

2019年08月18日

国恩股份 (002768.SZ)

## 业绩稳定增长，全面推动新材料业务发展

■事件：公司发布2019年半年报，实现营收20.3亿元(+43.1%)，归母净利润1.68亿元(+35.2%)。其中Q2实现营收11.3亿元(+35.4%)，归母净利润8825万元(+28.4%)。

■业绩基本符合预期，复合材料和光显材料增速较快：分业务来看，19年上半年公司改性塑料、复合材料、光显材料和体育休闲及药用辅材业务收入分别同比增长17.5%、135%、138%和21%，在改性塑料、草坪及空心胶囊业务保持稳定增长的基础上，新兴业务复合材料和光显材料收入快速增长。由于上半年油价波动频繁，2019H1公司综合毛利率17.8%，同比下滑0.55pct；上半年公司费用率为7.36%，同比下滑0.33pct，显示出公司继续保持了良好的管理水平。

■改性塑料深化合作，新材料业务全面推进：公司上半年把握小家电市场快速发展的机遇，供货量同比大幅上升；顺利实现与华为新产品的开发对接，成为其新品核心供应商之一。轻量化材料方面，与北汽福田达成全面合作，为福田、奇瑞、青岛中集系列燃油和新能源车型配套上装车厢，预计未来年销量在10万台以上；非金属纤维复合材料业务方面，开发了鼎信科技SMC产品，为特锐德箱式变电站拓展开发了防火门、顶盖等非金属化解决方案等；光显材料方面，国骐光电顺利进入夏普供应链体系，并且在韩系、日系、欧系主要客户群中完成主力机型的试样检测，开发了复合量子点扩散板等产品系列。总体而言，公司一体化新材料综合型平台正全面有序推进。

■鼓励建设社会足球场地，利好公司人造草坪业务快速增长：发改委等近日要求中央预算内投资采取定额补助，鼓励各地通过财政资金等多种资金渠道对足球场建设予以配套补助。此次政策出台，给予建设补助，将大力推动社会足球场地建设。以每万人拥有1块足球场地计算，人造草坪市场空间将达到约200亿元，空间巨大。国恩体育草坪凭借全产业链优势，中标多项项目，预计19年草坪业务依然有望保持快速增长。

■投资建议：预计公司2019-2021年净利润分别为4.15、5.7、7.3亿元，对应PE 15、11、8倍，维持买入-A评级，6个月目标价28元。

■风险提示：原料价格大幅波动、需求不及预期、项目建设进度低于预期等。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	2,046.9	3,724.3	4,870.2	6,297.2	7,871.5
净利润	203.1	308.5	415.0	570.1	730.4
每股收益(元)	0.75	1.14	1.53	2.10	2.69
每股净资产(元)	3.72	7.46	8.63	10.43	12.76
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	30.3	19.9	14.8	10.8	8.4
市净率(倍)	6.1	3.0	2.6	2.2	1.8
净利润率	9.9%	8.3%	8.5%	9.1%	9.3%
净资产收益率	20.1%	15.2%	17.7%	20.1%	21.1%
股息收益率	0.6%	0.5%	1.0%	1.3%	1.6%
ROIC	25.7%	26.4%	25.3%	22.4%	24.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

其他化学制品

投资评级 **买入-A**

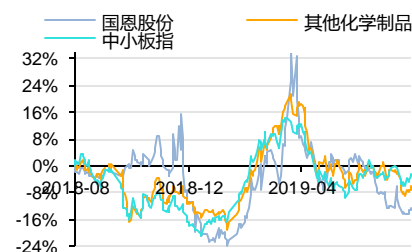
维持评级

6个月目标价：**28元**  
股价(2019-08-16) **22.67元**

### 交易数据

总市值(百万元)	6,149.24
流通市值(百万元)	4,005.89
总股本(百万股)	271.25
流通股本(百万股)	176.70
12个月价格区间	19.75/34.79元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.11	-13.02	-14.73
绝对收益	-4.59	-10.73	-13.94

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003  
zhangwq1@essence.com.cn  
010-83321072

乔璐

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100001  
qiaolu@essence.com.cn

### 相关报告

国恩股份：人造草坪需求有望快速增长，后续业绩可期/张汪强	2019-07-30
国恩股份：业绩快速增长，新老业务齐头并进成长显著/张汪强	2019-04-22
国恩股份：一季报超预期，新材料一体化平台全面发展/张汪强	2019-03-31
国恩股份：业绩大幅增长，新材料一体化平台逐步成型/张汪强	2019-02-25
国恩股份：业绩高增长，多点开花成长可期/张汪强	2018-10-28

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	2,046.9	3,724.3	4,870.2	6,297.2	7,871.5	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,611.7	3,069.5	3,983.8	5,110.8	6,380.6	营业收入增长率	59.6%	81.9%	30.8%	29.3%	25.0%
营业税费	10.6	13.0	24.4	31.5	41.7	营业利润增长率	82.8%	47.2%	40.1%	38.7%	27.8%
销售费用	45.3	57.6	107.1	132.2	165.3	净利润增长率	55.1%	51.9%	34.6%	37.4%	28.1%
管理费用	111.4	69.2	219.2	283.4	354.2	EBITDA 增长率	89.2%	80.5%	6.9%	29.8%	25.1%
财务费用	30.2	35.4	31.2	39.9	35.4	EBIT 增长率	89.9%	84.3%	7.4%	38.1%	25.7%
资产减值损失	1.4	23.8	8.4	11.2	14.4	NOPLAT 增长率	91.7%	45.7%	32.1%	38.1%	25.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	41.6%	37.9%	55.9%	13.3%	18.3%
投资和汇兑收益	0.0	-	-	-	-	净资产增长率	21.5%	98.1%	15.7%	20.7%	22.2%
<b>营业利润</b>	240.5	354.1	496.2	688.2	879.8	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-0.7	6.4	8.5	4.7	6.5	毛利率	21.3%	17.6%	18.2%	18.8%	18.9%
<b>利润总额</b>	239.9	360.5	504.6	693.0	886.3	营业利润率	11.8%	9.5%	10.2%	10.9%	11.2%
减:所得税	33.5	46.3	75.7	103.9	133.0	净利润率	9.9%	8.3%	8.5%	9.1%	9.3%
<b>净利润</b>	203.1	308.5	415.0	570.1	730.4	EBITDA/营业收入	15.0%	14.9%	12.2%	12.2%	12.2%
						EBIT/营业收入	13.0%	13.2%	10.8%	11.6%	11.6%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	78	64	59	60	59
货币资金	181.1	813.2	389.6	503.8	629.7	流动资产周转天数	89	71	87	84	81
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	215	191	217	191	185
应收账款	336.9	436.3	896.9	737.9	1,206.3	应收账款周转天数	54	37	49	47	44
应收票据	308.5	386.7	847.1	630.1	1,139.9	存货周转天数	69	66	68	68	67
预付账款	62.1	24.8	207.2	54.3	238.6	总资产周转天数	336	282	313	287	269
存货	480.4	892.8	954.7	1,425.2	1,503.0	投资资本周转天数	193	148	167	168	156
其他流动资产	12.5	20.2	11.0	14.6	15.3	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	40.4	40.4	26.9	ROE	20.1%	15.2%	17.7%	20.1%	21.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.5%	8.6%	8.9%	11.3%	11.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	25.7%	26.4%	25.3%	22.4%	24.9%
投资性房地产	5.9	25.8	25.8	25.8	25.8	<b>费用率</b>					
固定资产	601.4	719.3	873.4	1,219.7	1,366.3	销售费用率	2.2%	1.5%	2.2%	2.1%	2.1%
在建工程	55.8	132.7	372.9	386.4	193.2	管理费用率	5.4%	1.9%	4.5%	4.5%	4.5%
无形资产	68.2	66.3	87.7	85.6	83.5	财务费用率	1.5%	1.0%	0.6%	0.6%	0.4%
其他非流动资产	71.3	138.7	97.3	103.1	107.8	三费/营业收入	9.1%	4.4%	7.3%	7.2%	7.0%
<b>资产总额</b>	2,184.1	3,656.9	4,804.1	5,226.9	6,536.4	<b>偿债能力</b>					
短期债务	408.0	595.2	788.2	813.6	848.7	资产负债率	51.1%	42.1%	49.0%	43.4%	44.7%
应付账款	193.2	335.4	418.0	550.8	620.8	负债权益比	104.3%	72.7%	96.1%	76.8%	81.0%
应付票据	380.6	479.0	957.2	792.1	1,298.2	流动比率	1.32	1.71	1.46	1.50	1.64
其他流动负债	66.6	94.4	106.0	80.8	123.5	速动比率	0.86	1.12	1.04	0.87	1.12
长期借款	36.0	-	52.3	-	-	利息保障倍数	8.83	13.87	16.90	18.26	25.86
其他非流动负债	30.7	35.1	32.3	32.7	33.3	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	1,115.1	1,539.1	2,353.9	2,270.0	2,924.5	DPS(元)	0.13	0.12	0.24	0.30	0.36
少数股东权益	60.0	94.4	108.3	127.2	150.2	分红比率	17.4%	10.6%	15.4%	14.4%	13.5%
股本	240.0	271.3	271.3	271.3	271.3	股息收益率	0.6%	0.5%	1.0%	1.3%	1.6%
留存收益	769.0	1,752.1	2,070.7	2,558.4	3,190.5						
<b>股东权益</b>	1,069.0	2,117.8	2,450.2	2,956.9	3,611.9						

## 现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
净利润	206.4	314.1	415.0	570.1	730.4	EPS(元)	0.75	1.14	1.53	2.10	2.69
加:折旧和摊销	41.8	65.5	66.3	42.3	48.7	BVPS(元)	3.72	7.46	8.63	10.43	12.76
资产减值准备	1.4	23.8	-	-	-	PE(X)	30.3	19.9	14.8	10.8	8.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.1	3.0	2.6	2.2	1.8
财务费用	23.2	25.7	31.2	39.9	35.4	P/FCF	3,372.6	-292.4	-18.0	33.5	31.9
投资损失	-0.0	-	-	-	-	P/S	3.0	1.7	1.3	1.0	0.8
少数股东损益	3.3	5.7	13.9	18.9	23.0	EV/EBITDA	23.1	10.4	11.1	8.4	6.6
营运资金的变动	-230.8	-470.3	-532.2	-14.6	-626.2	CAGR(%)	41.8%	33.9%	48.5%	41.8%	33.9%
<b>经营活动产生现金流量</b>	54.8	10.6	-5.7	656.5	211.3	PEG	0.7	0.6	0.3	0.3	0.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	-195.7	-295.7	-522.4	-400.0	13.5	ROIC/WACC	2.6	2.7	2.6	2.3	2.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	123.5	862.0	104.5	-142.4	-98.9	REP	2.1	1.2	0.9	0.9	0.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

张汪强、乔璐声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034