

分析师： 鄢祝兵 徐斌 李兴

021-63295974

yanzb@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤

(8621) 63217917

yangjf@cjsc.com.cn

资产减值损失影响业绩，未来改性塑料空间巨大

事件描述

金发科技今日公告 2008 年年报，公司实现营业收入 716828.32 万元，比去年同期增长 11.60%；实现营业利润 15,029.43 万元，比去年同期下降 67.43%；实现净利润 22,734.98 万元，比去年同期下降 42.67%；基本每股收益为 0.16 元，扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率为 6.95%。

事件评论

第一，大量资产减值损失和财务费用大幅增加影响公司全年业绩

公司是全球改性塑料行业产品覆盖种类最为齐全的企业之一，也是目前国内规模最大、产品最齐全的改性塑料生产企业，拥有阻燃树脂、增强增韧树脂、塑料合金、功能母粒和降解塑料 5 大系列 60 多个品种 2000 多种牌号的产品；2008 年公司共销售各类改性塑料产品（含贸易品）50.12 万吨，比去年同期增长 5.44%；公司前三季度改性塑料产品（不含贸易品）整体毛利率为 17.21%，同比上升了 4.13 个百分点。第四季度随着原材料价格暴跌等因素影响，导致公司主要产品毛利率全年有所下滑。公司实现营业收入 716828.32 万元，比去年同期增长 11.60%；实现营业利润 15,029.43 万元，比去年同期下降 67.43%；实现净利润 22,734.98 万元，比去年同期下降 42.67%；基本每股收益为 0.16 元。

图 1：2008 年公司主营业务收入构成

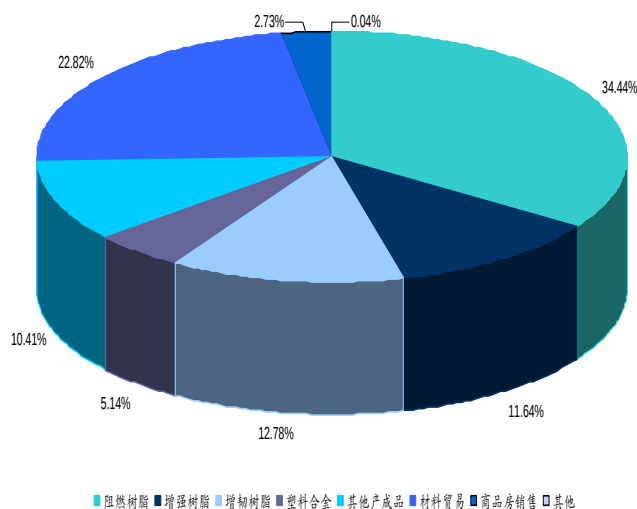
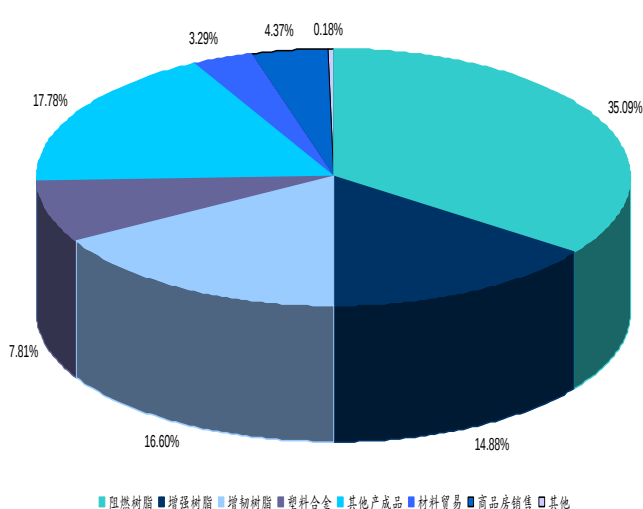
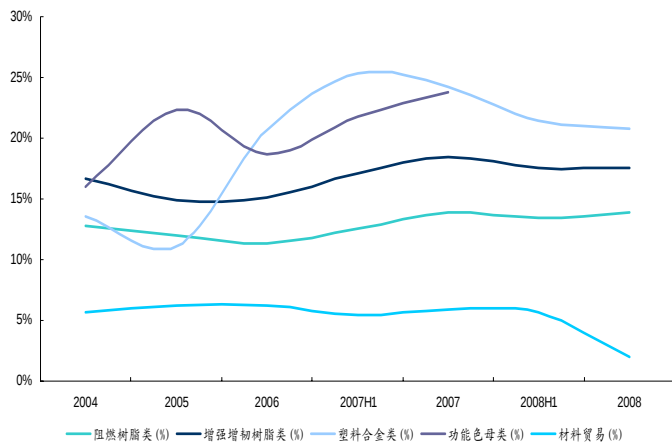


图 2：2008 年公司主营业务毛利构成

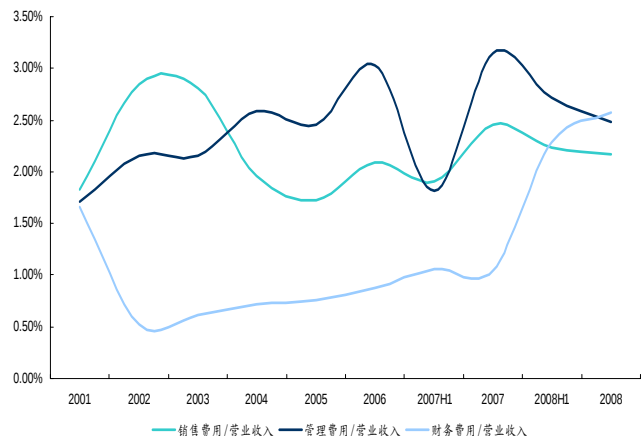


资料来源：公司公告 长江证券研究部

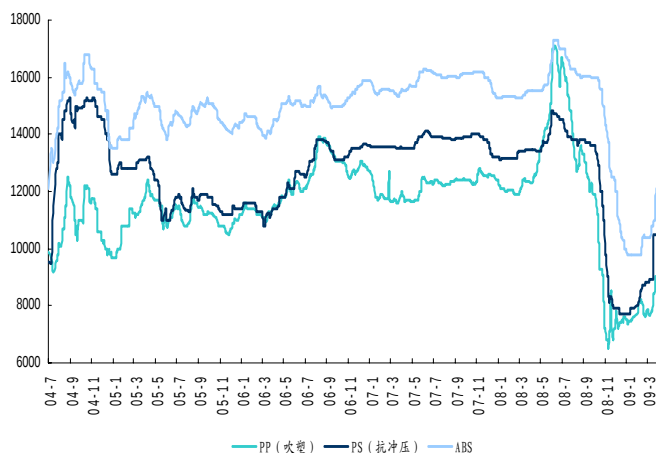
资料来源：公司公告 长江证券研究部

图 3：近年来公司改性塑料产品毛利率走势


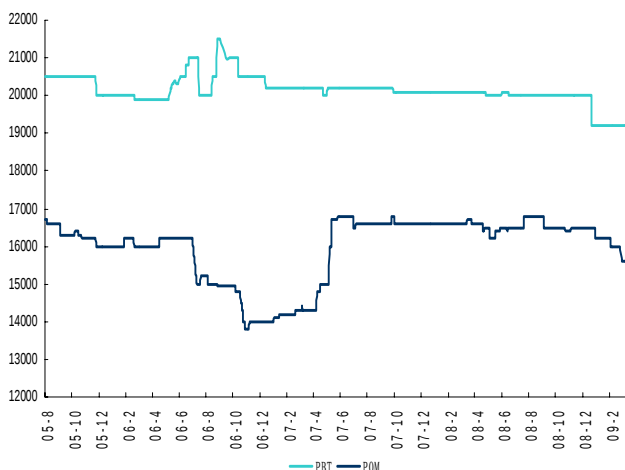
资料来源：公司公告 长江证券研究部

图 4：2008 年公司财务费用率上升较快


资料来源：公司公告 长江证券研究部

图 5：主要通用塑料原料价格 (元/吨)


资料来源：化工在线 长江证券研究部

图 6：主要工程塑料原料价格 (元/吨)


资料来源：化工在线 长江证券研究部

公司营业利润和归属于母公司净利润较去年出现较大下滑主要原因是公司在 2008 年计提大量资产减值损失所致（房地产方面公司计提存货损失为 1.26 亿元左右，高价塑料树脂原材料存货减值损失达到 1.5 亿元）；此外，在三项费用方面，销售费用和管理费用较 2007 年均有所下滑，而财务费用本期数比去年同期增长 1.17 亿元，增幅达到 173.28%，财务费用增加主要原因是公司产销规模扩大，公司为满足流动资金需要发行公司债券及票据的贴现引起利息支出增加、信用证结算规模增大带来手续费的增长；大量资产减值损失和财务费用大幅增加影响公司 2008 年全年业绩。

第二， 国内改性塑料发展空间巨大，目前公司改性塑料恢复产销两旺局面

✓ 国内改性塑料应用领域广阔，发展空间巨大

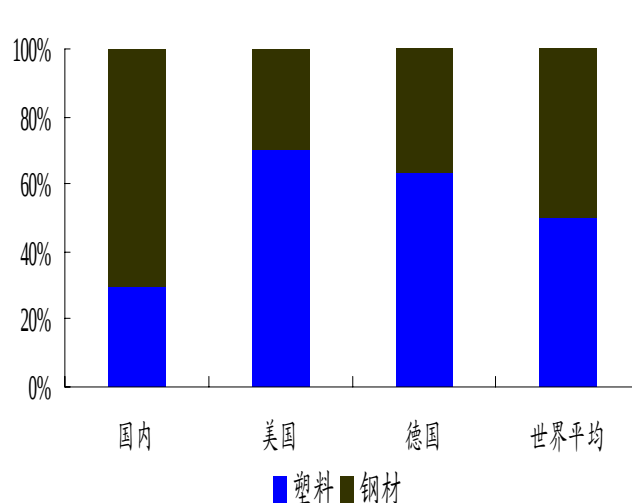
塑料是世界上应用最为广泛的材料之一，广泛应用于包装、农业、交通运输、建筑建材、电子电气、IT、通讯等多个领域。由于每种塑料都具有不可避免的局限性，在应用到家电、汽车、IT、通讯等一些对性能要求较高的行业时，需要向一种塑料基质中加入合适的改性剂，使其获得某些特殊的功能，由此获得的材料称为改性塑料。目前国内改性塑料市场容量约占塑料树脂消费总量的 10%，‘以塑代钢’、‘以塑代木’正在成为人类社会生产和消费的一种趋势，我国的塑钢比只有 30:70，还远远低于发达国家和世界平均水平（美国 70:30，德国 63:37，世界平均 50:50），预计在未来的几年内，市场总需求量仍将保持 10% 以上的年增长率，2010 年有望达到 700 万吨。

图 7: 国内塑料树脂表观消费量情况



资料来源：长江证券研究部

图 8: 国内外“以塑代钢”情况比较

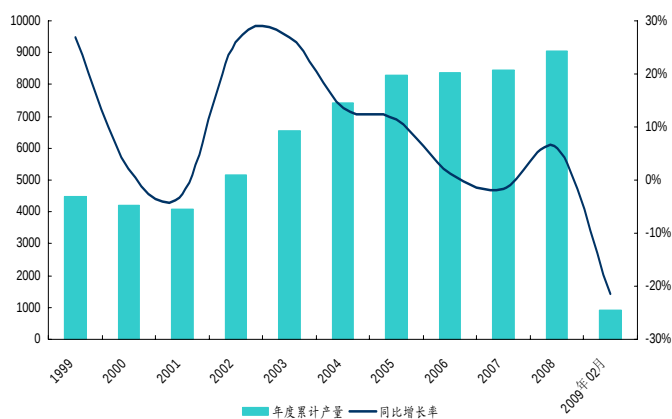


资料来源：长江证券研究部

✓ 公司目前改性塑料主业产销两旺

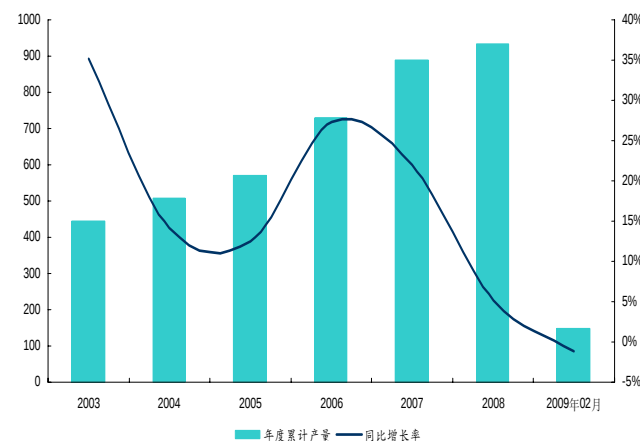
从 2008 年四季度开始，随着原油高价回落，公司主要塑料树脂原料产品价格回落到较低水平，下游需求出现较大下滑，公司开工率在去年四季度维持较低水平，此种情况持续到 2009 年 1 月，从 2009 年 2 月开始，随着塑料树脂原料企稳，下游补库存拿货力度加大，国内汽车产业振兴计划以及汽车与家电“三下乡”政策带动改性塑料需求恢复，公司 2 月和 3 月改性塑料产销率达到 100% 左右水平，毛利率较 2008 年四季度也有所回升。我们认为公司计划 2009 年改性塑料较 2008 年销量增长 10%~20% 左右具有较大的可行性。

图 9: 国内彩电年度累计产量（万台）



资料来源：国家统计局 长江证券研究部

图 10: 国内汽车年度累计产量（万辆）



资料来源：国家统计局 长江证券研究部

第三，公司国内形成东南西产业格局，未来可能在北方建立生产基地，龙头地位进一步巩固

公司目前在广州、上海、绵阳三座城市拥有 4 处生产基地，广州基地共拥有 100 多条生产线，未来广州基地将逐步从科学城搬迁到高塘新工业园区，华南基地主要以黑白家电客户为主；上海基地拥有 30 多条生产线，华东基地主要以供应汽车零部件、电动工具零部件为主，西部绵阳长鑫基地目前拥有 7~8 条生产线，主要进行“废旧塑料”回收改造利用再生产，预计 08 年可实现 2~3 万吨产量，公司未来根据北方区域的市场开拓情况，未来在北方地区建立第五个生产基地，形成东、南、西、北辐射全国的生产布局，确保公司能就近地为客户提供最优质产品和服务。

第四，依托强大的科研实力公司未来有望在新材料多元化领域取得突破

公司依靠强大的科技研发实力和营销网络占据微笑曲线价值链的两端，公司的核心竞争力就是科研实力，未来几年公司计划逐步向高端改性塑料产品和其它新材料领域迈进，长期发展依然可期。公司目前积极开始研发耐高温尼龙产品，耐高温尼龙产品主要用于汽车发动机配套设备中，可以代替铝合金等材料，目前公司耐高温尼龙产品中试进展顺利；同时还积极开发高档碳素纤维材料，该材料在航空航天等领域具有广泛用途。这些高端新材料产品毛利率较高，一旦规模化生产后，将给公司带来不菲利润。为大力发展新材料产业，培育公司新的利润增长点，公司决定组建广州金安溯源新材料发展有限公司，公司出资700万元，占70%股权，采用周万城、罗发、朱冬梅、范登胜等四人的专有技术（用于炸药标识的实心玻璃微珠及其制备方法）进行稀土、玻璃微珠示踪剂等溯源材料、无机非金属材料的研究、开发、生产、销售，公司主营业务未来将逐步由改性塑料向多元化新材料领域迈进。

第五，收购东方特种工程塑料有限公司，金发科技迈开横向战略收购关键一步

由于改性塑料涉及行业众多，国内“改性塑料之王”在某些领域的研发和生产尚有不足，自上市以来，金发科技就确定了并购战略，试图通过横向扩张实现跨越式增长，近几年也一直在寻找合适的收购目标。收购东方特种工程塑料有限公司后公司迈开了做大做强改性塑料主业的关键一步；有利于实现技术及产品优势互补，实现公司快速扩张的发展战略；有利于丰富公司产品结构，填补公司在特种工程塑料中的空白，进一步提升公司在改性塑料行业的市场占有率，巩固公司在改性塑料行业的龙头地位，同时也为公司进一步整合国内其他改性塑料相关企业奠定坚实的基础。截至报告期末，绵阳东方特种工程塑料有限公司为公司贡献的净利润为720.15万元。

第六，房地产业务围绕“滚动开发”的原则，未来现金流有望得到改善

去年基于对国内二线城市房地产业的乐观预期，公司利用自有资金收购长沙高鑫房地产开发有限公司 75% 的股权，期望通过对高鑫地产的收购，使公司形成了以改性塑料生产为主业，充分利用财务杠杆，探索房地产开发为新的利润增长点的产业格局。2008 年，高鑫地产实现营业收入 19538.57 万元，占公司营业收入的 2.73%，实现毛利 4275.37 万元。未来公司逐步推进“二鞋厂”房地产项目的开发以及“尖山”项目的前期准备。公司前期发行 10 亿元的公司债，8 亿元用来归还银行贷款，未来公司对资金的使用基本围绕“滚动开发”的原则，这样对缓解现金紧张将起到积极作用。未来公司逐步推进“二鞋厂”房地产项目的开发以及“尖山”项目的前期准备。未来公司对资金的使用基本围绕“滚动开发”的原则，这样对缓解现金紧张将起到积极作用。

第七，估值与盈利预测

随着2007年公司募集增发项目的逐一完成，公司未来改性塑料业务市场占有率将进一步提高，高温尼龙、可降解生物塑料等新材料未来几年内也将逐步贡献利润，收购的东方特种工程塑料有限公司也将贡献利润，我们保守预测公司2009年、2010、2011年EPS分别为0.363元0.411元和0.477元，公司目前的股价对应于09年、10年、11年动态PE分别为22.2、19.6和16.9左右，具有较高估值安全边际，我们维持前期“谨慎推荐”评级，若未来1~2个月内公司改性塑料业务产销两旺趋势得以真正确立，公司业绩存在超我们预期的可能性，也即是公司最合适的买点。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	7168	8120	8951	9567	货币资金	742	3115	4278	5635
营业成本	6190	7022	7807	8288	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	978	1098	1145	1279	应收账款	1057	1046	1153	1232
% 营业收入	13.6%	13.5%	12.8%	13.4%	存货	2224	1725	1918	2036
营业税金及附加	22	25	27	29	预付账款	243	273	303	322
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	156	179	197	210	流动资产合计	4910	6891	8459	10087
% 营业收入	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	177	203	224	239	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	长期股权投资	2	2	2	2
财务费用	185	17	-2	-7	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.6%	0.2%	0.0%	-0.1%	固定资产合计	745	791	807	797
资产减值损失	281	67	9	7	无形资产	168	159	151	144
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	48	48	48	48
投资收益	-7	0	0	0	递延所得税资产	58	10	1	1
营业利润	150	608	690	800	其他非流动资产	242	492	742	992
% 营业收入	2.1%	7.5%	7.7%	8.4%	资产总计	6172	8394	10211	12071
营业外收支	30	0	0	0	短期贷款	566	0	0	0
利润总额	181	608	690	800	应付款项	1065	1205	1340	1422
% 营业收入	2.5%	7.5%	7.7%	8.4%	预收账款	204	227	251	268
所得税费用	-24	91	103	120	应付职工薪酬	13	14	16	17
净利润	204	517	586	680	应交税费	-17	1066	1203	1372
归属于母公司所有者的净利润	227.3	506.4	574.6	666.7	其他流动负债	173	280	312	331
少数股东损益	-23	10	12	14	流动负债合计	2003	2793	3120	3410
EPS (元/股)	0.16	0.36	0.41	0.48	长期借款	200	200	200	200
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-110	3212	1436	1645	其他非流动负债	991	1981	2971	3961
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	负债合计	3194	4974	6291	7571
长期股权投资	-159	0	0	0	归属于母公司所有者权益	2842	3272	3761	4328
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	136	147	159	172
固定资产投资	-364	-181	-190	-196	股东权益	2978	3419	3919	4500
其他	-2	0	0	0	负债及股东权益	6172	8394	10211	12071
投资活动现金流净额	-525	-181	-190	-196	基本指标				
债券融资	991	0	0	0	EPS	0.163	0.363	0.411	0.477
股权融资	238	0	0	0	BVPS	2.04	2.34	2.69	3.10
银行贷款增加 (减少)	-585	-566	0	0	PE	49.45	22.20	19.56	16.86
筹资成本	214	-93	-84	-93	PEG	1.15	0.51	0.45	0.39
其他	-428	0	0	0	PB	3.96	3.44	2.99	2.60
筹资活动现金流净额	431	-658	-84	-93	EV/EBITDA	28.13	10.84	8.24	5.77
现金净流量	-204	2373	1163	1356	ROE	8.0%	15.5%	15.3%	15.4%
					EPS	0.163	0.363	0.411	0.477

分析师介绍

鄢祝兵，上海交通大学生物化学与分子生物学专业硕士，曾就职于上海市肿瘤研究所，从事高分子药物载体制备研究工作，现为长江证券行业公司研究部化工行业分析师，研究领域为化工新材料。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。