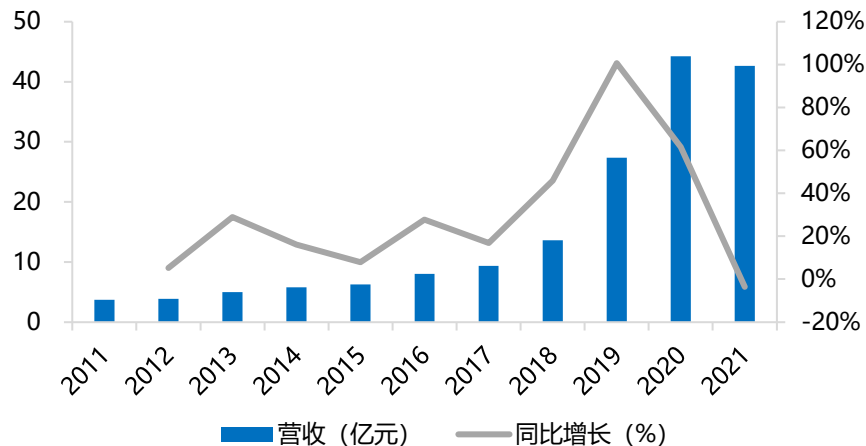
项目		2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2019	2020	2021
改性塑料	营业收入 (亿元)	9.11	10.75	18.77	17	15.25	16.79	19.86	35.77	32.04
	毛利润 (亿元)	1.24	1.58	7.48	2.48	1.86	1.81	2.82	9.96	3.67
	毛利率 (%)	13.59%	14.66%	39.82%	14.59%	12.22%	10.78%	14.20%	27.84%	11.47%
热塑性弹性体	营业收入 (亿元)	1.96	1.99	1.82	2.44	1.85	2.64	3.95	4.26	4.49
	毛利润 (亿元)	0.65	0.7	0.99	0.8	0.42	0.48	1.35	1.79	0.9
	毛利率 (%)	33.09%	35.29%	54.51%	32.82%	22.95%	18.18%	34.18%	42.02%	19.96%
色母粒	营业收入 (亿元)	0.78	1.05	0.93	1.29	1.33	1.18	1.83	2.22	2.51
	毛利润 (亿元)	0.15	0.19	0.21	0.29	0.19	0.16	0.34	0.5	0.35
	毛利率 (%)	18.69%	18.14%	23.10%	22.75%	13.93%	13.56%	18.58%	22.52%	13.94%
整体	总营收 (亿元)	12.99	14.37	22.75	21.47	19.37	23.24	27.36	44.22	42.61
	总营业成本 (亿元)	10.9	11.83	13.99	17.96	16.83	20.56	22.73	31.95	37.39
	销售毛利润 (亿元)	2.09	2.54	8.76	3.51	2.54	2.68	4.63	12.27	5.22
	毛利率 (%)	16.06%	17.68%	38.51%	16.35%	13.11%	11.53%	16.92%	27.75%	12.24%
	销售净利润 (亿元)	0.84	0.93	5.92	2.77	1.22	1.25	1.77	8.69	2.47
	净利率 (%)	6.50%	6.50%	26.03%	12.89%	6.32%	5.38%	6.47%	19.65%	5.80%

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所



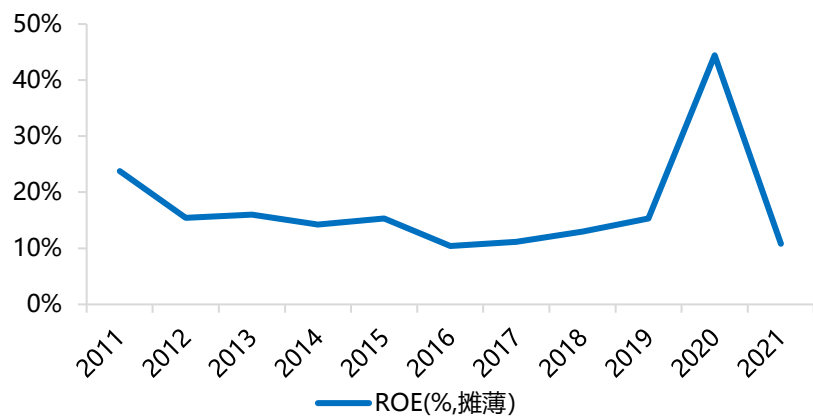
# 熔喷料回归常态，2021年业同比下滑

图表：2021年营收同比减少3.64%



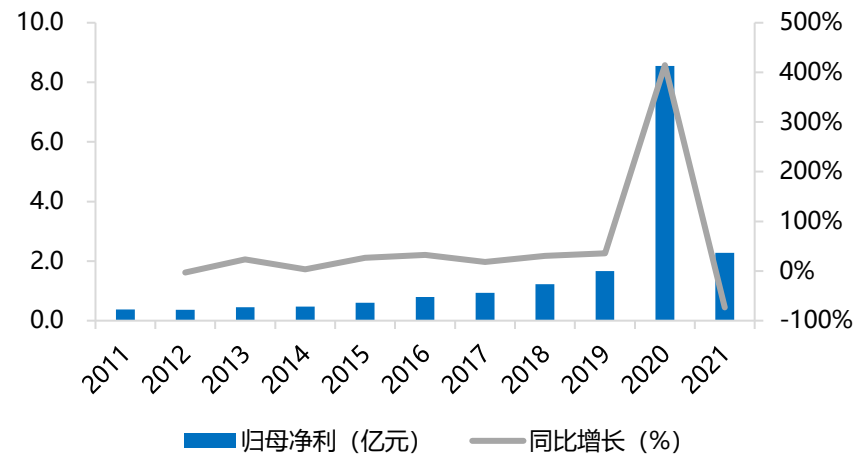
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年净资产收益率下滑



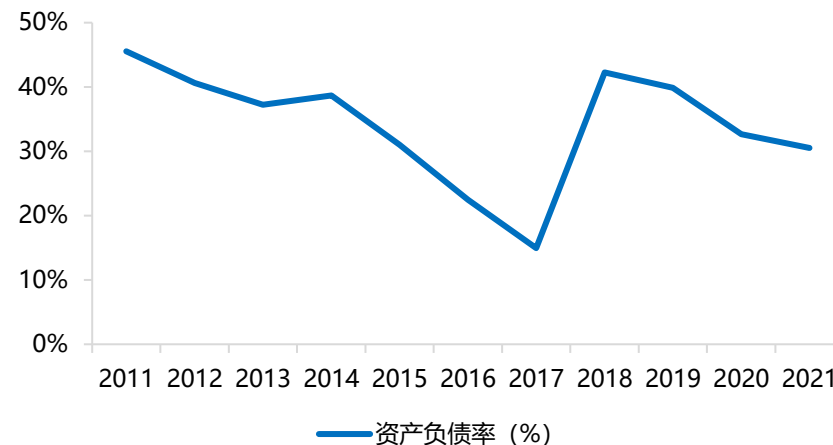
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年归母净利润同比减少73.55%



资料来源：wind, 国海证券研究所

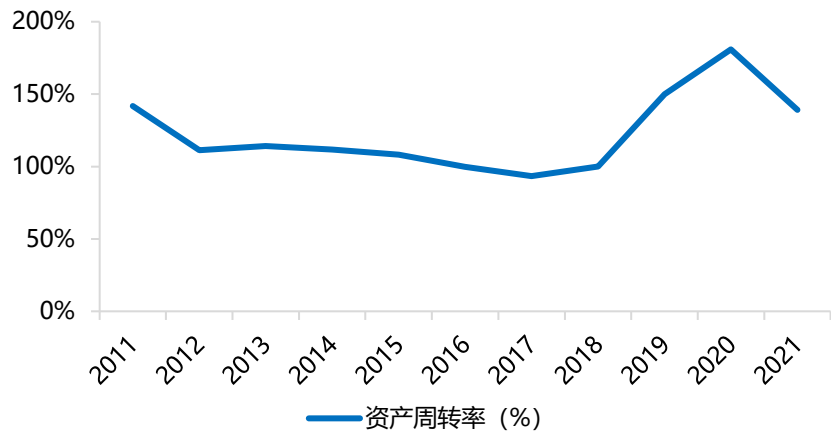
图表：2021年资产负债率略降



资料来源：wind, 国海证券研究所

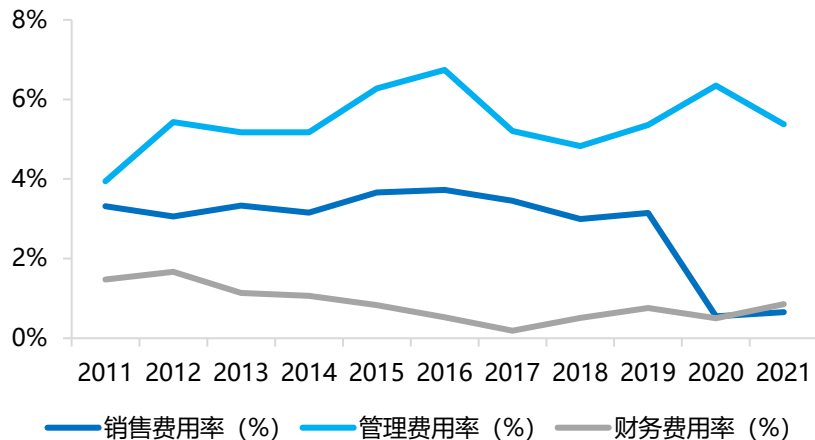
# 2021年整体盈利能力下降

图表：2021年资产周转率略降，但仍较高



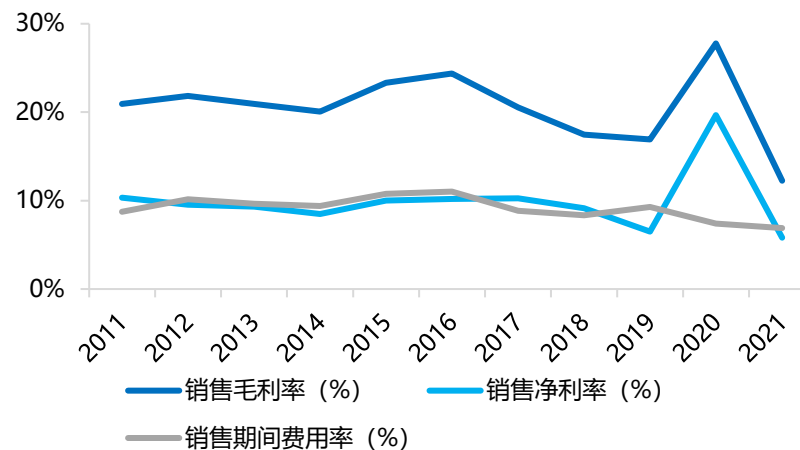
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年管理费用率下降



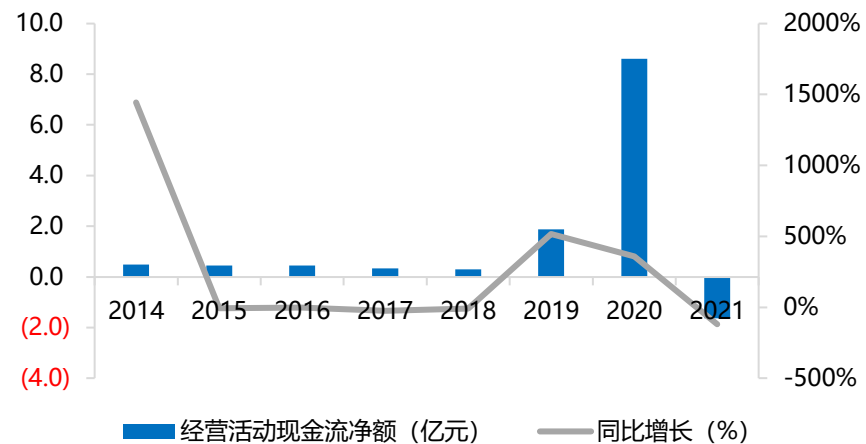
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年毛利率、净利率下滑



资料来源：wind, 国海证券研究所

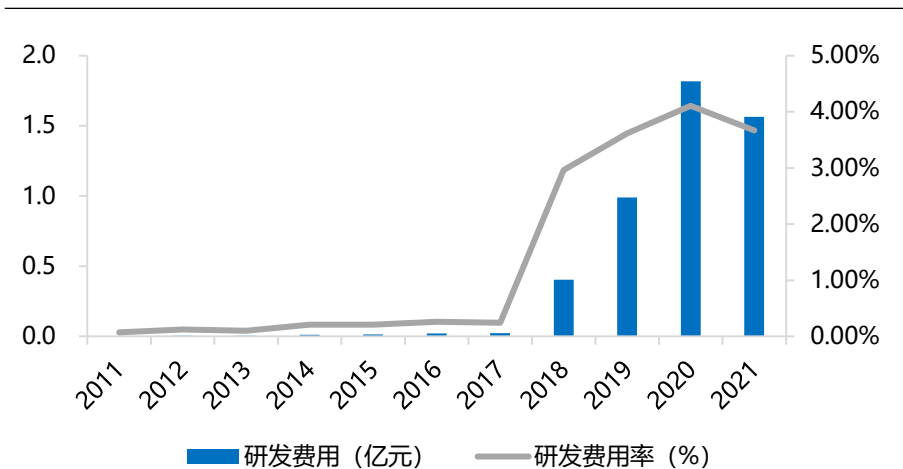
图表：2021年经营活动现金流大幅减少



资料来源：wind, 国海证券研究所

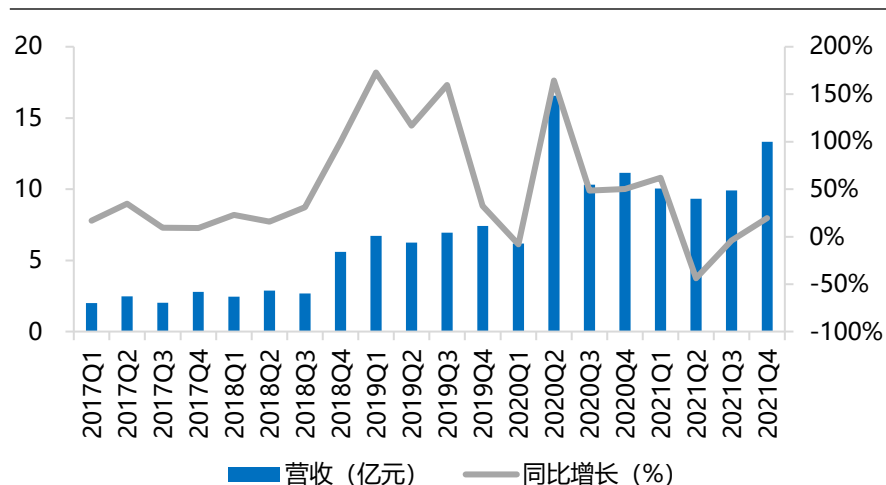
# 2021Q4营收、净利环比改善明显

图表：2021年研发费用达1.56亿元



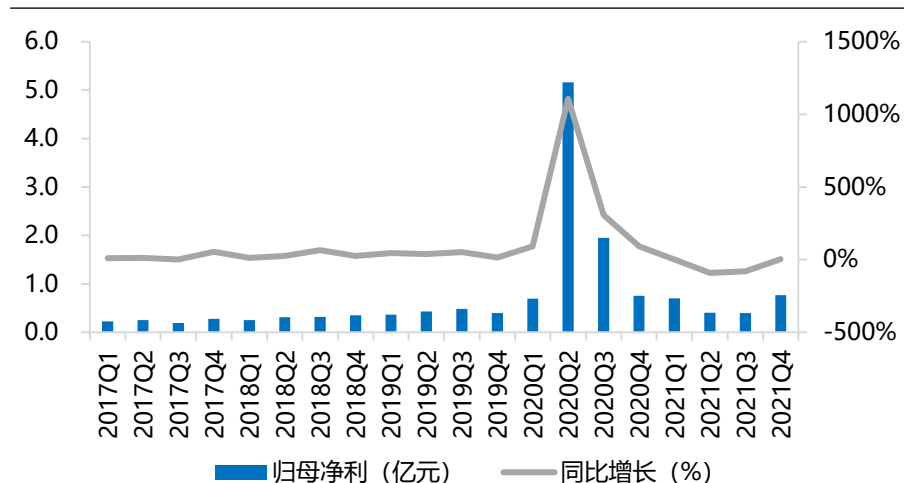
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021Q4营收同比增19.52%，环比增34.60%



资料来源：wind, 国海证券研究所

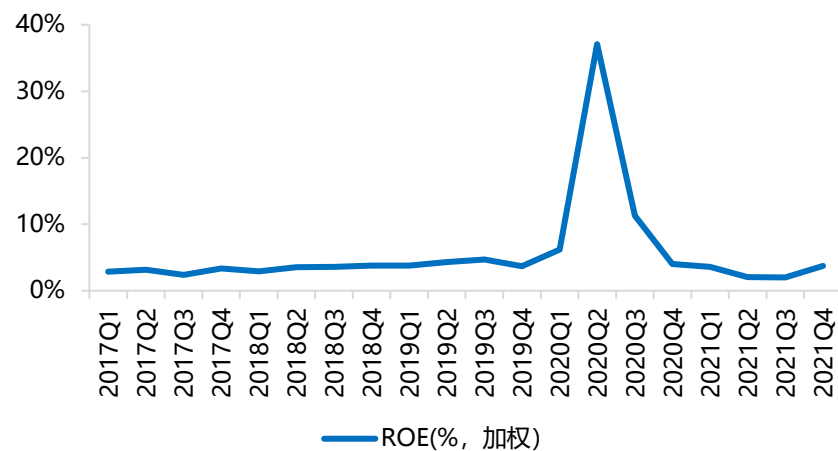
图表：2021Q4归母净利同增2.08%，环比增95.36%



资料来源：wind, 国海证券研究所

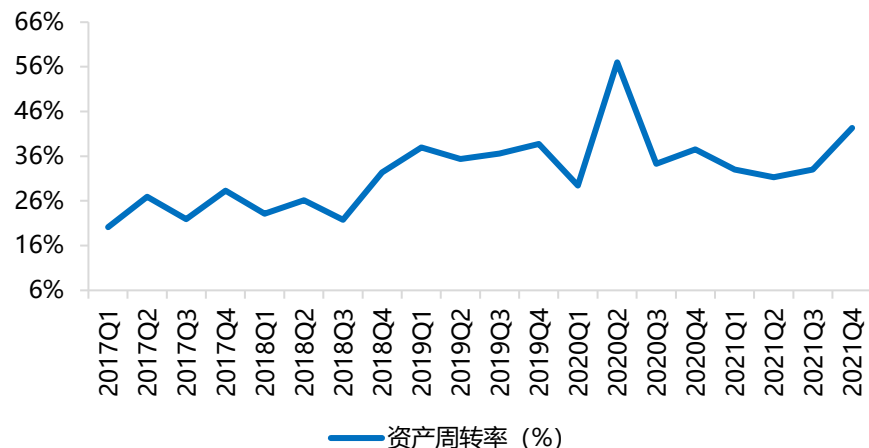
# 2021Q4净资产收益率略有回升

图表：季度净资产收益率



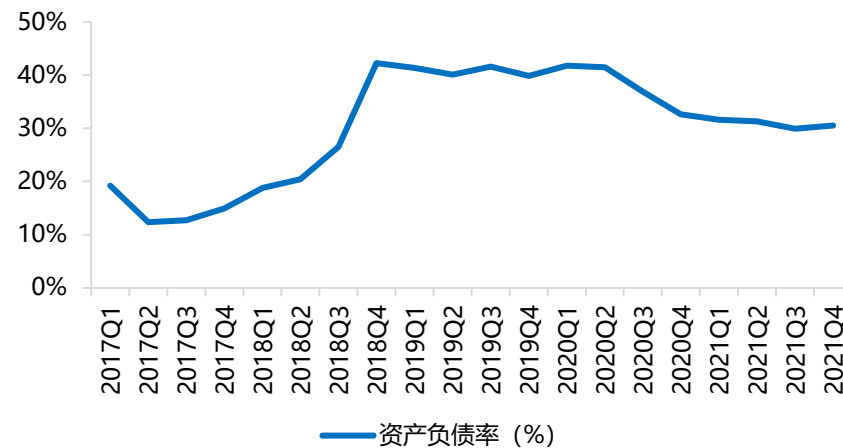
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021Q4季度资产周转率上升



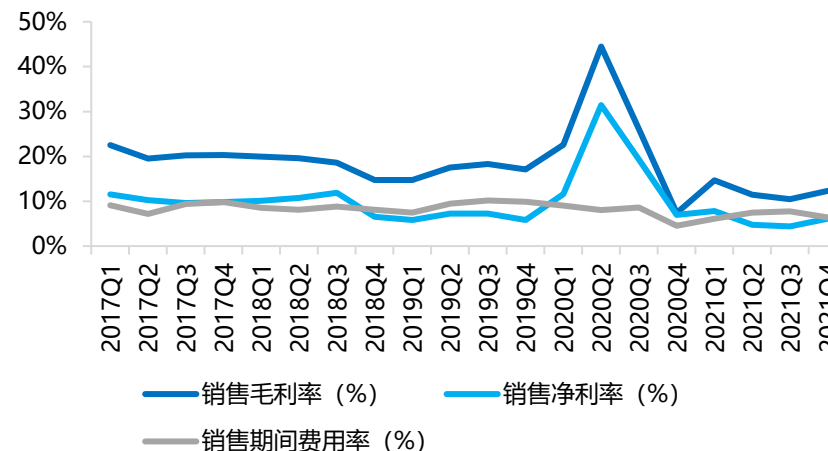
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度资产负债率



资料来源：wind, 国海证券研究所

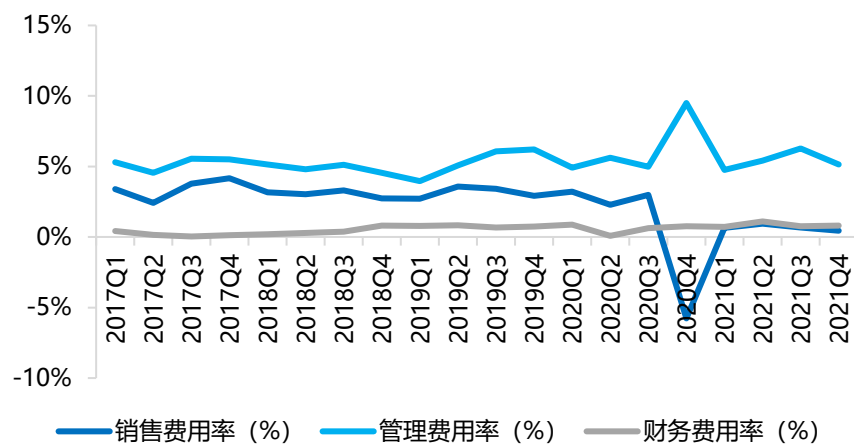
图表：季度毛利率及净利率



资料来源：wind, 国海证券研究所

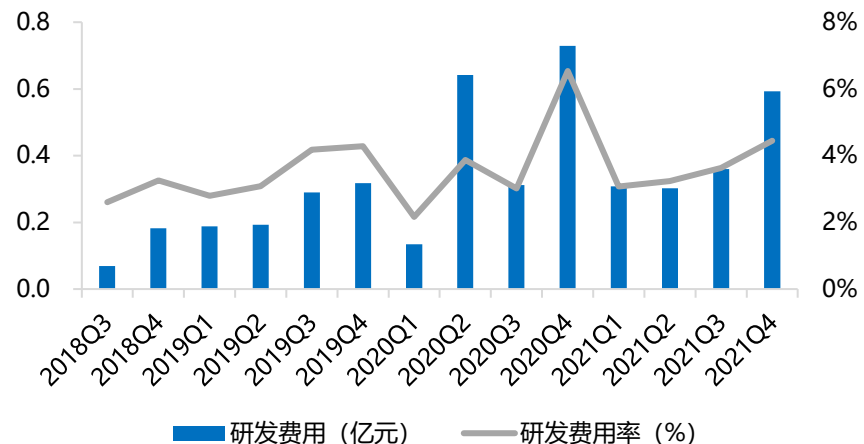
# 2021Q4管理费用率下降、研发费用率上升

图表：2021Q4管理费用率下降



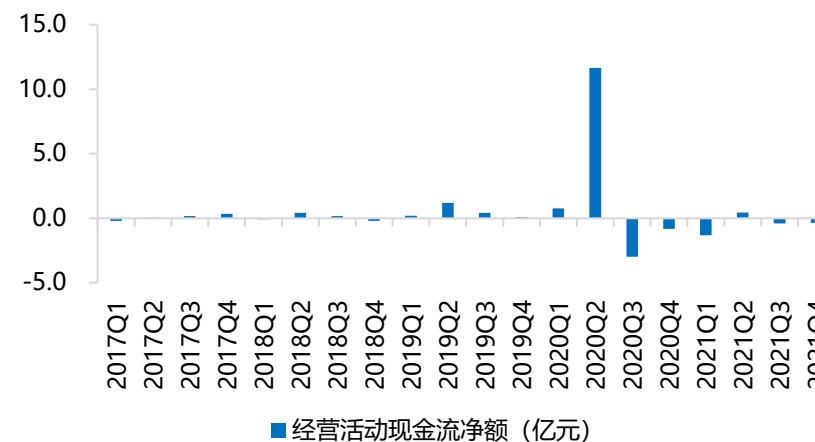
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度研发费用及研发费用率



资料来源：wind, 国海证券研究所

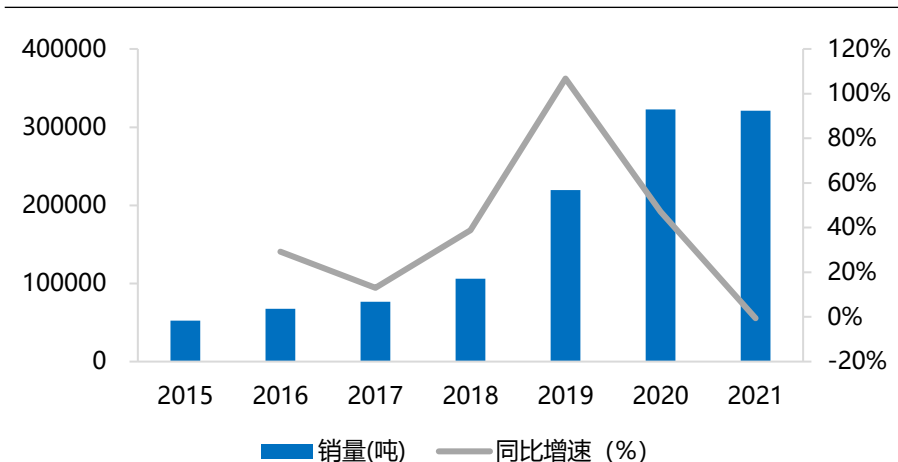
图表：季度经营活动现金流



资料来源：wind, 国海证券研究所

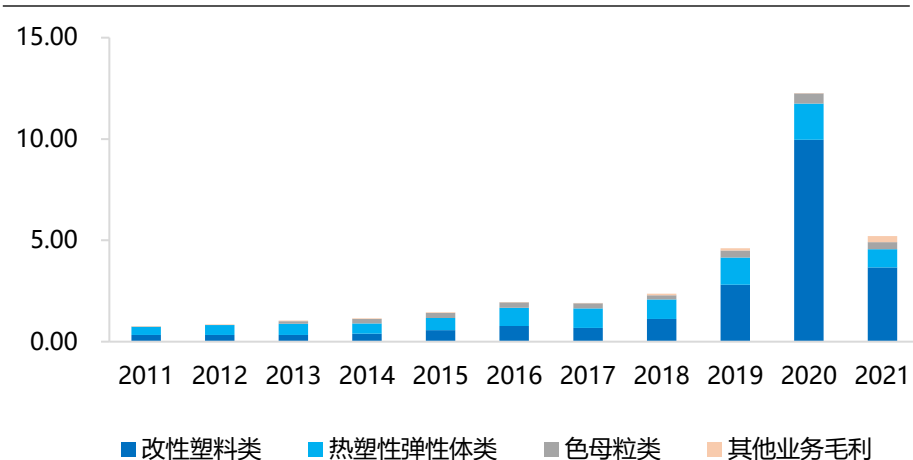
# 2021年公司产品总体销量相对稳定

图表：2021年公司产品总销量相对稳定（万吨）



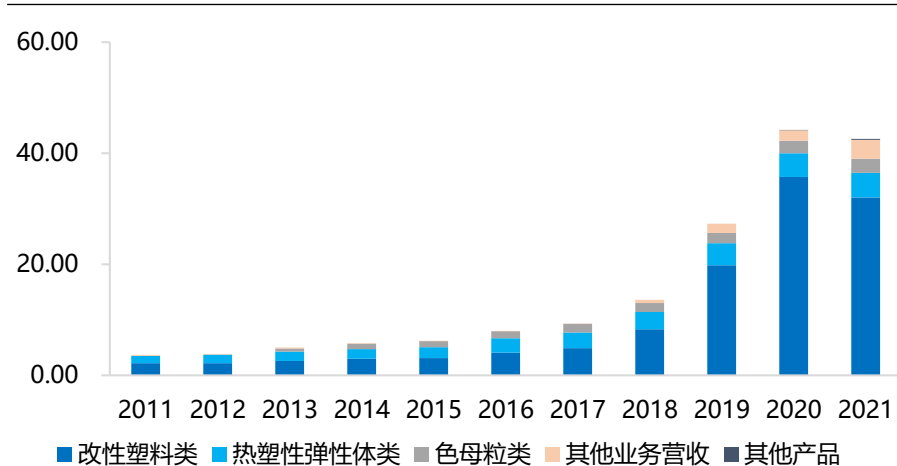
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利情况（亿元）



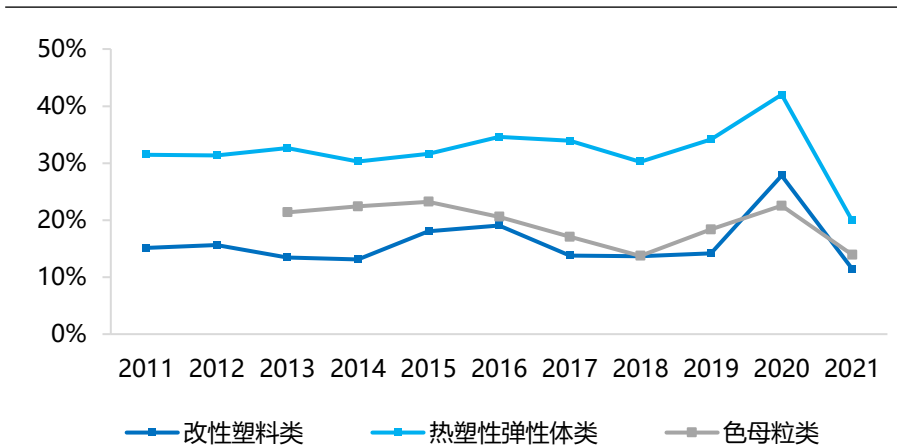
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2021年公司主要产品收入情况（亿元）



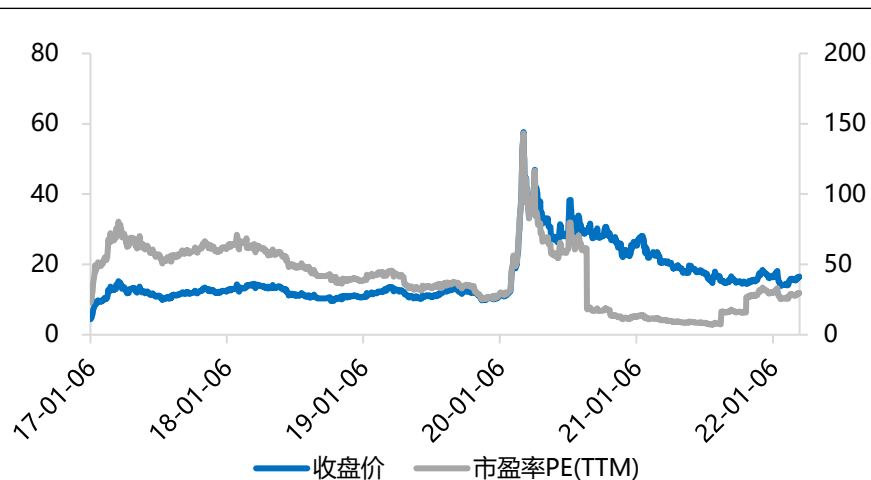
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利率



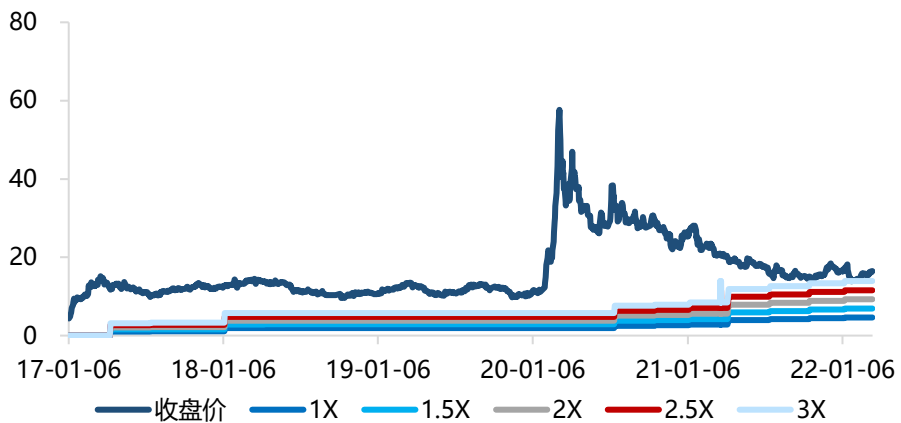
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：收盘价及PE (TTM)



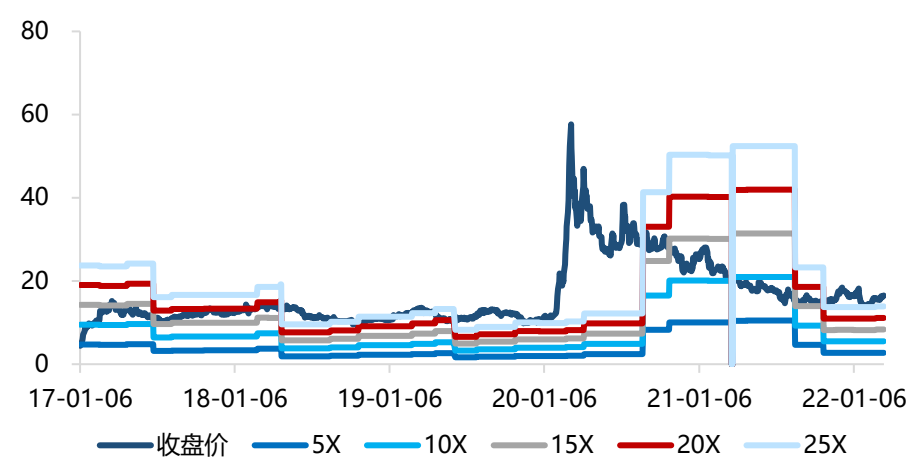
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PB-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PE-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

# 道恩股份盈利预测表

证券代码:	002838				股价:	17.00	投资评级:	买入	日期:	2022/03/18				
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	360	709	559	588	营业收入	4261	3583	4213	5115	每股指标				
应收款项	806	592	747	876	营业成本	3739	2939	3376	4045	EPS	0.56	0.76	1.03	1.23
存货净额	444	355	404	487	营业税金及附加	13	18	21	38	BVPS	5.11	5.87	6.90	8.12
其他流动资产	378	314	362	433	销售费用	28	39	46	67	估值				
<b>流动资产合计</b>	<b>1987</b>	<b>1970</b>	<b>2072</b>	<b>2384</b>	管理费用	73	72	84	102	P/E	29.3	21.8	16.3	13.6
固定资产	534	576	601	623	财务费用	36	14	13	13	P/B	3.2	2.8	2.4	2.1
在建工程	261	377	526	659	其他费用/(-收入)	156	125	169	230	P/S	1.6	1.9	1.6	1.3
无形资产及其他	250	412	580	745	营业利润	258	405	544	653	<b>财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
长期股权投资	120	166	199	238	营业外净收支	8	4	4	4	盈利能力				
<b>资产总计</b>	<b>3151</b>	<b>3501</b>	<b>3978</b>	<b>4648</b>	利润总额	266	409	548	657	ROE	11%	13%	15%	15%
短期借款	163	163	163	163	所得税费用	19	61	82	98	毛利率	12%	18%	20%	21%
应付款项	277	218	250	300	净利润	247	348	466	558	期间费率	3%	3%	3%	4%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	21	35	47	56	销售净利率	5%	9%	10%	10%
其他流动负债	130	192	170	233	归属于母公司净利润	226	313	420	502	成长能力				
<b>流动负债合计</b>	<b>570</b>	<b>573</b>	<b>583</b>	<b>696</b>	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	收入增长率	-4%	-16%	18%	21%
长期借款及应付债券	285	285	285	285	经营活动现金流	-164	802	313	495	利润增长率	-74%	38%	34%	20%
其他长期负债	107	107	107	107	净利润	226	313	420	502	营运能力				
<b>长期负债合计</b>	<b>392</b>	<b>392</b>	<b>392</b>	<b>392</b>	少数股东权益	21	35	47	56	总资产周转率	1.35	1.02	1.06	1.10
<b>负债合计</b>	<b>962</b>	<b>965</b>	<b>975</b>	<b>1088</b>	折旧摊销	77	86	95	102	应收账款周转率	5.47	6.17	5.80	5.98
股本	409	409	409	409	公允价值变动	2	0	0	0	存货周转率	9.61	10.08	10.42	10.51
股东权益	2189	2536	3003	3561	营运资金变动	-481	369	-242	-169	偿债能力				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3151</b>	<b>3501</b>	<b>3978</b>	<b>4648</b>	投资活动现金流	106	-437	-447	-449	资产负债率	31%	28%	25%	23%
					资本支出	-228	-245	-274	-260	流动比	3.48	3.44	3.55	3.43
					长期投资	0	-196	-183	-189	速动比	2.48	2.67	2.68	2.55
					其他	333	4	10	0					
					筹资活动现金流	3	-16	-16	-16					
					债务融资	114	0	0	0					
					权益融资	25	0	0	0					
					其它	-136	-16	-16	-16					
					现金净增加额	-56	349	-150	30					



## 化工小组介绍

**李永磊**，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

**董伯骏**，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年化工行业研究经验。

**乔昱焱**，中科院大学博士，化工行业研究助理，四年化工设计及研发经验。

**汤永俊**，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理。

## 分析师承诺

李永磊, 董伯骏, 本人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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

- 推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
- 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

- 买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
- 增持：相对沪深300 指数涨幅介于10% ~ 20%之间；
- 中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间；
- 卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

# 心怀家国，洞悉四海

国海化工团队 李永磊 (liy103@ghzq.com.cn)  
董伯骏 (dongbj@ghzq.com.cn)  
乔昱焱 (qiaoyy@ghzq.com.cn)  
汤永俊 (tangyj03@ghzq.com.cn)  
贾 冰 (jiab@ghzq.com.cn)



## 国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755—83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597