

2018年07月03日

国恩股份 (002768.SZ)

复合材料成为新增长极，成长有望加速

■ **借力下游行业春风，深入布局主业稳增长。**根据 wind，17 年空调增速超 20%，受益于行业发展及自己优势，公司改性塑料主业去年增 49%，且 17 年 8 亿元营收增长中 60% 来源于前 5 大客户，家电下游寡头属性强，大客户高认可度有望带来公司持续高增长。目前公司海尔、海信等原有大客户业务稳定增长，新客户方面又进入格力供应系统，同时发力小家电，批量推广 PC/ABS、耐热免喷涂 ABS 等新品。我们认为公司深度布局下，主业仍望维持高增长。

■ **战略布局高分子复合材料，房车及模块化建筑是“风口”。**根据公告，公司全面发挥现有技术工艺优势，引进海外高分子复合材料生产技术，推出 SMC 和连续纤维热塑复合材料，新建产能 4 万吨，大力推广下游如新能源车电池盒专用材料、汽车充电桩专用片材等，并批量供货世界知名孵化器商 hatchtech 专用箱。同时公司大力布局房车、模块化房屋，二者均为蓝海市场，处于快速增长前夜，公司前瞻布局正迎“风口”。先进高分子复合材料项目也成为山东首批 450 个新旧动能转换项目之一。

■ **人造草坪 300 亿市场，FIFA 认证望助力扩张。**国家发改委 16 年出台足球发展规划，2020 年前要改造新建 6 万块球场，预期 300 亿市场空间。公司具备粒子改性-草丝/草坪设计-产品制造-售后铺装全产业链优势，利好弯道超车。且据交流平台，公司望 18 年 10 月拿到 FIFA 认证，有利市场开拓。目前人造草坪产销两旺，据公告平度 1.68 亿工程将于 18 年 9 月完工，目前正布局新产能奠基进一步发展。

■ **投资建议：**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.22、1.67 和 2.23 元，维持买入-A 的投资评级，目标价 35 元。

■ **风险提示：**原材料价格大幅波动；下游需求不及预期。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	1,282.8	2,046.9	3,438.8	4,436.1	5,722.6
净利润	130.9	203.1	330.6	452.6	605.9
每股收益(元)	0.48	0.75	1.22	1.67	2.23
每股净资产(元)	3.06	3.72	4.82	6.18	8.01

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	57.8	37.3	22.9	16.7	12.5
市净率(倍)	9.1	7.5	5.8	4.5	3.5
净利润率	10.2%	9.9%	9.6%	10.2%	10.6%
净资产收益率	15.8%	20.1%	25.3%	27.0%	27.9%
股息收益率	0.3%	0.5%	0.8%	1.1%	1.5%
ROIC	23.0%	25.7%	29.5%	26.3%	29.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

其他化学制品

投资评级 **买入-A**

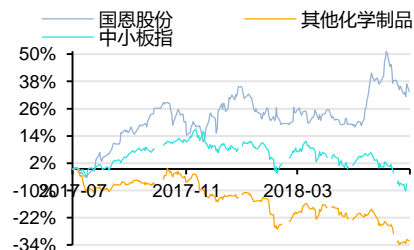
维持评级

6 个月目标价：**35 元**
股价 (2018-07-02) **27.90 元**

交易数据

总市值(百万元)	7,567.88
流通市值(百万元)	2,427.30
总股本(百万股)	271.25
流通股本(百万股)	87.00
12 个月价格区间	20.15/31.58 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.62	24.64	43.16
绝对收益	-5.35	8.6	33.58

张汪强

分析师

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

袁善宸

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040004
yuansc1@essence.com.cn
021-35082778

姬静远

报告联系人

jjy@essence.com.cn
021-35082366

相关报告

国恩股份：国际足联认证年内有望通过，草坪业务放量将加速/张汪强	2018-05-25
国恩股份：业务全面发展，促业绩稳定增长/袁善宸	2018-04-26
国恩股份：业绩符合预期，预计 18 年延续高增长/袁善宸	2018-03-26
国恩股份：草坪项目取得大单，成长有望加速/袁善宸	2018-02-09

国恩股份：业绩保持高速增长

内容目录

1. 公司上市以来维持快速稳定增长.....	4
2. 公司股权集中.....	5
3. 改性塑料行业——好赛道	6
3.1. 公司处于产业链中下游.....	6
3.1.1. 改性塑料是千亿市场	7
3.1.2. 改性塑料是个高增长市场.....	7
3.1.3. 客户集中度高，黏性大.....	10
3.1.4. 多点布局，实现高增长.....	11
4. 从改性塑料到复合材料，更高壁垒更快成长	12
4.1.1. 复合材料是未来的发展方向	12
4.1.2. 改性塑料到复合材料一脉相承.....	13
4.1.3. 公司工艺具备独到优势.....	13
4.1.4. 房车和装配式建筑是蓝海市场.....	14
5. 人工草坪-借力体育事业高速发展风口	19
6. 投资建议.....	20

图表目录

图 1: 公司改性塑料粒子.....	4
图 2: 改性塑料粒子进一步加工制品.....	4
图 3: 营业收入高增长.....	4
图 4: 归母净利润高增长.....	4
图 5: 改性塑料是公司 2017 年主要收入来源	5
图 6: 改性塑料是公司 2017 年主要利润来源	5
图 7: 公司毛利率净利润率保持稳定.....	5
图 8: 公司期间费用率保持相对稳定.....	5
图 9: 股权结构较为集中	6
图 10: 改性塑料处于产业链中下游	7
图 11: 聚乙烯过去 5 年复合增速在 5.36%	7
图 12: 不同类型的改性塑料在家电领域尚有巨大潜力	9
图 13: 总体家电产量依然保持相对高位	9
图 14: 汽车产量依然保持增长.....	10
图 15: 公司前五大客户收入占比较高.....	11
图 16: 公司区域扩张之路.....	11
图 17: 复合材料原理	12
图 18: SMC 汽车下游应用	12
图 19: 新能源汽车正处快式增长.....	12
图 20: SMC 业务和改性塑料业务模式具有共性.....	13
图 21: 公司 SMC 生产线.....	13
图 22: 公司液压机设备.....	14
图 23: 公司通过 3D 软件设计加工模板.....	14
图 24: 旅游人数依然高速增长.....	14

图 25: 房车极大的丰富了旅游场景	15
图 26: 房车提供了舒服的生活环境	15
图 27: 海外房车行业已经相当成熟	15
图 28: 中国房车销售正处于高增长期	15
图 29: 各地房车宿营地总量	15
图 30: 各地房车宿营地规划	15
图 31: 房车行业新玩家暴增 侧面验证行业潜力	16
图 32: 公司概念级产品“小水滴”	17
图 33: 新西兰进口的中国模块化房屋	17
图 34: 公司模块化建筑样本之北京旅游站	18
图 35: 公司模块化房屋之阳光房	19
图 36: 公司模块化房屋之休息接待室	19
表 1: 家电改性塑料的六大方向	8
表 2: 房车旅游的优点	15

1. 公司上市以来维持快速稳定增长

“改性塑料生产企业就像烹饪大师,将相同的原料做成不同的菜,满足不同客户的个性化需求。”

国恩股份全称青岛国恩科技股份有限公司,成立于2000年,2011年整体变更为股份公司。公司主营业务为改性塑料粒子及深加工后的各种改性塑料制品的研发,生产及销售。公司凭借其在改性塑料领域内多年积累的研发和生产经验以及对行业和产品的深刻理解,与下游家电、汽车厂商建立了长期良好的合作关系,为其提供家电零部件和汽车零部件专用料包括研发,生产,销售,测试及物流配送等在内的综合服务。

图 1: 公司改性塑料粒子



资料来源: wind

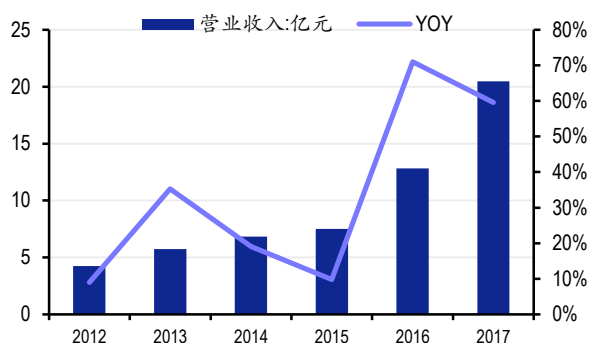
图 2: 改性塑料粒子进一步加工制品



资料来源: wind

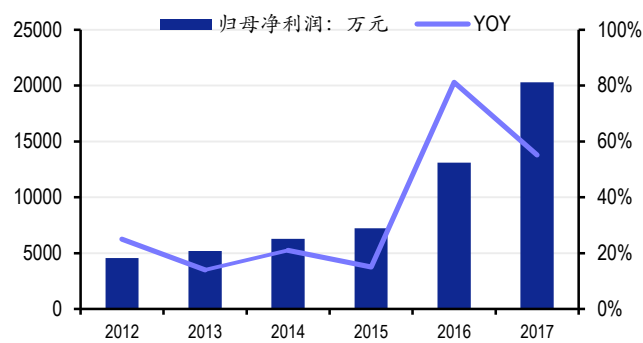
国恩股份上市以来营业收入快速增长,近5年收入累计增长383%。2017年收入达到20.47亿元,同比增速60%。归母净利润2017年达到2.03亿,较2012年增长341%,较2016年同比增速55%。

图 3: 营业收入高增长



资料来源: wind

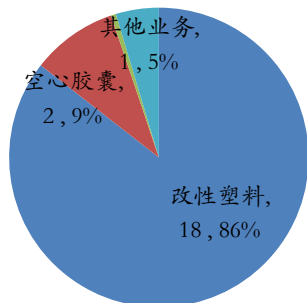
图 4: 归母净利润高增长



资料来源: wind

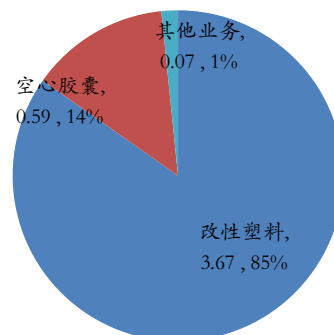
公司主要收入利润来源于改性塑料。公司主要收入来源于改性塑料,2017年公司改性塑料收入18个亿,占比达86%。改性塑料毛利为3.67个亿,占比为85%。改性塑料作为公司主要业务,是公司收入和业务第一大来源。

图 5：改性塑料是公司 2017 年主要收入来源



资料来源：wind

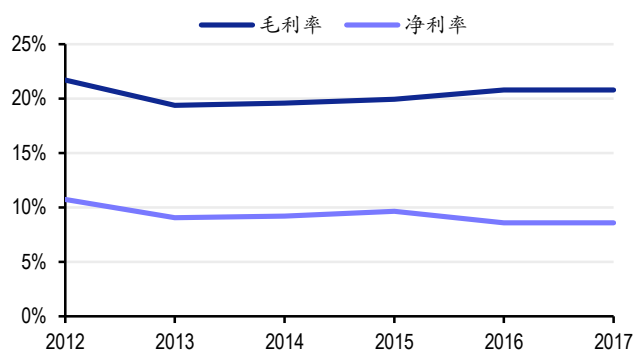
图 6：改性塑料是公司 2017 年主要利润来源



资料来源：wind

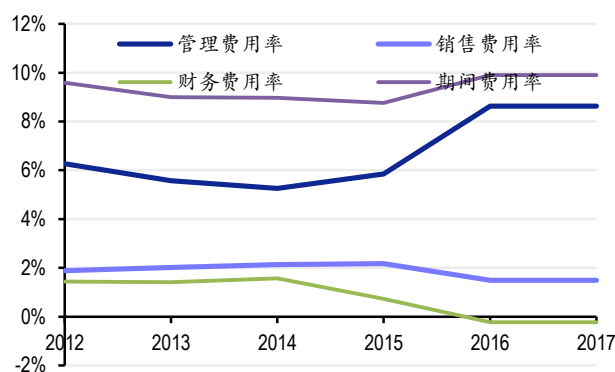
公司毛利率净利率均保持稳定。公司改性塑料业务因为上游原料成本信息比较透明，下游大多是大客户，公司业务需要跟下游大客户在设计，研发，测试，制造端紧密合作，因此带有“定制”性质。因此公司在收入稳定增长同时，利润水平和三费一直保持在稳定状态。2012年-2017年毛利率水平分别为 21.7%，19.4%，19.6%，19.9%，20.8%，20.8%；毛利率非常稳定。净利率分别为 10.7%，9.0%，9.2%，9.6%，8.6%，8.6%。期间费用率分别为 9.0%，9.0%，8.8%，9.9%，9.9%。基本稳定。

图 7：公司毛利率净利率保持稳定



资料来源：wind

图 8：公司期间费用率保持相对稳定

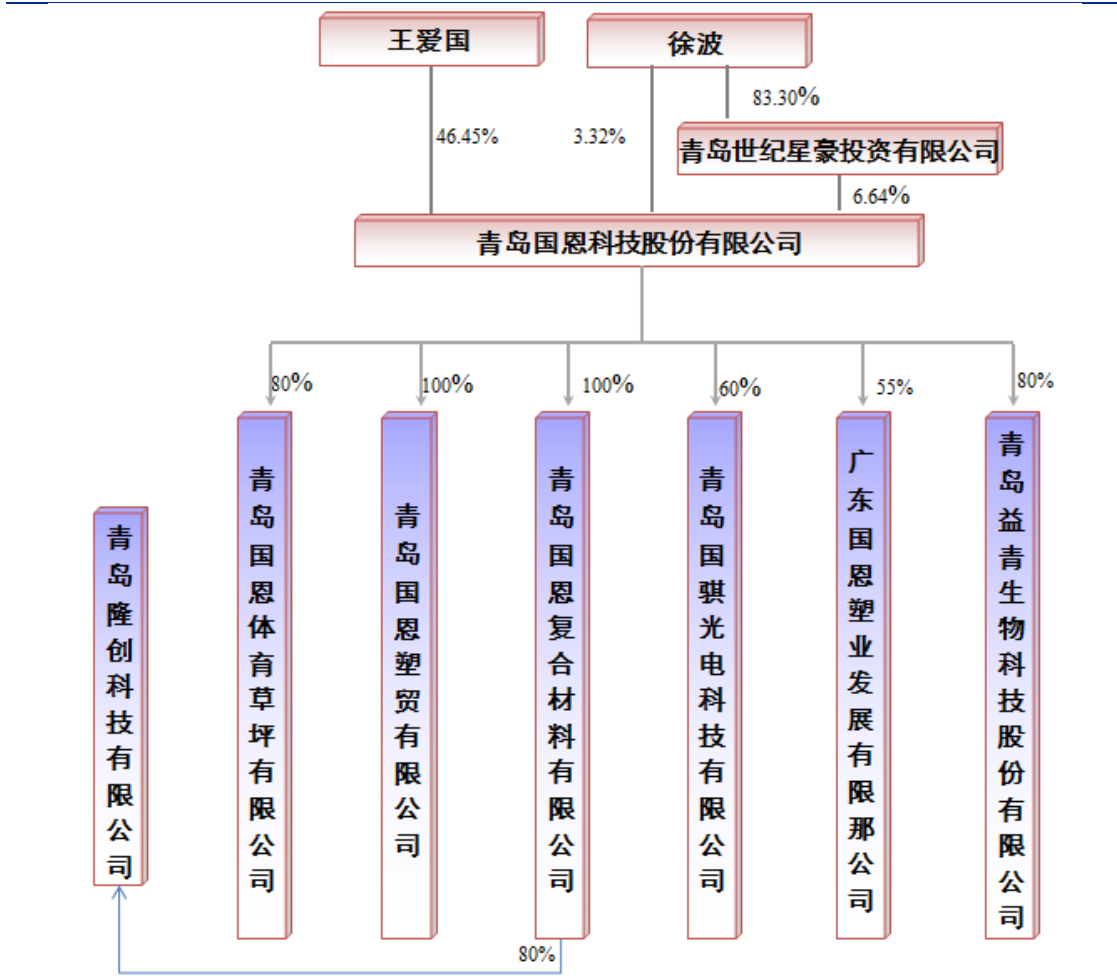


资料来源：wind

2. 公司股权集中

公司实际控制人为王爱国，徐波夫妇，王爱国直接控制了 46.45%的股权，徐波直接控制了 3.32%股权，徐波通过世纪星豪控制了 6.64%的股权。两人共同控制了公司 56.41%的股权。公司股权集中度高，有利于公司治理。

图 9：股权结构较为集中



资料来源：wind

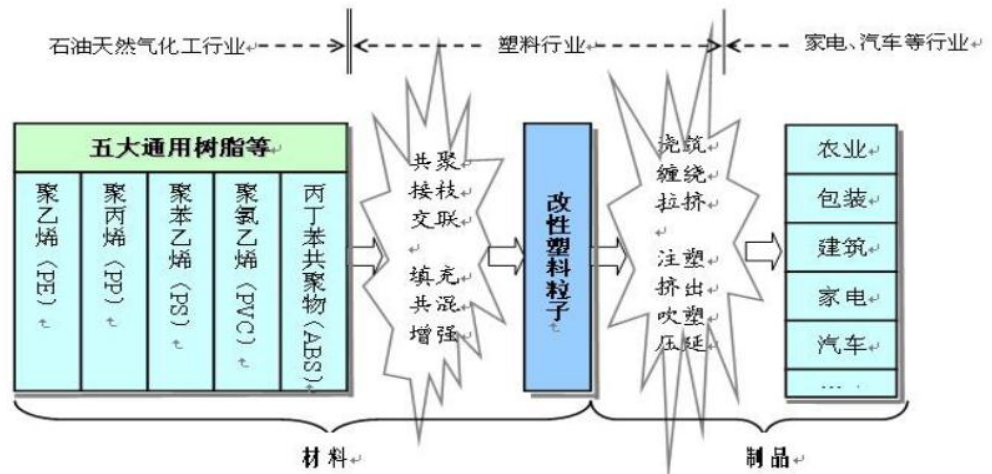
3. 改性塑料行业——好赛道

3.1. 公司处于产业链中下游

公司改性塑料原料是聚乙烯，聚丙烯，聚苯乙烯等普通塑料树脂，属于石油石化行业，下游是家电，汽车，电子等需要改性塑料企业提供综合性配套服务的消费行业。因此，改性塑料行业在产业链中处于偏中下游。

塑料改性是指通过物理的、化学或二者兼具办法使材料能向人们所预期的方向发生变化，或者使成本显著降低，或者赋予塑料材料以全新的功能，公司通过树脂添加改性剂，色母和功能母粒等助剂生产出用于家用电器，汽车，电子电气，电动工具等下游行业的改性塑料粒子，并将部分改性塑料粒子进一步加工为家电，汽车等零部件的改性塑料制品。

图 10: 改性塑料处于产业链中下游



资料来源: wind

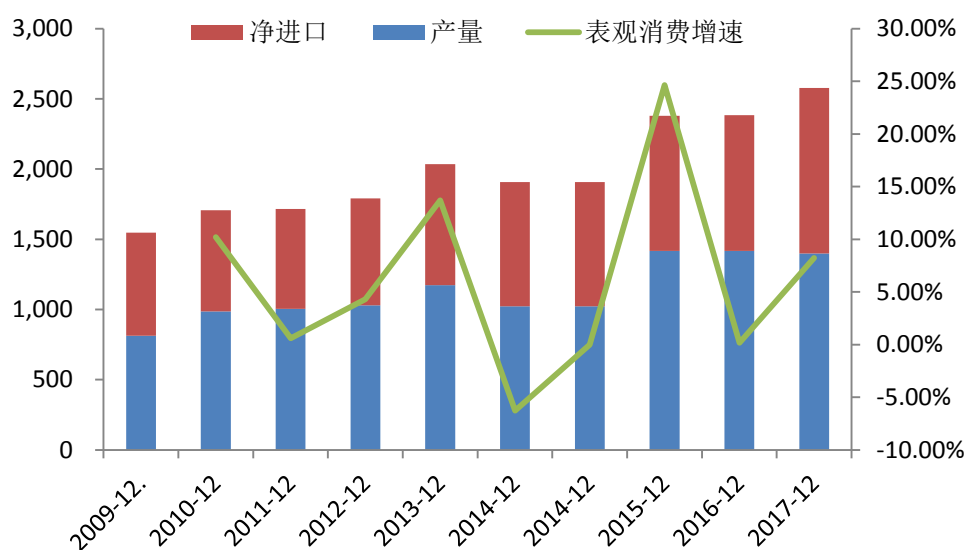
3.1.1. 改性塑料是千亿市场

改性塑料市场空间上千亿，1、家电市场需求 380 万吨，400 亿元。根据 wind，2017 年电视，空调，洗衣机，冰箱产量分别为 1.72 亿台，1.8 亿台，0.75 亿台，0.87 亿台，按照单台改性塑料用量分别为 6 公斤，2.5 公斤，10 公斤，19 公斤测算，家电用改性塑料预计在 380 万吨左右。根据几家上市公司披露数据，单吨基本万元以上，预计市场空间在 400 亿人民币左右。2、汽车市场需求 500 万吨，500 亿市场。汽车轿车单车用量 130 公斤-160 公斤，去年汽车产量近 3000 万台，考虑到卡车等重型车辆，汽车市场基本在接近 500 万吨。根据塑料工业协会数据，基本改性塑料市场 80%是家电和汽车，全部改性塑料市场预计在千亿元以上。

3.1.2. 改性塑料是个高增长市场

塑料行业本身拥有高而稳定的需求增速。塑料树脂自被发明以来，伴随人类社会的发展，拥有了非常广泛的下游用途。全球塑料需求增速一直高于全球 GDP 增速。截止目前，塑料行业依然拥有非常高的增速。例如聚乙烯本身国内过去 5 年下游需求复合增速为 5.36%。

图 11: 聚乙烯过去 5 年复合增速在 5.36%



资料来源: wind

改性塑料增速高于塑料行业增速

1、渗透率提高

改性塑料能够提供更好的家电解决方案。改性塑料在家电轻薄化，色彩免喷涂；高阻燃抗静电；代玻代钢，抗菌抗霉变，降低成本方面具备极强的潜力，能够提供更好的解决方案。随着未来家电性能的提高，改性塑料的渗透率将进一步上升。根据 cnki，改性塑料需求增速有望超出家电行业增速 4 个百分点。

汽车轻量化驱动市场增长。根据知网，1990 年全球汽车市场单车塑料用量是 20 公斤，2008 年是 80 公斤，目前是 130-160 公斤。2016 年 10 月，中国汽车工程学会发布《节能与新能源汽车技术路线图》，要求 2020 年，2025 年，2030 年，整车质量需比 2015 年分别减重 10%，20%，35%。根据行业协会预测，未来单车塑料用量可能达到 300 公斤，汽车市场还有极大的渗透空间。

表 1：家电改性塑料的六大方向

外观色彩解决方案	鲜艳，高光，耐刮擦材料 免喷涂获得金属色 水晶流彩大理石效果
安全材料模块解决方案	高阻燃材料 抗静电，高漏电起痕
轻量化材料模块解决方案	以塑代钢，高透明高刚性 以塑代钢，高强度，高硬尺寸
健康材料模块解决方案	抗菌抗霉变材料 无毒环保材料 环保吸附材料
低成本材料模块解决方案	新型廉价功能材料 强度不变，降低用量 产业链整合
低碳材料	新型低碳功能材料 节能降噪材料

资料来源：cnki

图 12：不同类型的改性塑料在家电领域尚有巨大潜力

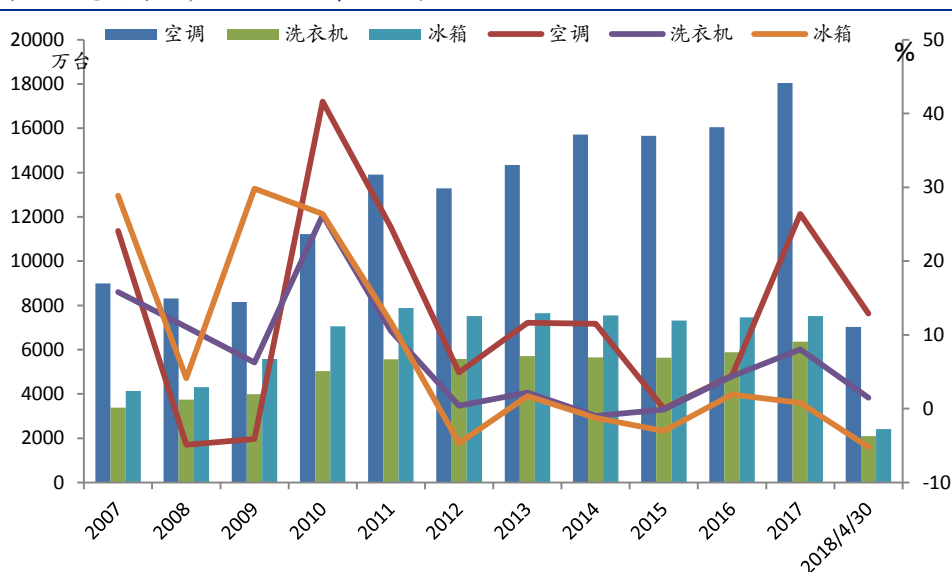


资料来源：cnki

2、家电，汽车市场依然有较大的增速

中国家电产量增速依然相对高位。中国家电 2018 年前四个月中，空调产量同比增速 12.9%，洗衣机产量增速为 1.47%，冰箱产量增速为-5.18%，去年同期为 17.6%，7.32%，0.62%。去年底为 26%，8%，0.78%。冰箱产量增速虽有下滑，但依然保持相对高位，家电行业增长预期无虞。

图 13：总体家电产量依然保持相对高位

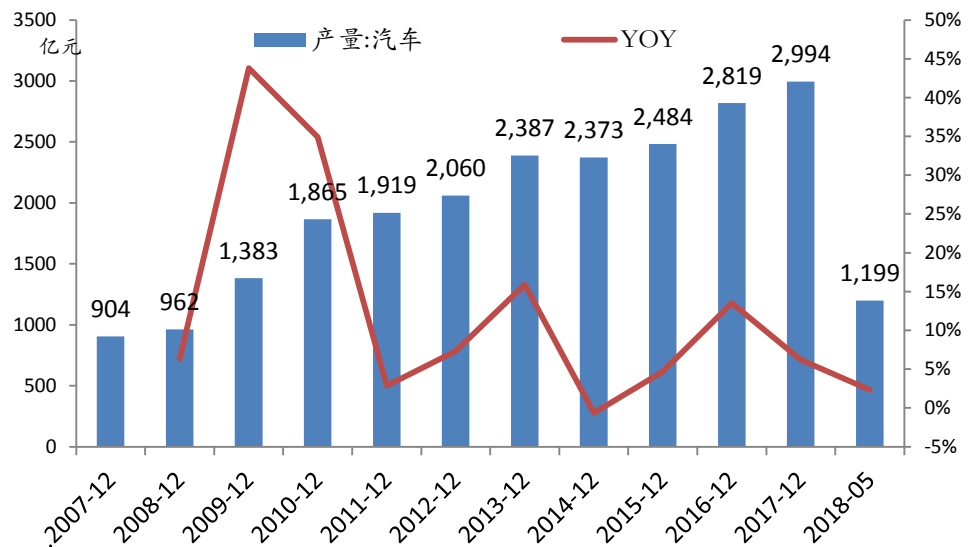


资料来源：wind

智能家电增速越来越高，IH 电饭煲、智能坐便器、净水器、空气净化器、新风系统等健康家电蓬勃发展，增长速度是传统家电增速的 3-5 倍。

汽车产量依然保持较高增长。中国汽车行业2018年前5个月产量为1199万辆,同比增2.3%。汽车依然保持稳定增长,有利于带动改性塑料行业增长。

图 14: 汽车产量依然保持增长



资料来源: wind

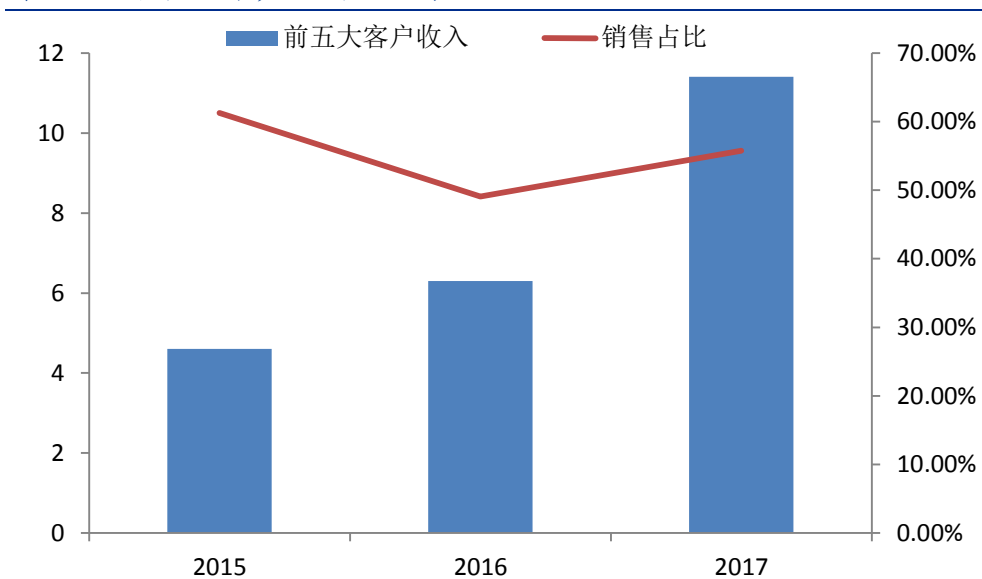
总的来看, 改性塑料行业有望从渗透率和下游行业增长两个维度实现“双击”。

3.1.3. 客户集中度高, 黏性大

客户集中度高, 黏性大。公司下游客户主要是家电, 家电企业在中国高度集中, 因此公司客户集中度高。本行业产品生产具备多品种, 多批次, 大批量, 非标准化等特点, 公司需要为客户提供贴身便利的服务, 从产品的设计到开发, 模具制造, 样机, 检测, 试产, 量产整个周期中都需要改性塑料制造商深度参与。其次, 改性塑料制品需要在客户工厂的一定半径内设厂, 以就近供货。同样, 当与下游客户建立较为紧密的关系后, 下游客户将与其达成长期稳定的合作关系, 不会轻易改变供应商系统来破坏供应链, **因此行业黏性较高。**

大客户带动公司高成长。由于客户关系天然黏性, 高集中度, 公司一旦突破一名大客户, 可以连续获得公司订单, 实现快速的成长。2015-2017年, 公司前5名客户收入分别为4.6亿元, 6.3亿元, 11.41亿元, 占总销售收入比分别为61%, 49%, 55%。

图 15: 公司前五大客户收入占比较高

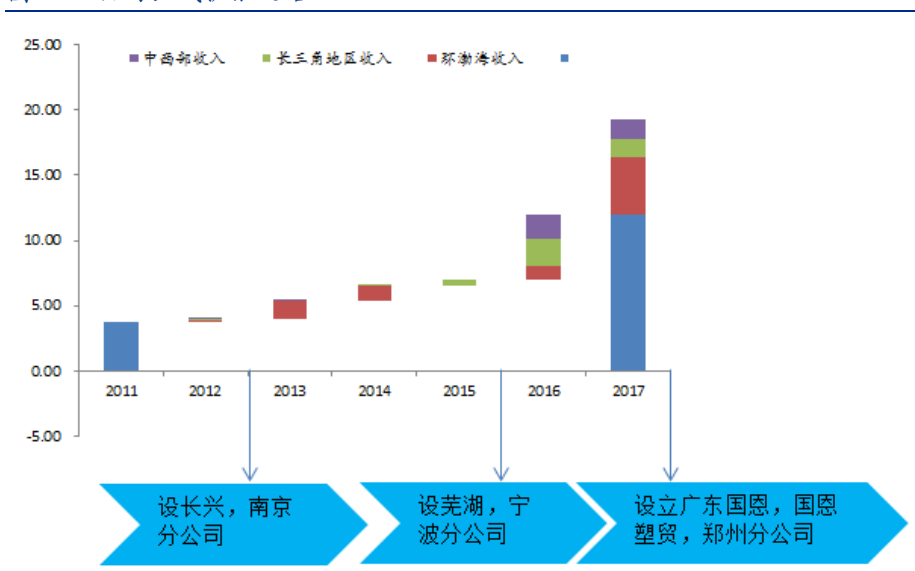


资料来源: wind

3.1.4. 多点布局，实现高增长

多点布局贴身服务，实现高成长。公司一直在多地布局分公司，开拓区域客户，公司先后布局芜湖，宁波分公司，筹划邯郸分公司，最近设立郑州分公司。2018 年初公司投资设立广东国恩和国恩塑贸，布局华南市场，拓展业务发展领域，主要面向家电多媒体，消费电子，汽车等领域，为其提供全方位配套服务。同时立足长三角汽车市场，加快以上海为中心的长三角布局，以青岛本部为中心，向华北市场辐射，实现华北地区家电，汽车，消费电子，投资设立国骥光电，光电业务全面铺开。公司在全国多点布局，实现新区域客户的贴身服务，拓展新销售额，预期将会带来较大的业务增长。

图 16: 公司区域扩张之路



资料来源: wind

总的来说，塑料行业增速超 GDP，公司改性塑料行业渗透率不断提高。公司下游客户关系良好，核心客户群数量增长，单客户带来收入迅猛增长，公司质地优越。随着公司不断扩大全国布局，可以期待公司主业将继续保持高增长。

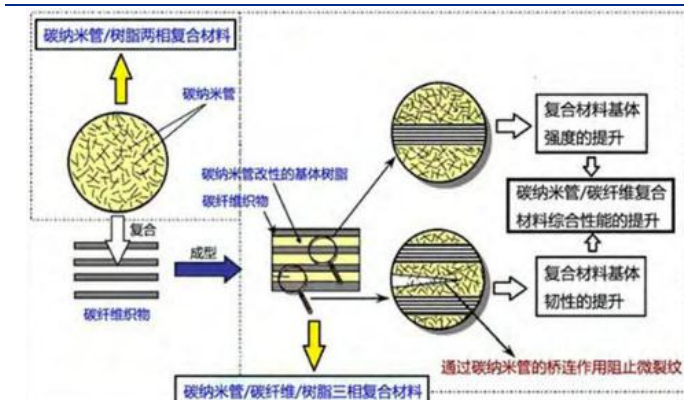
4. 从改性塑料到复合材料，更高壁垒更快成长

4.1.1. 复合材料是未来的发展方向

复合材料是指由两种或者两种以上的单一材料构成的混合材料，具备性能优越的良好优势。可以克服单一材料的缺陷与不足，极大地发挥各种单一材料的优点。同时复合材料还具有强度高，重量轻，耐化学腐蚀等特征，取代金属合金与木材是大势所趋。未来在汽车，航天，医疗，土木建筑，风能，模块房屋等各个领域用途将越来越广。

SMC 具备广泛的下游应用场景。 SMC 是片状模塑料的简称，是一种由不饱和聚酯树脂，低收缩添加剂，固化剂，内脱模剂，填料等预先混合成糊状，在加入增稠剂，色浆等混合均匀后，对短切玻璃纤维进行充分浸渍形成的片状玻璃钢模压片材，经加热稠化后可热压成各种制品。20 世纪 60 年代首先出现在德国拜耳，后美国，日本相继发展。SMC 由于具有重量轻，强度高，耐腐蚀，成本低，适用于高精度，结构复杂，规模化生产，可实现机械化，自动化等特点，因此，在汽车，建筑，化工，电子等行业广泛应用。例如在汽车行业，采用 SMC 汽车零件约有 400 多种，主要有保险杠，翼子板，面罩，轮眉，前围护板，脚踏板，导流罩等。SMC 满足汽车轻量化，环保节能要求，是汽车以塑代钢的理想材料。

图 17：复合材料原理



资料来源：cnki

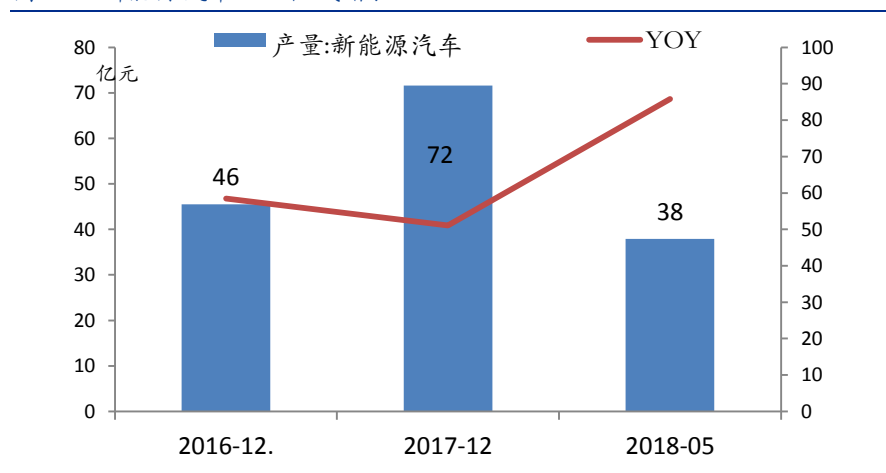
图 18：SMC 汽车下游应用



资料来源：cnki

新能源“风口”，SMC 复材潜力大。 高分子复合材料是新能源汽车电池盒专用片材、汽车充电桩专用片材的良好材料。新能源车在中国处于高增长期，2018 年前 5 个月中国新能源车 39.5 万辆，同比增长 85.8%。伴随着新能源车行业在中国的快速发展，充电桩和新能源汽车电池盒专用片材需求也有望迎来快速增长。

图 19：新能源汽车正处快式增长



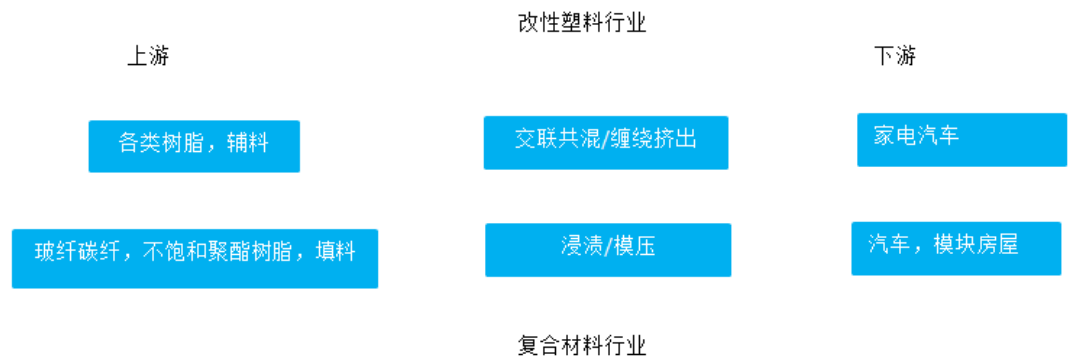
资料来源：wind

开局顺利，复合材料已接到多个领域下游订单。根据公告，自主研发的 FRP 板材已批量应用到自主开发的房车、被动式模块房等产品中，并获得了世界知名微气候孵化器生产商 hatchtech 的孵化器专用箱板的供货资质，实现批量供货。公司和特锐德签署战略合作协议，开展箱式变电站和充电桩非金属材料、结构、防护以及环控系统等领域的合作，特锐德将以合理的市场价格指定国恩股份为上述领域唯一供应商。

4.1.2. 改性塑料到复合材料一脉相承

复合材料是公司原有业务的顺利延展。改性塑料行业是购买基础树脂、各种辅料，通过自身的独特配方及加工工艺，完成基础材料母粒制造，再制成品，下游主要是家电及汽车。SMC 复合材料同样是购入玻纤/碳纤，树脂等各种原料，通过自身独到工艺，加工成为各种板片材，塑模制品，下游依然是汽车，模块化房屋等领域。公司从改性塑料到 SMC 复合材料，是公司原有改性塑料业务的升级延展。

图 20：SMC 业务和改性塑料业务模式具有共性



资料来源：cnki

4.1.3. 公司工艺具备独到优势

公司复合材料投资建设以现有工艺为基础，引进德国先进的复合材料生产技术，产品具有低密度，高性能，轻量化等优点，最大程度满足了节能减排，降低噪音，防腐，环保之需求，契合公司未来发展战略。公司复合材料项目有近 4 万吨高分子复合材料生产能力，新增 SMC 玻纤，碳纤，连续纤维增强热塑性材料等高品质复合材料及复合材料制品，根据公司项目测算，预期项目长期能够带来 10 亿元以上收入规模。2018 年 6 月，公司复合材料项目首批入选山东省“新旧动能转换项目”。

图 21：公司 SMC 生产线



资料来源：实地调研

图 22：公司液压机设备



资料来源：实地调研

图 23：公司通过 3D 软件设计加工模板



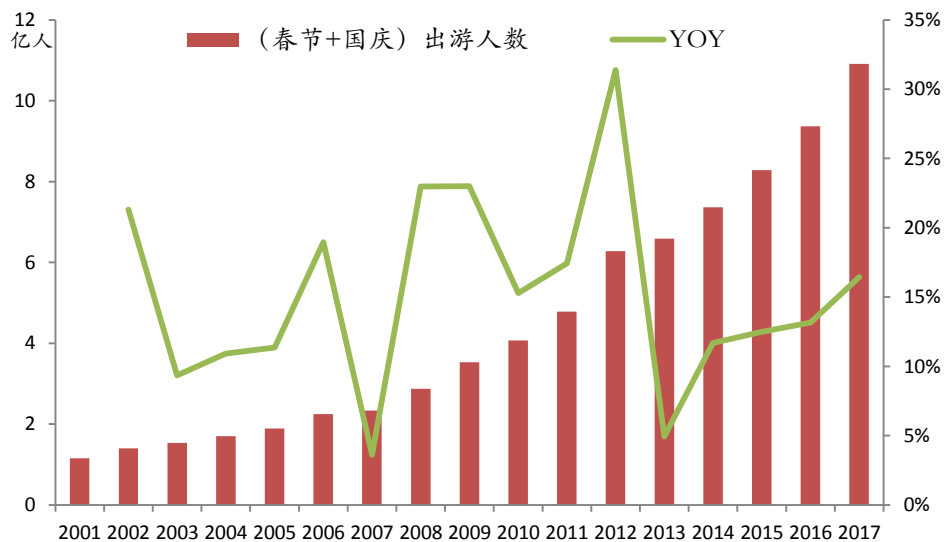
资料来源：实地调研

4.1.4. 房车和装配式建筑是蓝海市场

房车是公司复合材料下游应用的主要拓展方向，子公司国恩复材设立隆创科技，作为公司 SMC 和连续热塑材料的下游拓展公司。根据公司官网产品介绍，隆创科技目前主营的两个方向是房车和模块化房屋。

房车-供应创造需求，消费升级驱动。中国人民越来越富裕的当下，对生活质量的需求也越来越高，一个突出的表现为中国旅游行业的大发展，国庆春节出游人数从 2006 年前 2.3 亿人增至 2017 年 11 亿人。野外露营作为旅游升级的一种模式，在中国还处于兴起前夜，未来前景不可限量。

图 24：旅游人数依然高速增长



资料来源：cnki

房车旅游是未来一个很强的“风口”。在中国，旅游行业是一个朝阳行业，房车旅游是朝阳行业里面最耀眼的太阳。原因是房车旅游不仅可以实现“走到哪里黑，就在哪里歇”，还可以野外随处“露天电影”“露天 Party”，符合人们旅行本身所追求的“自由”“随性”。同时，房车旅游本身也是一种非常经济的方式，特别是在旅游旺季和旅游旺地，房车旅游可以有效

避开拥挤而昂贵的宾馆，提升体验的同时还能节省开支。

表 2：房车旅游的优点

房车旅游的优点	
1	房车极大的丰富了旅游场景，大幅提高旅游体验
2	低廉的价格
3	避开拥挤的宾馆

资料来源：安信证券研究中心

图 25：房车极大的丰富了旅游场景



资料来源：cnki

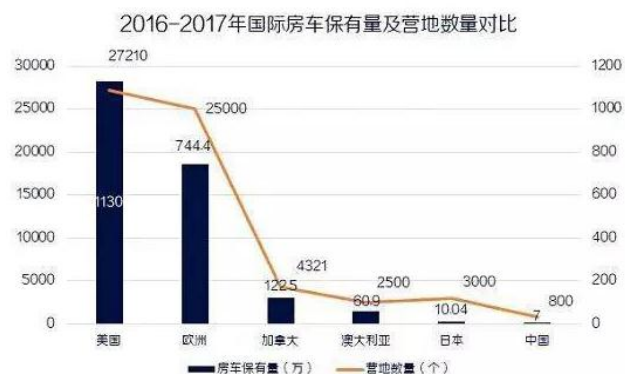
图 26：房车提供了舒服的生活环境



资料来源：cnki

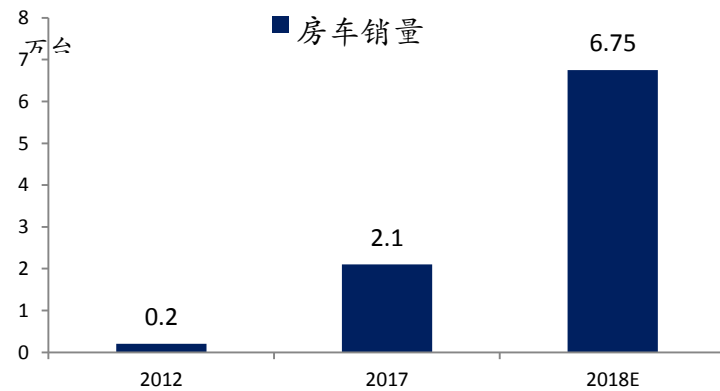
海外房车行业已经获得非常好的发展，国内房车行业正处于高增长期。海外国家房车行业已经获得非常成熟的发展，据统计，2016-2017 年美国房车保有量 1130 万量，房车营地 27000 多个，欧洲保有量超过 700 万辆，房车营地 25000 多个。对比之下，中国只有 7 万辆，房车营地 800 个。2017 年我国房车销量 2.1 万台，而 2012 年仅有 2000 台，预期 2018 年房车销量可能突破 67500 台。国内房车处于当之无愧的“高增长期”。

图 27：海外房车行业已经相当成熟



资料来源：cnki

图 28：中国房车销售正处于高增长期



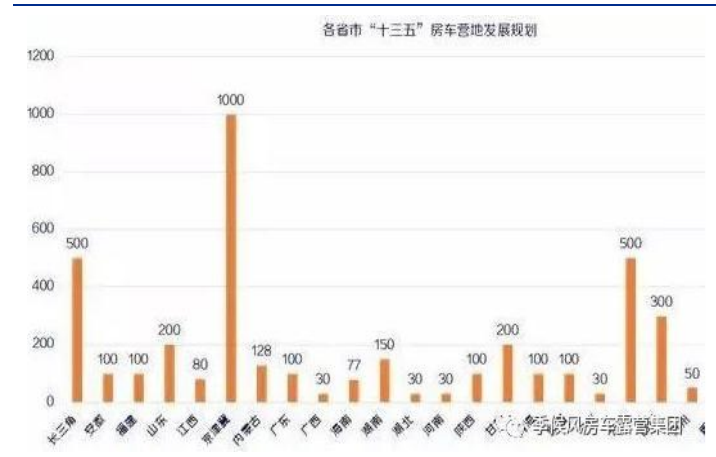
资料来源：cnki

图 29：各地房车宿营地总量

图 30：各地房车宿营地规划



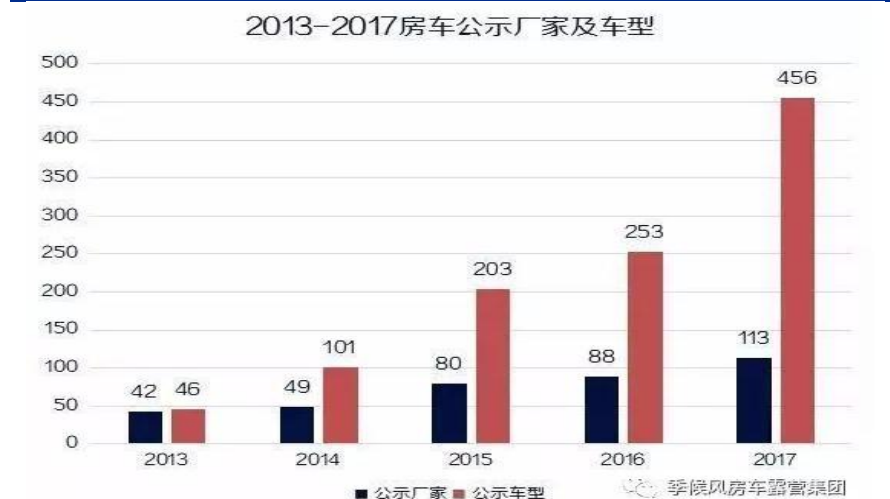
资料来源: cnki



资料来源: cnki

拖挂式“亲民房车”是良好切入点。房车市场正处于高增长期，行业新进入者越来越多，2017年，房车新披露厂家有113家，车型有456个，同比增速分别为28%和80%。在众多的参与者中，国恩股份主攻拖挂式房车，特点是价格亲民，10-30万款的轻型拖挂房车是拥抱未来市场的良好切入点。根据cnki统计，美国拖挂式房车占比70%，德国2017年6万量房车销售量中，大约近半是拖挂式房车。

图 31: 房车行业新玩家暴增 侧面验证行业潜力



资料来源: cnki

品牌打造，不负美好。国恩已经打造出了自己的房车品牌名片。在法国LEC展会上，国恩向世界展示了其全碳纤维材质的超轻豪华房车“小水滴”。车重近130公斤，长宽高分别为4.2米，2.2米，1.98米。其“不计成本的奢华追求”和“追求极致的设计灵感”获得了众多认可。

图 32：公司概念级产品“小水滴”



资料来源：公司网站

看好公司房车行业的发展潜力。房车行业在中国正处于快速增长期，公司以自身复合材料优势，以“拖挂式”作为切入点，开发新概念车小水滴，将“技术”“市场”“设计”有机融合，产业链规划完善，未来有望在房车行业成为主流玩家，拥抱高成长有望。

模块化房屋-建筑行业未来的方向。

模块化房屋是将房子的组成部分，分化成不同的功能模块，用标准化，模块化，通用化实现工厂制造，房屋可以随时随地在现场组装，而整个过程只花费数小时即可完成。模块化建筑颠覆了传统房屋建造不可循环的模式，易于安装运输拆迁，重复使用。

模块化建筑有广泛的应用场景。在野外营地，度假村/酒店，汽车旅馆等野外建筑领域，因为模块化建筑耗时短且对于配套设施能够做到很高标准，所以有利于抢得先机。同时，无论市区还是郊外，洗手间，咖啡厅，便利店，休息亭都是比较好的模块化建筑应用场景。

劳动力短缺促进模块化建筑发展。根据 IFS 报告，全球建筑业面临的一个主要问题是劳动力短缺。例如美国通用承包商协会揭露，1400 家公司中有 86% 面临职位空缺。英国未来 10 年内将有 40 万技术工人从建筑行业退休。未来 5 年将有 18.2 万个新岗位等待填补。国际劳工组织 ILO 预测，等到 2030 年中国劳动力短缺将占到目前适龄人口的 24%。劳动力短缺大背景下，只需数小时完成组装的模块化房屋，将成为有效应对之策。

图 33：新西兰进口的中国模块化房屋



资料来源: stuff

公司模块化房屋工艺超越同行。为了迎合了中国非永久建筑的需求趋势，公司引进了世界领先的复合材料加工中心和模块屋设计软件系统，从设计到制造全过程分解控制，保障每一个构件的精准度。提升建筑的气密性和保温隔热性能，提高定制化能力。公司目前已经做了北京旅游指导站以及被动房屋阳光房等样本工程及样品房。

图 34: 公司模块化建筑样本之北京旅游站



资料来源: 公司官网

图 35：公司模块化房屋之阳光房



资料来源：cnki

图 36：公司模块化房屋之休息接待室



资料来源：cnki

总的来说，公司不仅在复合材料领域发力引进海外先进设备，打造核心技术优势。同时前瞻性布局两大蓝海下游行业，房车及模块化房屋，打通下游产业链，为未来进一步提高材料附加值奠定了基础。房车和模块化房屋作为新兴高增长蓝海行业，有望成为公司未来重要业务增长极。

5. 人工草坪-借力体育事业高速发展风口

中国正迎来体育事业高速发展期。

足球场地建设带来 300 亿市场。2016 年 4 月 6 日，国家发改委、教育部等部委联合发布了《中国足球长期发展规划》要求到 2020 年，全国足球场地要超过 7 万块，十三五期间要修缮，改造，新建足球场地 6 万块。这意味着国内足球场地建设将会迎来一波高峰期。按照一块球场 50 万算，这是个 300 亿潜力的市场。

百万公里健身步道建设利好人造草坪推广。2018 年 3 月 16 日，体育总局，发改委等多部门联合印发《百万公里健身步道工程实施方案》，通知指出：到 2020 年，力争全国每个县完成 300 公里左右健身步道建设，以此为载体，推动全民健身活动广泛开展。全国体育健身步道的发展，对于人造草坪的需求具有较大的推动作用。

2018 年青岛举办全球青少年“歌德杯”体育联赛，这种世界级别的赛事活动为公司推广自身品牌，拓展全球业务创造良好机遇。

总的来说，经济发展带动中国体育事业进入全民阶段，政策驱动下体育设施建设高潮有望到来，人工草坪有望迎来风口。

公司将受益于人工草坪产业链齐全。公司作为行业领先改性塑料企业，从粒子-草丝-铺装具备全产业链优势。在对人工草坪的原材料配方掌控上具备更多的技术优势，更容易大范围满足下游客户需求。

公司有望获得 FIFA 认可，建立品牌优势。公司人工草坪有望 10 月通过 FIFA 认证，日后可用于全球高级别的比赛场地用草，有利于公司提高品牌优势，实现弯道超车。

总的来看，人工草坪是一个风口行业，同时，公司具备全产业链优势和品牌优势，未来将成为公司新增长极。

6. 投资建议

家电行业依然有望高增长，公司主业家电改性塑料多点布局，奠定快速增长基础。公司大力发展复合材料，房车和模块化建筑均为风口行业，有望成为新的业务增长极。人工草坪受益于国家足球发展规划。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.22、1.67 和 2.23 元，PE 为 23、17 和 13 倍，给予买入—A 评级，6 个月目标价 35 元。

风险提示：原材料价格大幅波动；下游需求不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,282.8	2,046.9	3,438.8	4,436.1	5,722.6	成长性					
减:营业成本	1,038.4	1,611.7	2,716.7	3,504.5	4,463.6	营业收入增长率	71.0%	59.6%	68.0%	29.0%	29.0%
营业税费	5.3	10.6	10.3	18.1	23.4	营业利润增长率	61.8%	82.8%	64.2%	34.7%	37.3%
销售费用	29.0	45.3	72.2	88.7	120.4	净利润增长率	81.2%	55.1%	62.8%	36.9%	33.9%
管理费用	69.8	111.4	192.6	221.8	306.0	EBITDA 增长率	62.5%	89.2%	54.9%	31.0%	33.7%
财务费用	8.8	30.2	51.6	70.4	78.0	EBIT 增长率	61.7%	89.9%	67.5%	34.9%	34.2%
资产减值损失	-0.1	1.4	0.6	0.6	0.9	NOPLAT 增长率	61.5%	91.7%	62.9%	37.3%	31.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	71.7%	41.6%	54.1%	17.0%	28.5%
投资和汇兑收益	0.0	0.0	0.0	-	-	净资产增长率	23.1%	21.5%	28.9%	27.9%	29.1%
营业利润	131.6	240.5	394.9	531.9	730.2	利润率					
加:营业外净收支	19.7	-0.7	7.0	8.7	5.0	毛利率	19.0%	21.3%	21.0%	21.0%	22.0%
利润总额	151.3	239.9	402.0	540.6	735.3	营业利润率	10.3%	11.8%	11.5%	12.0%	12.8%
减:所得税	20.4	33.5	60.3	73.0	110.3	净利润率	10.2%	9.9%	9.6%	10.2%	10.6%
净利润	130.9	203.1	330.6	452.6	605.9	EBITDA/营业收入	12.7%	15.0%	13.9%	14.1%	14.6%
						EBIT/营业收入	10.9%	13.0%	13.0%	13.6%	14.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	57	78	65	61	58
						流动资产周转天数	94	89	93	94	93
						流动资产周转天数	246	215	217	213	211
						应收帐款周转天数	57	54	61	57	57
						存货周转天数	67	69	68	67	67
						总资产周转天数	370	336	307	303	292
						投资资本周转天数	201	193	171	174	166
						投资回报率					
						ROE	15.8%	20.1%	25.3%	27.0%	27.9%
						ROA	8.0%	9.5%	9.3%	12.3%	11.4%
						ROIC	23.0%	25.7%	29.5%	26.3%	29.7%
						费用率					
						销售费用率	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%	2.1%
						管理费用率	5.4%	5.4%	5.6%	5.0%	5.3%
						财务费用率	0.7%	1.5%	1.5%	1.6%	1.4%
						三费/营业收入	8.4%	9.1%	9.2%	8.6%	8.8%
						偿债能力					
						资产负债率	46.3%	51.1%	62.6%	53.5%	58.6%
						负债权益比	86.3%	104.3%	167.2%	115.2%	141.7%
						流动比率	1.52	1.32	1.36	1.33	1.40
						速动比率	1.09	0.86	0.95	0.88	0.97
						利息保障倍数	15.92	8.83	8.66	8.56	10.36
						分红指标					
						DPS(元)	0.09	0.13	0.24	0.31	0.41
						分红比率	18.3%	17.4%	19.3%	18.3%	18.3%
						股息收益率	0.3%	0.5%	0.8%	1.1%	1.5%

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	206.2	181.1	275.1	354.9	457.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	271.9	336.9	829.2	579.6	1,240.4
应收票据	231.4	308.5	690.4	587.0	1,019.5
预付帐款	45.9	62.1	141.1	117.4	203.3
存货	302.7	480.4	823.6	839.8	1,303.5
其他流动资产	0.4	12.5	4.3	5.7	7.5
可供出售金融资产	-	-	40.4	40.4	26.9
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	6.3	5.9	5.9	5.9	5.9
固定资产	285.3	601.4	631.9	864.9	967.3
在建工程	188.8	55.8	105.8	252.9	126.5
无形资产	42.6	68.2	89.7	87.5	85.4
其他非流动资产	57.9	71.3	43.2	56.1	55.7
资产总额	1,639.3	2,184.1	3,680.5	3,792.1	5,499.7
短期债务	261.0	408.0	715.7	865.7	1,051.2
应付帐款	141.0	193.2	340.2	350.7	543.3
应付票据	241.9	380.6	908.3	582.2	1,331.2
其他流动负债	50.6	66.6	69.5	70.8	90.9
长期借款	34.0	36.0	240.1	130.5	177.5
其他非流动负债	31.0	30.7	29.0	30.2	30.0
负债总额	759.6	1,115.1	2,302.8	2,030.0	3,224.1
少数股东权益	49.8	60.0	70.5	85.3	103.9
股本	240.0	240.0	271.3	271.3	271.3
留存收益	589.9	769.0	1,035.8	1,405.5	1,900.3
股东权益	879.7	1,069.0	1,377.6	1,762.0	2,275.5

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	130.9	206.4	330.6	452.6	605.9
加:折旧和摊销	22.8	41.8	30.0	22.0	26.2
资产减值准备	-0.1	1.4	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	6.2	23.2	51.6	70.4	78.0
投资损失	-0.0	-0.0	-0.0	-	-
少数股东损益	-	3.3	11.1	15.0	19.1
营运资金的变动	-205.4	-230.8	-565.1	29.4	-686.8
经营活动产生现金流量	-13.4	54.8	-141.9	589.4	42.4
投资活动产生现金流量	-292.9	-195.7	-172.4	-400.0	13.5
融资活动产生现金流量	292.0	123.5	408.2	-109.6	47.0

业绩和估值指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	0.48	0.75	1.22	1.67	2.23
BVPS(元)	3.06	3.72	4.82	6.18	8.01
PE(X)	57.8	37.3	22.9	16.7	12.5
PB(X)	9.1	7.5	5.8	4.5	3.5
P/FCF	151.7	4,150.6	59.0	47.0	41.7
P/S	5.9	3.7	2.2	1.7	1.3
EV/EBITDA	37.2	23.1	17.3	13.1	10.0
CAGR(%)	52.9%	44.7%	67.9%	52.9%	44.7%
PEG	1.1	0.8	0.3	0.3	0.3
ROIC/WACC	2.3	2.5	2.9	2.6	2.9
REP	2.9	2.2	1.4	1.4	1.0

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、袁善宸声明，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
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@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
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	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