

国恩股份 (002768.SZ)

半年度实现增长，复合材料及 PS 放量步入成长快车道

事件：公司发布 2022 年半年报，上半年实现营业收入 61.32 亿元，同比增长 47.76%，实现归母净利润 3.79 亿元，同比增长 7.63%；其中 Q2 单季度实现归母净利润 2.61 亿元（减值损失 8798.75 万元），同比增长 7.82%。

改性塑料业务成本反转，盈利能力持续改善。公司改性塑料业务属于石油化工产业链中的中间产品，受益于上游化工产品价格下跌。公司改性塑料第一大原材料为 ABS，2021 年占原料成本 41%。根据百川盈孚，2022 年以来 ABS 价格累计下跌-28.5%，公司成本端步入持续下行通道。根据卓创资讯，2021 年我国 ABS 表观消费量 623 万吨，在建产能达 393 万吨，其中 251 万吨产能预计将于 2022 年 9 月至 12 月陆续投产。在第一大原材料 ABS 行业产能集中释放趋势下，公司改性塑料业务盈利能力有望持续改善。

立足下游一体化延伸扩产 100 万吨 PS。公司立足改性塑料业务，向上游延伸建设 100 万吨 PS 产能，包括 60 万吨 GPPS 以及 40 万吨 HIPS。截至半年报，一期 40 万吨 GPPS 和 20 万吨 HIPS 工程进度已达 70%，正持续推进。根据卓创资讯，2021 年我国 PS 净进口量达 110 万吨，进口依存度达 25%，存在国产替代空间。公司 100 万吨 PS 项目全面投产后将成为国内最大产能，有望在稳定上游原料供应的同时进一步增大利润体量。

复合材料业务持续高增，切入锂电应用打开崭新空间。轻质高强玻纤复合材料密度约 1.5-2.0g/cm，在汽车零部件、充电桩、医疗器械外壳、锂电池外壳等领域持续替代金属材料，空间巨大。并且，近年来 HP-RTM 复合材料在锂电池领域存在渗透趋势，科思创已推出 HP-RTM 复合材料电池包上壳体，厚度最薄可做到 0.8mm，比强度钢轻 60%、比 SMC 复合材料轻 50%，已批量投产。HP-RTM 复合材料在锂电池中的应用逐步打开。公司复合材料整体业务收入由 2017 年 40.62 万元增长至 2021 年 16.88 亿元，增长迅猛。过去，公司复合材料主要用于汽车零部件、电动车充电桩等，目前已批量供货一汽、重汽等配套产品，并为吉利提供 SMC 皮卡后斗。近年来，公司积极开拓复合材料在锂电池中的应用，截至半年报已在超薄 HP-RTM 电池包、乘用车电池盒等领域取得突破，有望打开崭新的成长空间。

盈利预测及投资建议。我们预计公司 2022 至 2024 年实现营业收入 139.19/200.63/214.93 亿元，实现归母净利润 7.62/10.65/12.51 亿元，对应 PE 分别为 7.8/5.6/4.8 倍，公司 100 万吨 PS、RTM 玻纤复合材料等新材料放量将打开成长空间，维持“买入”评级。

风险提示：原油价格超预期上涨，家电需求不及预期，行业竞争格局出现较大变化。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,181	9,766	13,919	20,063	21,493
增长率 yoy (%)	41.7	36.0	42.5	44.1	7.1
归母净利润(百万元)	731	643	762	1,065	1,251
增长率 yoy (%)	84.5	-12.0	18.5	39.8	17.4
EPS 最新摊薄(元/股)	2.69	2.37	2.81	3.93	4.61
净资产收益率(%)	23.1	12.6	13.1	15.7	15.7
P/E(倍)	8.2	9.3	7.8	5.6	4.8
P/B(倍)	1.9	1.7	1.4	1.2	0.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 30 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	塑料
前次评级	买入
8月30日收盘价(元)	30.51
总市值(百万元)	8,275.84
总股本(百万股)	271.25
其中自由流通股(%)	65.16
30日日均成交量(百万股)	8.00

股价走势



作者

分析师 王席鑫

执业证书编号: S0680518020002

邮箱: wangxixin@gszq.com

分析师 孙琦祥

执业证书编号: S0680518030008

邮箱: sunqixiang@gszq.com

分析师 杨义韬

执业证书编号: S0680522080002

邮箱: yangyitao@gszq.com

相关研究

1、《国恩股份(002768.SZ):立足下游一体化延伸,改性塑料龙头扬帆起航》2022-05-25

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3947	6240	9619	14226	12283
现金	753	1149	2824	4070	4360
应收票据及应收账款	1358	1938	2760	4013	3242
其他应收款	3	44	23	73	30
预付账款	375	906	919	1711	1107
存货	1342	1984	2873	4140	3324
其他流动资产	116	219	219	219	219
非流动资产	1514	3669	4621	5860	6075
长期投资	0	29	58	87	116
固定资产	1185	2075	2850	3873	3940
无形资产	92	717	833	966	1127
其他非流动资产	237	847	880	933	892
资产总计	5461	9909	14239	20086	18357
流动负债	1864	3733	7447	12361	9618
短期借款	672	1002	4322	7693	6046
应付票据及应付账款	989	1941	2337	3840	2734
其他流动负债	203	791	788	829	838
非流动负债	383	989	899	823	640
长期借款	300	797	707	631	448
其他非流动负债	83	192	192	192	192
负债合计	2247	4722	8346	13185	10258
少数股东权益	117	1711	1723	1739	1758
股本	271	271	271	271	271
资本公积	946	766	766	766	766
留存收益	1880	2439	3128	4101	5244
归属母公司股东权益	3098	3476	4170	5162	6341
负债和股东权益	5461	9909	14239	20086	18357

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	150	528	-167	-257	2987
净利润	742	652	774	1082	1270
折旧摊销	104	145	188	263	320
财务费用	29	55	101	240	266
投资损失	0	1	0	0	1
营运资金变动	-852	-477	-1231	-1843	1131
其他经营现金流	126	151	0	0	0
投资活动现金流	-423	-1021	-1140	-1503	-535
资本支出	385	271	922	1210	186
长期投资	0	-54	-29	-29	-29
其他投资现金流	-38	-805	-246	-321	-378
筹资活动现金流	283	824	-338	-364	-516
短期借款	89	330	0	0	0
长期借款	300	497	-90	-76	-183
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	10	-181	0	0	0
其他筹资现金流	-116	178	-249	-288	-332
现金净增加额	9	330	-1645	-2124	1936

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7181	9766	13919	20063	21493
营业成本	5779	8325	12157	17552	18680
营业税金及附加	19	27	41	56	60
营业费用	94	65	191	249	256
管理费用	84	124	181	261	279
研发费用	230	281	390	502	537
财务费用	29	55	101	240	266
资产减值损失	-87	-149	-21	-30	-32
其他收益	13	17	3	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-1	0	0	-1
资产处置收益	-2	1	0	0	0
营业利润	854	746	882	1234	1448
营业外收入	7	8	6	6	7
营业外支出	10	11	6	8	9
利润总额	850	743	882	1232	1446
所得税	108	90	107	150	176
净利润	742	652	774	1082	1270
少数股东损益	12	9	12	16	19
归属母公司净利润	731	643	762	1065	1251
EBITDA	993	966	1196	1777	2073
EPS (元)	2.69	2.37	2.81	3.93	4.61

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	41.7	36.0	42.5	44.1	7.1
营业利润(%)	86.7	-12.7	18.3	39.9	17.4
归属于母公司净利润(%)	84.5	-12.0	18.5	39.8	17.4
获利能力					
毛利率(%)	19.5	14.8	12.7	12.5	13.1
净利率(%)	10.2	6.6	5.5	5.3	5.8
ROE(%)	23.1	12.6	13.1	15.7	15.7
ROIC(%)	18.9	12.9	9.4	9.7	11.7
偿债能力					
资产负债率(%)	41.1	47.7	58.6	65.6	55.9
净负债比率(%)	7.8	18.9	41.7	65.6	29.8
流动比率	2.1	1.7	1.3	1.2	1.3
速动比率	1.1	0.8	0.8	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
应收账款周转率	5.7	5.9	5.9	5.9	5.9
应付账款周转率	4.5	5.7	5.7	5.7	5.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.69	2.37	2.81	3.93	4.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	1.95	-0.62	-0.95	11.01
每股净资产(最新摊薄)	11.42	12.81	15.37	19.03	23.38
估值比率					
P/E	8.2	9.3	7.8	5.6	4.8
P/B	1.9	1.7	1.4	1.2	0.9
EV/EBITDA	6.4	9.0	8.5	6.9	4.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 30 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com