

化工新材料

侯宏森

0755-82026831

houhongsen@cjis.cn

6-12个月目标价: 9.12元

当前股价: 7.58元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2248.09
总股本(百万)	1397
流通股本(百万)	660
流通市值(亿)	50
EPS (TTM)	0.38
每股净资产(元)	1.91
资产负债率	55.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
金发科技	36.33	61.62	-18.41
上证综合指数	18.30	20.92	-8.51



相关报告

2008-12-15 公司研究《金发科技: 仍将引领我国改性塑料新发展》

金发科技

600143

推荐

基本面向好, 强者更强

近日, 我们调研了金发科技, 就公司内部调整情况作了较为深入的探讨, 对今后发展机遇, 以及库存折损计提和盈利增长情况进行交流, 并参观询问了生产情况。

投资要点:

- **内部结构调整完毕, 加强销售和技术导向。**内部调整已成为公司发展道路上的内在需求, 新任公司总经理为原来的销售总经理, 公司高层对09年完成产品销量20%的增长很有信心。在技术方面, 企业仍将以不断提高技术含量为发展目标, 也调整了技术部门的组织框架。
- **特殊成本构成, 会使09年有较大利润空间。**产品成本构成中, 原料成本占90%左右, 这种构成在原料价格处于稳步上涨通道时, 会使产品毛利空间加速拉大。
- **众多业务领域出现增长亮点。**目前家电下乡的拉动, 对产品需求已经有所表现; 西气东输肯定会使得特种防腐塑料领域大幅收益; 玻璃珠溯源材料也可能成为公司新的利润增长点; 年初汽车销量好转, 为汽车用PP销售带来较大想象空间。
- **公司在国内的市场占有率肯定会不断提高。**首先是公司替代进口产品的成本优势明显; 其次是行业洗牌, 弱者淘汰, 强者更强。
- **核心竞争力使得金发具有一定议价能力。**技术领先和规模化生产使得金发具有较强的核心竞争力, 下游生产商一旦采用金发的改性塑料产品, 不会轻易更换供货商, 金发和下游企业的关系很是密切, 这使得金发具有一定的议价能力。
- **公司08年的折损计提可能低于预期。**目前, 高成本原料库存都已经消耗完毕, 08年底估计会计计提1.25亿左右的原料库存折损。房地产计提还没有确定的结论, 如果按照大型房地产企业的做法, 地皮动工后才进行计提, 那么金发的房地产业务折损计提也仅有800-1000万左右。
- **已渡过最艰难期, 开工率有较大幅度提高。**经过现场参观和询问, 公司的开工率有明显上升, 大概有恢复到68%左右的水平。由于生产工艺的独特性, 改性塑料的生产企业开工率一般都不高, 在消费旺季时, 金发的开工率也仅达到80%以上, 所以目前开工率已经得到较大幅度提高。
- **维持推荐评级。**我们维持原来09年和10年每股收益分别为0.46元和0.55元的盈利预测, 给予20倍市盈率, 提高6-12月目标价格为9.12元, 维持推荐评级。

风险提示: 内需拉动效果显现缓慢, 房地产业务或将长期低迷。

主要财务指标

单位: 百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	6423	7946	9030	11480
同比(%)	38%	24%	14%	27%
归属母公司净利润(百万元)	397	265	637	765
同比(%)	57%	-33%	140%	20%
毛利率(%)	14.2%	12.6%	15.0%	14.2%
ROE(%)	15.8%	9.9%	19.6%	19.9%
每股收益(元)	0.28	0.19	0.46	0.55
P/E	26.70	39.94	16.62	13.83
P/B	4.22	3.95	3.25	2.75
EV/EBITDA	19	21	11	10

资料来源: 中投证券研究所

1、内部结构调整完毕，加强销售和技术导向

公司经过多年的发展，还没有进行过较大的企业内部结构调整，经济危机下，内部调整也成为公司发展道路上的内在需求。目前公司内部的中高层领导调整已基本结束，原来的组织架构中，部分部门进行了合并，运行机制进行了进一步梳理。

目前的公司总经理为原来的销售总经理，具有丰富的市场销售经验，原来的总经理成绩卓然，现转任为副董事长；技术方面，原来的技术总监提为技术总经理，原来的技术副总，转任为首席顾问，专管一些大的项目运作。

公司高层对 09 年完成产品销量 20% 的增长很有信心。公司又新成立了香港金发子公司，主要目的是加大出口的管理和力度。公司高层对 09 年实现产品销售任务很有信心，07 年公司销售 31.04 万吨，08 年 38 万吨左右，09 年的销售目标是销量增长 20 以上。

企业仍将以提高技术含量为主要目标。公司围绕新材料，以改性塑料为主，拓展新产品，在逐步探索一些新型的市场，如耐高温尼龙，生物降解塑料，还有碳纤维增强复合塑料等。碳纤维增强复合塑料可以作为电缆料，来防止冻雪压断电线。可降解塑料可以买到 3 万多，毛利有 40% 以上。

2、特殊成本构成，会使 09 年有较大利润空间

产品成本构成中，聚丙烯、聚乙烯等原料成本占 90% 左右。由于金发生产需要 2-3 个月的原料库存，这种成本结构在原料价格下跌通道时期对金发的盈利是非常不利的，因为原料的跌价将会导致产品毛利大幅缩水；然而原料价格在处于稳步上涨和恢复的通道时期，对金发的盈利却非常有利，因为此时产品价格会参考当时原料价格，而原料则是低价格的库存原料，并且原料在产品成本中占比很高，因此产品的毛利空间将会加速拉大。

09 年肯定不会在出现 08 年下半年原料价格大幅跳水的现象，反而塑料原料将会出现从价格底部稳步上升的态势，所以这对金发的盈利空间恢复是非常有利的。由于企业生产的原料需求量很大，则公司销售业务领域的毛利空间也会在逐渐上升。

3、众多业务领域出现增长亮点

目前家电下乡的拉动，对产品的需求已经在销售中有所表现。公司认为家电领域的产品销量将会出现一定增长。前两年全国电视产量几乎没有增长，但是公司的电视用改性塑料的销量却仍保持了 30% 增长速度，因为金发的产品不仅仅是对进口产品的替代，还是对低端产品的替代，消费升级是推动金发产品

销售的巨大推动力。

西气东输肯定会使得特种防腐塑料领域大幅收益。虽然防腐材料 1 月份仅销售了 600 多吨，但是公司认为西气东输大力开工建设肯定会对公司该业务领域的收益产生重大拉动。目前广州本部也生产特种防腐塑料，以满足东部地区西气东输管道铺设的需求。西气东输二线是我国一项战略性工程，直接投资超过 3000 亿元。而西气东输二线工程东段 2 月 7 日在广东省深圳市宣布正式开工，总投资达到 930 亿元。

玻璃珠溯源材料也可能会成为公司新的利润增长点。国外炸药基本上已添加了这种材料，国内处于起始阶段，如果能够添加到炸药中，业绩的贡献将很明显的。目前公司正在和公安部进行交涉，如果能交涉成功，炸药厂在生产的过程中都要添加这种材料。

汽车销量好转，为汽车用聚丙烯销量增长带来较大想象空间。全国汽车销量在 09 年一月出现开门红，由于 1 月份春节长假，工作日仅有 17 个，全月市场总量预计同比仍下滑 13% 左右，但是总体市场日均销量却创造了历史新高，日均销售超过 2.7 万辆，环比增长 11%，同比增长 13% 以上。这加强了 2008 年 12 月份开始的乘用车市场有所好转的趋势。每台汽车的改性塑料用量也将会逐步上升，这是毫无疑问的，轻型化将是汽车发展的主要趋势，尤其中国目前还处在汽车轻型化发展的初步阶段。

4、公司在国内的市场占有率肯定会不断提高

首先是公司替代进口产品的成本优势明显。公司目前相对国内外资企业的产品，成本优势不是很明显，但是相对于进口的产品，已具有明显的成本优势，并且在质量方面除了手机、电脑等高端领域所用的改性塑料产品和进口产品还有些差距外，汽车、家电、灯具等领域的改性塑料基本具有相同的水平。全国共需要改性塑料 600 万吨，金发目前仅为 38 万吨左右，仅占到 6%-7% 的市场份额，而全国的 70% 左右是由外企生产或进口过来的，由于金发产品已经得到了国内极大认可，所以替代进口产品的空间还很大。

其次是行业洗牌，弱者淘汰，强者更强。公司的固定资产比重较少，目前现金流完全没有问题，并且贷款比较容易。本行业的其他企业很多处于困难的边缘，对于产品质量和稳定性的需求，使得下游企业的采购将不得不向金发科技转移，从而很有可能会导致公司的销量大幅增加。目前公司的产品结构中，电动工具用产品能够占 10% 左右，汽车用产品占 20% 左右，其他占 20% 左右，剩余的大部分是家电领域。行业洗牌的过程中，在某些领域很可能会出现销量和比重大幅增长的现象。

5、核心竞争力使得金发具有一定议价能力

我们认为金发科技的核心竞争力有三：

首先就是企业规模化生产和产品质量的稳定性；

其次是企业在国内的领先技术优势；

还有就是企业具有完善的研发和技术服务体系。

下游生产商一旦采用金发的改性塑料产品，是不会轻易更换供货商的，因为产品质量的稳定性和可靠性对于下游家电等生产企业非常重要。中小企业的改性塑料生产一般都是间断性，产品质量很难控制和稳定，所以我们认为**规模化生产和质量稳定应该是金发科技的最大核心竞争力**。

由于金发的核心竞争力和下游企业的依赖性，金发和下游的企业关系很密切，使得金发具有一定的议价能力。如 08 年四季度，对下游的销售，价格是进行协商的，当使用高成本原料时，市场原料价格很低，金发不会一下子大幅降价销售，也会让下游企业承担一些成本，虽然下游会通过减少订单来进行博弈，但是还是在持续采购。08 年四季度的观望情绪目前已基本消失，短期采购量将会增加趋势。

6、公司 08 年的折损计提可能低于预期

目前，高成本原料库存都已经消耗完毕，08 年底估计会计提 1.25 亿左右的原料库存折损。

房地产计提还没有确定的结论，很有可能低于预期。如果按照大型房地产企业的做法，地皮动工后才进行计提，那么金发的房地产业务折损计提是不多的。公司后来的两块地皮都还没有动工，开发过的项目在 08 年底还剩 100 多套，大概价值有 4000-5000 万，如果给与 20%的计提，也仅有 800-1000 万左右。由于金发不是一家房地产为主的公司，公司希望对房地产地皮也进行适当的计提，所以就发布了 08 年 30%-70%的业绩预减，但最后怎样计提，没有确定。因为公司拿地成本并不是很高，如果不考虑地皮的折损和今后的财务费用，那么公司的房地产业务 08 年是实现盈利的。

7、已渡过最艰难期，开工率较大幅度提高

由于 08 年四季度下游需求的观望情绪严重，导致开工率严重不足，加上高成本的原料库存，本来是处于消费旺季的 08 年四季度基本没有实现盈利。目前经过现场参观和询问，公司的开工率有明显上升，大概有 68%左右的水平。

值得提醒的是，由于生产工艺的独特性，改性塑料的生产企业开工率一般都不高，维持在 60%以上都属于正常水平。在消费旺季时，金发的开工率也仅达到 80%以上，所以目前开工率已经得到较大幅度提高。

8、盈利预测

07年每股收益为0.61元,按公司股票期权激励计划行权以及实施2008年半年度公积金转增股本方案后的股本总数摊薄计算为0.28元。经公司财务部门初步测算,预计公司2008年度净利润与2007年度相比将下降30%-70%。由于08年前三季度公司已经完成每股0.28元的业绩,所以经核算公司在08年四季度几乎没有实现收益。我们认为08年公司的原料库存计提为1.25亿元左右,而房地产按行业正常折损计提大概为0.09亿元左右,那么08年每股收益在股票期权激励计划行权以及转增股本方案后股本总数摊薄计算为0.19元。

我们维持原来的09年和10年每股收益分别为0.46元和0.55元的盈利预测,09年的动态市盈率为16.62倍,而目前化工板块的市盈率(整体法)已达到17.39,考虑到09年1季度业绩将会环比大幅回升,并且如果玻璃珠溯源材料项目09年能贡献收益,该材料作为国内新产品,具有较高毛利空间,则09年每股收益有可能达到0.5元左右,所以给予20倍市盈率,提高6-12月的目标价格为9.12元,维持推荐评级。

表 1: 盈利预测

单位: 百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	6423	7946	9030	11480
同比(%)	38%	24%	14%	27%
归属母公司净利润	397	265	637	765
同比(%)	57%	-33%	140%	20%
毛利率(%)	14.2%	12.6%	15.0%	14.2%
ROE(%)	15.8%	9.9%	19.6%	19.9%
每股收益(元)	0.28	0.19	0.46	0.55
P/E	26.70	39.94	16.62	13.83
P/B	4.22	3.95	3.25	2.75
EV/EBITDA	19	21	11	10

资料来源: 中投证券研究所

附: 财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	5182	5668	7100	9013	营业收入	6423	7946	9030	11480
现金	958	2019	2828	3372	营业成本	5514	6947	7675	9852
应收账款	1332	1410	1652	2102	营业税金及附加	7	8	9	12
其它应收款	49	31	36	48	营业费用	158	172	195	251
预付账款	153	115	144	198	管理费用	202	199	226	287
存货	2239	1667	1913	2634	财务费用	68	180	180	180
其他	451	427	527	659	资产减值损失	9	134	0	0
非流动资产	804	1076	1348	1608	公允价值变动收益	-4	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	587	774	976	1176	营业利润	461	306	746	899
无形资产	135	157	185	218	营业外收入	12	9	11	10
其他	83	145	187	214	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	5986	6744	8448	10620	利润总额	473	314	756	908
流动负债	3109	2692	3085	3837	所得税	73	47	113	136
短期借款	1108	586	717	804	净利润	400	267	642	772
应付账款	836	842	960	1247	少数股东损益	3	2	5	6
其他	1165	1265	1407	1787	归属母公司净利润	397	265	637	765
非流动负债	210	1210	1938	2757	EBITDA	571	537	994	1165
长期借款	210	1210	1938	2757	EPS (元)	0.28	0.19	0.46	0.55
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	3319	3902	5023	6594	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	159	162	167	173	成长能力				
股本	660	1397	1397	1397	营业收入	38.0%	23.7%	13.7%	27.1%
资本公积	1040	341	341	341	营业利润	56.7%	-33.7%	143.8%	20.5%
留存收益	808	942	1520	2115	归属于母公司净利润	56.5%	-33.2%	140.4%	20.1%
归属母公司股东权益	2508	2680	3258	3853	获利能力				
负债和股东权益	5986	6744	8448	10620	毛利率	14.2%	12.6%	15.0%	14.2%
现金流量表					净利率	6.2%	3.3%	7.1%	6.7%
单位: 百万元					ROE	15.8%	9.9%	19.6%	19.9%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROIC	14.7%	15.7%	24.1%	21.7%
经营活动现金流	-850	1173	530	335	偿债能力				
净利润	400	267	642	772	资产负债率	55.4%	57.9%	59.5%	62.1%
折旧摊销	41	51	68	87	净负债比率	40.17%	46.53%	53.24%	54.29%
财务费用	68	180	180	180	流动比率	1.67	2.11	2.30	2.35
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.95	1.49	1.68	1.66
营运资金变动	-1513	670	-365	-711	营运能力				
其它	153	6	4	7	总资产周转率	1.45	1.25	1.19	1.20
投资活动现金流	-287	-322	-340	-346	应收账款周转率	6	6	6	6
资本支出	230	310	310	310	应付账款周转率	8.37	8.28	8.52	8.93
长期投资	-36	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-94	-12	-30	-36	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.19	0.46	0.55
筹资活动现金流	1594	209	620	555	每股经营现金流(最	-0.61	0.84	0.38	0.24
短期借款	649	-522	132	86	每股净资产(最新摊	1.80	1.92	2.33	2.76
长期借款	185	1000	728	819	估值比率				
普通股增加	342	736	0	0	P/E	26.70	39.94	16.62	13.83
资本公积增加	741	-698	0	0	P/B	4.22	3.95	3.25	2.75
其他	-323	-307	-241	-350	EV/EBITDA	19	21	11	10
现金净增加额	454	1061	809	544					

资料来源: 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

侯宏森, 中投证券研究所基础化工行业分析师, 北京工商大学硕士, 3 年化工行业经历, 3 年战略咨询从业经验。曾就职于大型化工企业和国内某知名咨询研究机构, 曾为某些公司进行上市前的业务拓展规划, 还曾为北京、济宁、阳泉等城市及上海金山、惠州大亚湾等化工园区进行产业发展战略规划。对化工行业有着较深的了解和敏感度, 善于从大战略把握行业发展脉络和未来发展趋势, 从技术发展路线挖掘最新投资热点。

主要研究覆盖公司: 新安股份、蓝星新材、金发科技、浙江龙盛、冠农股份、上海家化、杨农化工、红宝丽、兴化股份、传化股份、湖北宜化、双环科技、柳化股份等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳福田区福华三路国际商会中心 49 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434