

## 国恩股份 (002768)

公司研究/点评报告

# 下游需求改善，业绩保持高速增长

点评报告/基础化工

2018 年 10 月 29 日

### 一、事件概述

公司发布 2018 年三季报，前三季度实现营收 23.41 亿，同比增长 70.31%；归属于上市公司股东的净利润 2.02 亿，同比增长 50.54%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 深耕家电领域，家电等改性塑料依然是核心

公司在改性塑料领域深耕多年，研发和生产经验丰富，市场不断壮大。家电领域不仅实现原有大客户业务增长，还有效开拓小家电市场，与国内外知名品牌客户海信、海尔、美的、LG、长虹、三星、冠捷、小米、九阳等保持良好合作关系。汽车领域对接比亚迪、吉利、北汽等主机厂，在量产车材料切换和新车型（含新能源汽车）材料认证方面展开合作，并成功切入比亚迪、现代的供货认证环节。公司自上市以来营收和净利润增速均超过 50%，保持高速增长。

#### ➤ 通过多项认证，国恩人造草坪业务有望快速放量

公司设立国恩体育草坪控股子公司，专业从事人造草坪的研发、生产和销售，为客户提供包括研发、设计、生产、铺装及售后维护在内的整体解决方案和综合服务。目前已全面投产，并顺利通过多项体系认证，并预计将于 10 月拿到国际足联 FIFA 认证，有利于进一步提升品牌优势。2018 年 2 月，公司成为青岛市平度市中小学塑胶跑道及人造草坪采购项目中标单位，该项目中标金额为 1.68 亿元人民币，于 2018 年 9 月底前完工。公司通过参加上海、俄罗斯、日本等国内国际展会，借助母公司强有力的平台资源，全力开拓国内外市场，公司产品已出口美国、俄罗斯、日本、澳大利亚、英国、比利时、荷兰、迪拜等国家和地区，人造草坪业务有望在未来快速放量。

### 三、投资建议

预计公司 2018~2020 年 EPS 分别为 1.31 元、1.88 元、2.29 元，对应 PE 分别为 20 倍、14 倍、12 倍，当前行业平均估值 22 倍。公司定增高分子材料项目投产后，多样化下游订单有望持续高增长，给予“推荐”评级。

### 四、风险提示：

客户订单低于预期；项目投产进度存不确定性。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）       | 2,047 | 2,923 | 3,992 | 4,749 |
| 增长率（%）          | 59.6% | 42.8% | 36.6% | 19.0% |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 203   | 315   | 451   | 550   |
| 增长率（%）          | 55.1% | 55.0% | 43.3% | 22.0% |
| 每股收益（元）         | 0.85  | 1.31  | 1.88  | 2.29  |
| PE（现价）          | 30.9  | 20.0  | 14.0  | 11.4  |
| PB              | 6.2   | 4.9   | 3.7   | 2.8   |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

### 推荐

维持评级

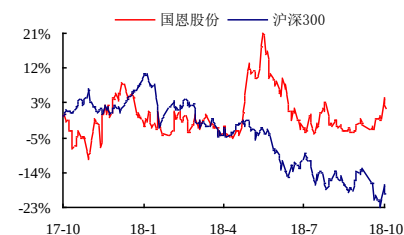
当前价格： 26.23 元

### 交易数据

2018-10-26

|                 |            |
|-----------------|------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 31.58/23.4 |
| 总股本（百万股）        | 271        |
| 流通股本（百万股）       | 240        |
| 流通股比例（%）        | 88.48      |
| 总市值（亿元）         | 72         |
| 流通市值（亿元）        | 64         |

### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

### 分析师：杨侃

执业证号： S0100516120001

电话： 0755-22662010

邮箱： yangkan@mszq.com

### 分析师：李晓辉

执业证号： S0100518040001

电话： 010-85127543

邮箱： lixiaohui@mszq.com

### 相关研究

- 1.国恩股份 (002768) 点评报告：家电、汽车需求升温，改性塑料业务稳定增长
- 2.国恩股份 (002768) 调研报告：成立国骐光电材料，多样化布局打造新材料平台

**公司财务报表数据预测汇总**

| 利润表 (百万元) | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 2,047 | 2,923 | 3,992 | 4,749 |
| 营业成本      | 1,612 | 2,290 | 3,121 | 3,707 |
| 营业税金及附加   | 11    | 15    | 20    | 24    |
| 销售费用      | 45    | 64    | 88    | 104   |
| 管理费用      | 111   | 158   | 216   | 256   |
| EBIT      | 268   | 396   | 548   | 657   |
| 财务费用      | 30    | 23    | 14    | 5     |
| 资产减值损失    | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润      | 241   | 373   | 534   | 652   |
| 营业外收支     | (1)   | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额      | 240   | 373   | 534   | 652   |
| 所得税       | 33    | 52    | 75    | 91    |
| 净利润       | 206   | 321   | 459   | 561   |
| 归属于母公司净利润 | 203   | 315   | 451   | 550   |
| EBITDA    | 310   | 468   | 641   | 774   |

| 资产负债表 (百万元) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 181  | 0     | (0)   | 151   |
| 应收账款及票据     | 640  | 952   | 1270  | 1507  |
| 预付款项        | 62   | 101   | 132   | 157   |
| 存货          | 480  | 548   | 745   | 888   |
| 其他流动资产      | 12   | 12    | 12    | 12    |
| 流动资产合计      | 1381 | 1635  | 2178  | 2739  |
| 长期股权投资      | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产        | 601  | 819   | 1061  | 1307  |
| 无形资产        | 68   | 88    | 88    | 87    |
| 非流动资产合计     | 803  | 913   | 1017  | 1094  |
| 资产合计        | 2184 | 2547  | 3194  | 3833  |
| 短期借款        | 408  | 187   | 109   | 0     |
| 应付账款及票据     | 556  | 773   | 1032  | 1233  |
| 其他流动负债      | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 流动负债合计      | 1048 | 1122  | 1341  | 1451  |
| 长期借款        | 36   | 36    | 36    | 36    |
| 其他长期负债      | 31   | 31    | 31    | 31    |
| 非流动负债合计     | 67   | 67    | 67    | 67    |
| 负债合计        | 1115 | 1189  | 1408  | 1517  |
| 股本          | 240  | 240   | 240   | 240   |
| 少数股东权益      | 60   | 66    | 75    | 85    |
| 股东权益合计      | 1069 | 1358  | 1787  | 2316  |
| 负债和股东权益合计   | 2184 | 2547  | 3194  | 3833  |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

| 主要财务指标          | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 59.6% | 42.8% | 36.6% | 19.0% |
| EBIT 增长率        | 91.0% | 47.7% | 38.5% | 19.8% |
| 净利润增长率          | 55.1% | 55.0% | 43.3% | 22.0% |
| <b>盈利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率             | 21.3% | 21.6% | 21.8% | 21.9% |
| 净利润率            | 9.9%  | 10.8% | 11.3% | 11.6% |
| 总资产收益率 ROA      | 9.3%  | 12.4% | 14.1% | 14.4% |
| 净资产收益率 ROE      | 20.1% | 24.3% | 26.3% | 24.7% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 流动比率            | 1.3   | 1.5   | 1.6   | 1.9   |
| 速动比率            | 0.9   | 1.0   | 1.1   | 1.3   |
| 现金比率            | 0.2   | 0.0   | (0.0) | 0.1   |
| 资产负债率           | 0.5   | 0.5   | 0.4   | 0.4   |
| <b>经营效率</b>     |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 53.5  | 56.1  | 55.4  | 55.3  |
| 存货周转天数          | 88.7  | 87.3  | 87.1  | 87.4  |
| 总资产周转率          | 1.1   | 1.2   | 1.4   | 1.4   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.9   | 1.3   | 1.9   | 2.3   |
| 每股净资产           | 4.2   | 5.4   | 7.1   | 9.3   |
| 每股经营现金流         | 0.2   | 1.0   | 1.3   | 2.1   |
| 每股股利            | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   |
| <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| PE              | 30.9  | 20.0  | 14.0  | 11.4  |
| PB              | 6.2   | 4.9   | 3.7   | 2.8   |
| EV/EBITDA       | 23.9  | 15.7  | 11.4  | 9.1   |
| 股息收益率           | 0.5%  | 0.5%  | 0.5%  | 0.5%  |

| 现金流量表 (百万元) | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 206   | 321   | 459   | 561   |
| 折旧和摊销       | 43    | 72    | 93    | 116   |
| 营运资金变动      | (217) | (171) | (246) | (191) |
| 经营活动现金流     | 55    | 248   | 320   | 493   |
| 资本开支        | 203   | 183   | 197   | 194   |
| 投资          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | (196) | (183) | (197) | (194) |
| 股权募资        | 7     | 0     | 0     | 0     |
| 债务募资        | 165   | 0     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流     | 124   | (247) | (123) | (147) |
| 现金净流量       | (17)  | (181) | (0)   | 151   |

## 分析师简介

杨 侃：南京大学地科院与美国 Rutgers 大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014 年 10 月加入民生证券，从事石油化工等大能源方向的行业研究，2015 年度“天眼”中国最佳证券分析师评选发掘行业最佳选股分析师第二名。

李晓辉：本科毕业于西北大学，研究生毕业于中国石油大学（北京），化学工艺专业。2010 年 8 月至 2016 年 2 月在中石化北京燕山分公司工作，从事炼油及化工生产技术管理。2016 年 3 月加入民生证券，从事石化方向研究。

## 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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来股价涨幅 15%以上     |
|                             | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间  |
|                             | 中性   | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间   |
|                             | 回避   | 分析师预测未来股价跌幅 5%以上      |
| 行业评级标准                      |      |                       |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上    |
|                             | 中性   | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间 |
|                             | 回避   | 分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上    |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。