

业务全面拓展, 业绩高增长

投资要点

- 业绩总结:** 公司2017年实现营业收入20.47亿元, 同比增长59.57%; 实现归母净利润2.03亿元, 同比增长55.11%; EPS 0.85元/股。公司2017年第四季度实现收入6.72亿元, 同比增长54.76%, 环比增长18.51%; 归母净利润0.69亿元, 同比增长35.93%, 环比增长20.63%。公司第四季度收入增长超过我们预期。
- 全力推进业务拓展, 实现业绩高增长。** 2017年, 家电、汽车行业需求持续升温, 公司围绕家电行业深化及多点布局, 推进海尔、海信等大客户业务增长(其中, 环渤海区域收入2017年同比增长81.51%), 有效开拓小家电市场(成功开发小米空气净化器、净水器等项目), 向战略客户的新品供货延伸(向原有家电战略客户成功推广PC/ABS、耐热ABS和免喷涂ABS等新产品), 着力开拓汽车领域客户。因此, 公司改性塑料业务收入17.51亿元, 同比增长49.78%, 毛利率提升2.42个百分点。另外, 公司积极布局高性能新材料领域, 2017年设立国恩复材和隆创科技, 开始形成收入。
- 胶囊业务的并表也带来业绩增长。** 由于空心胶囊业务在2016年8月31日才并表, 因此2017年全年业务增长有一部分来自于空心胶囊业务的贡献, 胶囊业务的收入和利润相对平稳。
- 人造草坪业务实现突破, 未来有望持续发力。** 人造草坪业务方面, 公司目前已经建成拉丝生产线5条、加捻生产线3条、簇绒生产线3条、背胶线1条。公司体育草坪的优势是垂直整合全产业链、一体化生产加铺装。2017年, 山东省运动产地专业委员会系列标准研讨会在公司举行, 首次制定了山东省体育用人造草坪系列标准, 同时修订运动产地合成材料系列标准, 涵盖学校体育塑胶运动场地的安全标准。此次人造草坪标准的制定有助于淘汰小型作坊式企业, 有助于公司扩大市场份额。公司2018年2月成为青岛市平度市中小学校塑胶跑道及人造草坪采购项目中标单位, 中标金额1.68亿人民币, 项目将于2018年9月前完工。
- 盈利预测与评级。** 预计2018-2020年EPS分别为1.22元、1.54元、1.85元, 未来三年归母净利润将保持35%的复合增长率。维持“买入”评级和32.10元的目标价。
- 风险提示:** 原材料价格或大幅波动, 产品销售或低于预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2046.93	2870.31	3361.41	3780.19
增长率	59.57%	40.22%	17.11%	12.46%
归属母公司净利润(百万元)	203.06	330.14	418.54	501.15
增长率	55.11%	62.58%	26.77%	19.74%
每股收益EPS(元)	0.75	1.22	1.54	1.85
净资产收益率ROE	19.31%	15.87%	17.20%	17.57%
PE	35	21	17	14
PB	7.01	3.45	2.94	2.51

数据来源: Wind, 西南证券

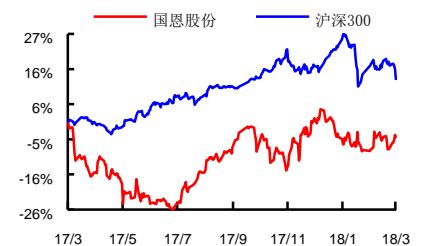
西南证券研究发展中心

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
电话: 010-57631196
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.71
流通A股(亿股)	0.87
52周内股价区间(元)	20.15-28.47
总市值(亿元)	70.69
总资产(亿元)	21.84
每股净资产(元)	4.20

相关研究

- 国恩股份(002768): 与特瑞德战略合作, 有助于培育新的增长点 (2017-10-16)
- 国恩股份(002768): 内外并举, 持续成长 (2017-10-13)

关键假设：

假设 1：公司宁波、邯郸分公司 2018 年开始投产；

假设 2：改性塑料业务由于新产能投放和分公司的设立，预计 2018-2020 年总体开工率将会持续提升，草坪业务预计 2018 年开始将会进入业绩释放期；

假设 3：预计胶囊 2018-2020 年销量 1698000 万粒、1700000 万粒、1702000 万粒，单价 0.0115 元/粒，毛利率 32%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	2046.93	2870.31	3361.41	3780.19
	增速	59.6%	40.2%	17.1%	12.5%
	成本	1611.66	2245.51	2595.12	2875.40
	毛利率	21.3%	21.8%	22.8%	23.9%
改性塑料	收入	1750.80	2276.05	2503.65	2628.83
	增速	49.8%	30.0%	10.0%	5.0%
	成本	1383.59	1809.46	1990.40	2089.92
	毛利率	21.0%	20.5%	20.5%	20.5%
空心胶囊	收入	190.31	195.27	195.50	195.73
	增速	143.7%	2.6%	0.1%	0.1%
	成本	130.98	132.78	132.94	133.10
	毛利率	31.2%	32.0%	32.0%	32.0%
人造草坪	收入		250.00	400.00	480.00
	增速			60.0%	20.0%
	成本		175.00	268.00	312.00
	毛利率		30.0%	33.0%	35.0%
复合材料制品	收入		40.00	150.00	360.00
	增速			275.0%	140.0%
	成本		28.00	100.50	234.00
	毛利率		30.0%	33.0%	35.0%
其他业务	收入	105.82	108.99	112.26	115.63
	增速	196.3%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本	97.09	100.27	103.28	106.38
	毛利率	8.2%	8.0%	8.0%	8.0%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2046.93	2870.31	3361.41	3780.19	净利润	206.41	335.59	425.44	509.41
营业成本	1611.66	2245.51	2595.12	2875.40	折旧与摊销	41.75	50.87	71.64	90.64
营业税金及附加	10.58	12.61	15.47	26.08	财务费用	30.19	9.50	3.18	3.15
销售费用	45.32	63.64	74.96	83.94	资产减值损失	1.43	0.00	0.00	0.00
管理费用	111.41	160.06	184.44	207.99	经营营运资本变动	-169.43	-194.98	-166.08	-137.27
财务费用	30.19	9.50	3.18	3.15	其他	-55.59	0.00	2.00	-1.00
资产减值损失	1.43	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	54.76	200.98	336.18	464.93
投资收益	0.04	0.00	0.00	0.00	资本支出	-205.50	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	9.82	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-195.68	-300.00	-300.00	-300.00
营业利润	240.54	379.00	488.25	583.64	短期借款	147.00	-408.00	25.19	-25.19
其他非经营损益	-0.66	9.37	4.54	6.89	长期借款	2.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	239.89	388.36	492.79	590.53	股权融资	0.00	750.00	0.00	0.00
所得税	33.47	52.77	67.35	81.12	支付股利	0.00	-40.61	-66.03	-83.71
净利润	206.41	335.59	425.44	509.41	其他	-25.49	-39.50	-3.18	-3.15
少数股东损益	3.35	5.44	6.90	8.27	筹资活动现金流净额	123.51	261.89	-44.02	-112.04
归属母公司股东净利润	203.06	330.14	418.54	501.15	现金流量净额	-17.45	162.86	-7.85	52.89
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	181.12	343.99	336.14	389.03	成长能力				
应收和预付款项	707.48	1047.59	1219.97	1361.63	销售收入增长率	59.57%	40.22%	17.11%	12.46%
存货	480.36	597.33	709.66	814.27	营业利润增长率	82.84%	57.56%	28.83%	19.54%
其他流动资产	12.48	17.50	20.50	23.05	净利润增长率	57.67%	62.58%	26.77%	19.74%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	91.44%	40.61%	28.15%	20.31%
投资性房地产	5.90	5.90	5.90	5.90	获利能力				
固定资产和在建工程	657.17	907.82	1137.70	1348.58	毛利率	21.26%	21.77%	22.80%	23.94%
无形资产和开发支出	68.21	66.92	65.62	64.33	三费率	9.13%	8.12%	7.81%	7.81%
其他非流动资产	71.32	71.10	70.88	70.66	净利率	10.08%	11.69%	12.66%	13.48%
资产总计	2184.06	3058.16	3566.37	4077.44	ROE	19.31%	15.87%	17.20%	17.57%
短期借款	408.00	0.00	25.19	0.00	ROA	9.45%	10.97%	11.93%	12.49%
应付和预收款项	591.73	851.50	971.07	1078.38	ROIC	18.43%	19.13%	18.95%	19.07%
长期借款	36.00	36.00	36.00	36.00	EBITDA/销售收入	15.27%	15.31%	16.75%	17.92%
其他负债	79.34	56.68	60.73	63.98	营运能力				
负债合计	1115.07	944.19	1092.99	1178.36	总资产周转率	1.07	1.10	1.01	0.99
股本	240.00	271.25	271.25	271.25	固定资产周转率	4.62	3.80	3.29	3.04
资本公积	226.18	944.93	944.93	944.93	应收账款周转率	6.82	6.76	6.00	5.95
留存收益	542.80	832.33	1184.84	1602.28	存货周转率	4.12	4.17	3.97	3.77
归属母公司股东权益	1008.98	2048.51	2401.02	2818.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	73.91%	—	—	—
少数股东权益	60.02	65.46	72.36	80.63	资本结构				
股东权益合计	1068.99	2113.97	2473.38	2899.09	资产负债率	51.05%	30.87%	30.65%	28.90%
负债和股东权益合计	2184.06	3058.16	3566.37	4077.44	带息债务/总负债	39.82%	3.81%	5.60%	3.06%
					流动比率	1.32	2.29	2.23	2.33
					速动比率	0.86	1.61	1.54	1.60
					股利支付率	0.00%	12.30%	15.78%	16.70%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	312.48	439.36	563.06	677.43	每股收益	0.75	1.22	1.54	1.85
PE	34.81	21.41	16.89	14.11	每股净资产	3.72	7.55	8.85	10.39
PB	7.01	3.45	2.94	2.51	每股经营现金	0.20	0.74	1.24	1.71
PS	3.45	2.46	2.10	1.87	每股股利	0.00	0.15	0.24	0.31
EV/EBITDA	20.67	15.19	11.91	9.79					
股息率	0.00%	0.57%	0.93%	1.18%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn