

2023年04月26日
国恩股份(002768.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

改性塑料

“一体两翼”战略推进，规模快速扩张

事件：公司发布2022年年报及2023年一季报，2022全年实现营收134亿元（同比+37.3%），归母净利润6.63亿元（同比+3.14%）。2022Q4实现营收30.5亿元（同比-2.33%，环比-27.6%），归母净利润1.29亿元（同比-13.8%，环比-17.4%）。2023Q1实现营收36.1亿元（同比+32.3%，环比+18.4%），归母净利润1.03亿元（同比-13.1%，环比-20.0%）。

经营规模快速扩张，产品利润暂时承压等待修复：公司营收增长由于产品销售大幅增长，但产品价格下跌利润缩窄拖累了盈利水平。2022年公司改性材料、复合材料板块营收占比分别为56.7%、14.9%，营收同比增长27.5%、18.2%；绿色石化材料、明胶胶原蛋白板块营收占比分别为8.92%、4.87%，营收增速皆达到170%以上，成为增长最快的板块。改性材料、复合材料销量分别为65.6万吨、17.4万吨，同比增长53.2%、33.0%。综合毛利率13.1%，同比下滑1.7pct，2023Q1毛利率10.3%，虽然原材料价格下降，但产品价格也随之下滑导致毛利率降低。公司研发实力强劲，改性PMMA、PA66、PA6、PBT等材料研发、市场推广、量产等步骤正有序推进。

各板块稳步发展，多领域取得实质进展：据公告，2022年公司绿色石化材料板块，浙江一塑100万吨聚苯乙烯PS项目一期60万吨已初步实现投产，二期正在稳步推进实施中；江苏国恒20万吨聚丙烯PP目前已实现全面投产；新设日照国恩化学目前具备年产12万吨可发性聚苯乙烯EPS，未来计划进一步扩产。有机高分子改性材料板块，汽车领域深化与新能源电池头部企业及比亚迪为代表的重点客户的合作，2023年计划重点完成锂电池隔膜用聚烯烃改性材料的开发与推广；家电领域在黑电、白电、小家电及电动工具等客户业务量显著提升，持续推进与海信、TCL、京东方等战略客户业务增长，开发格兰仕、惠而浦等客户并已形成批量供货；光显材料领域海外订单占比不断提高，创新推出多种扩散板材料，完成三百余款产品的开发和量产，奠定了光学显示材料领域的领先地位；体育草坪及草丝产品出口比重不断增加，重点开拓拉美市场，新增多种高性能草坪产品；熔喷材料领域新增健康领域头部客户40余家，完成低阻儿童口罩材料的开发，并在工业过滤领域深度布局。有机高分子复合材料板块，重点开发HP-RTM预成型、注胶、激光切割、气密性检查等相关工艺在新能源复合材料巧克力超薄电池包的应用，目前已与新能源动力电池领域头部企业建立战略合作，后续计划在汽车结构件领域开拓碳纤维复合制品的研发和生产；切入吉利汽车供应链，提供高强度、免喷涂复合材料皮卡后斗等部件产品，也是国内首款新能源电动皮卡项目。大健康板块，明胶、胶原蛋白系列产品销售收入分别同比增长14.6%、58.9%，实现了药典二部明胶的销售，空心胶囊扩产项目在建。

投资建议：预计公司2023年-2025年的净利润分别为8亿、10亿、11亿元，对应PE 8.4、6.7、6.1倍，维持买入-A评级。给予23年10倍PE，对应目标价29.55元。

风险提示：产品需求不及预期、产品及原料价格波动等。

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

29.55元

股价(2023-04-26)

24.85元

交易数据

总市值(百万元)	6,740.56
流通市值(百万元)	4,392.18
总股本(百万股)	271.25
流通股本(百万股)	176.75
12个月价格区间	20.55/36.3元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.0	-13.3	16.3
绝对收益	-11.7	-18.6	20.9

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

乔璐

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100001

qiaolu@essence.com.cn

相关报告

成本有望回落，业务规模持续扩张 2022-10-25

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	9,766.0	13,406.4	18,098.7	21,718.4	24,976.2
净利润	642.9	663.1	801.9	1,010.5	1,108.5
每股收益(元)	2.37	2.44	2.96	3.73	4.09
每股净资产(元)	12.81	15.01	17.96	21.69	25.78

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	10.5	10.2	8.4	6.7	6.1
市净率(倍)	1.9	1.7	1.4	1.1	1.0
净利润率	6.6%	4.9%	4.4%	4.7%	4.4%
净资产收益率	18.5%	16.3%	16.5%	17.2%	15.9%
股息收益率	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	22.3%	13.7%	13.8%	13.5%	15.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9,766.0	13,406.4	18,098.7	21,718.4	24,976.2	成长性					
减: 营业成本	8,325.2	11,645.6	15,979.3	19,112.2	22,016.5	营业收入增长率	36.0%	37.3%	35.0%	20.0%	15.0%
营业税费	27.3	42.3	54.3	65.2	74.9	营业利润增长率	-12.7%	4.3%	23.1%	26.9%	11.2%
销售费用	64.7	91.0	126.7	152.0	174.8	净利润增长率	-12.0%	3.1%	20.9%	26.0%	9.7%
管理费用	124.3	188.8	235.3	282.3	349.7	EBITDA 增长率	6.3%	16.7%	-7.5%	22.3%	9.3%
研发费用	280.7	386.4	517.6	651.6	749.3	EBIT 增长率	2.8%	12.7%	-12.0%	24.0%	9.3%
财务费用	55.2	88.3	125.5	127.6	116.1	NOPLAT 增长率	-8.8%	13.7%	17.9%	24.0%	9.3%
资产减值损失	-149.1	-182.5	100.0	110.0	140.0	投资资本增长率	84.2%	17.0%	26.8%	-2.6%	18.1%
加: 公允价值变动收益	0.3	-0.8	-0.2	0.4	-0.2	净资产增长率	61.4%	13.8%	14.1%	15.7%	15.1%
投资和汇兑收益	-1.3	-3.2	-1.5	-2.0	-2.2						
营业利润	745.9	778.2	958.3	1,215.9	1,352.5	利润率					
加: 营业外净收支	-3.2	5.4	-0.5	0.6	-3.5	毛利率	14.8%	13.1%	11.7%	12.0%	11.9%
利润总额	742.7	783.6	957.8	1,216.4	1,349.0	营业利润率	7.6%	5.8%	5.3%	5.6%	5.4%
减: 所得税	90.5	60.2	124.5	158.1	175.4	净利润率	6.6%	4.9%	4.4%	4.7%	4.4%
净利润	642.9	663.1	801.9	1,010.5	1,108.5	EBITDA/营业收入	12.6%	10.7%	7.3%	7.5%	7.1%
						EBIT/营业收入	11.2%	9.2%	6.0%	6.2%	5.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	60	58	47	43	39
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	83	73	75	76	76
货币资金	1,148.5	1,986.0	1,447.9	1,737.5	1,998.1	流动资产周转天数	188	197	186	177	178
交易性金融资产	2.0	1.2	1.1	1.4	1.3	应收帐款周转天数	45	41	40	40	40
应收帐款	1,385.0	1,686.7	2,335.2	2,491.1	3,059.2	存货周转天数	61	59	66	63	63
应收票据	597.0	541.5	1,077.3	872.4	1,326.6	总资产周转天数	283	304	273	249	240
预付帐款	905.7	1,499.4	1,068.5	2,251.0	1,718.7	投资资本周转天数	166	170	154	141	132
存货	1,983.7	2,432.5	4,178.7	3,418.3	5,318.2						
其他流动资产	217.4	286.6	206.6	236.9	243.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	18.5%	16.3%	16.5%	17.2%	15.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.6%	5.7%	5.7%	6.9%	6.6%
长期股权投资	29.3	22.7	22.7	22.7	22.7	ROIC	22.3%	13.7%	13.8%	13.5%	15.2%
投资性房地产	5.6	22.3	22.3	22.3	22.3	费用率					
固定资产	2,075.4	2,211.7	2,515.9	2,671.6	2,694.4	销售费用率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
在建工程	286.7	803.1	526.6	413.3	306.6	管理费用率	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%
无形资产	717.5	733.5	714.5	695.4	676.4	研发费用率	2.9%	2.9%	2.9%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	555.0	525.9	531.5	525.9	521.5	财务费用率	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%
资产总额	9,908.9	12,753.1	14,648.7	15,359.8	17,909.2	四费/营业收入	5.4%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
短期债务	1,001.9	1,166.3	2,040.0	2,167.7	2,283.7	偿债能力					
应付帐款	592.5	854.5	1,396.1	1,356.3	1,626.7	资产负债率	47.7%	53.7%	54.0%	49.3%	49.9%
应付票据	1,414.2	2,300.2	2,427.9	3,037.9	3,573.1	负债权益比	91.0%	116.1%	117.5%	97.1%	99.8%
其他流动负债	724.8	929.8	324.4	380.8	352.4	流动比率	1.67	1.61	1.67	1.59	1.74
长期借款	796.6	1,397.5	1,566.9	440.1	925.0	速动比率	1.14	1.14	0.99	1.09	1.07
其他非流动负债	192.1	203.4	159.6	185.0	182.7	利息保障倍数	19.78	13.94	8.64	10.53	12.65
负债总额	4,722.2	6,851.8	7,915.0	7,567.8	8,943.6	分红指标					
少数股东权益	1,710.7	1,829.3	1,860.7	1,908.5	1,973.5	DPS(元)	0.25	-	-	-	-
股本	271.3	271.3	271.3	271.3	271.3	分红比率	10.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	3,204.7	3,799.9	4,601.7	5,612.3	6,720.8	股息收益率	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	5,186.7	5,901.4	6,733.7	7,792.0	8,965.6						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	652.3	723.4	801.9	1,010.5	1,108.5
						加: 折旧和摊销	144.8	210.7	241.4	276.7	302.9
						资产减值准备	159.3	220.3	-	-	-
						公允价值变动损失	0.3	0.8	-0.2	0.4	-0.2
						财务费用	57.1	93.2	125.5	127.6	116.1
						投资收益	1.3	2.0	1.5	2.0	2.2
						少数股东损益	9.3	60.3	31.4	47.8	65.0
						营运资金的变动	-133.0	-1,047.2	-1,823.1	255.1	-1,619.0
						经营活动产生现金流量	528.0	359.2	-621.6	1,720.1	-24.5
						投资活动产生现金流量	-1,021.5	-831.7	-255.3	-303.8	-199.8
						融资活动产生现金流量	824.3	909.4	338.8	-1,126.8	484.9
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	2.37	2.44	2.96	3.73	4.09
						BVPS(元)	12.81	15.01	17.96	21.69	25.78
						PE(X)	10.5	10.2	8.4	6.7	6.1
						PB(X)	1.9	1.7	1.4	1.1	1.0
						P/FCF	-7.2	8.9	-12.1	28.4	35.7
						P/S	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3
						EV/EBITDA	7.6	7.4	7.9	5.7	5.5
						CAGR(%)	17.5%	17.5%	3.9%	17.5%	17.5%
						PEG	0.6	0.6	2.1	0.4	0.3
						ROIC/WACC	2.7	1.7	1.7	1.6	1.8
						REP	0.6	0.9	0.7	0.7	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，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。

目 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。

目 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。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

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