

塑料III



郑方铤

化工行业研究员

021-3856 5947

zhengfb@xyzq.com.cn

金发科技（600143）

“危”中见“机”，重回增长

推荐（维持）

市场数据

报告日期	2009-5-4
收盘价(元)	9.79
52周最高/最低(元)	26.69/3.72
总股本(百万股)	1396.50
流通股本(百万股)	659.77
总市值(百万元)	13671.74
流通市值(百万元)	6459.11
每股净资产(元)	2.08

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	7168	6822	8101	9756	3018
同比增长(%)	11.6%	-4.8%	18.8%	20.4%	-18.0%
净利润(百万元)	227	464	629	809	189
同比增长(%)	-42.7%	104.1%	35.6%	28.7%	-16.0%
毛利率(%)	13.6%	14.5%	15.2%	15.5%	14.3
净利率(%)	3.2%	6.8%	7.8%	8.3%	6.3%
每股收益(元)	0.16	0.33	0.45	0.58	0.14
每股经营现金流(元)	-0.08	0.59	0.71	0.53	0.28

股价走势



投资要点

我们于近日调研了金发科技，参加股东大会并与公司管理层进行交流，重点了解公司的经营现状和发展战略、未来业务增长点等，主要内容和结论如下：

- **金融危机的影响：机遇大于风险。**作为中国改性塑料行业的领跑者，金发科技从1993年成立以来的10余年中，保持了持续的高速增长，直到2008年的全球金融危机蔓延到实体经济，对成长中的许多中国企业形成巨大冲击，也导致金发08年4季度首次出现单季度亏损（图1、图2）。在此背景下，公司管理层对公司的发展战略进行了反思，提高了风险防范意识，将公司未来的发展方向聚焦于具有核心竞争优势的化工新材料，特别是高分子新材料领域。

同时，公司于08年底进行了组织架构和经营团队的调整，为化“危”为“机”进行积极部署和努力。从09年1季度的经营成果看，公司的努力取得了阶段性成效：虽然由于产品价格下跌，公司营业收入同比有所下降，但单季度综合毛利率（15.21%）同比增长1.16%，环比增长达到5.43%，已回升至近几年1季度的新高水平（图3）。

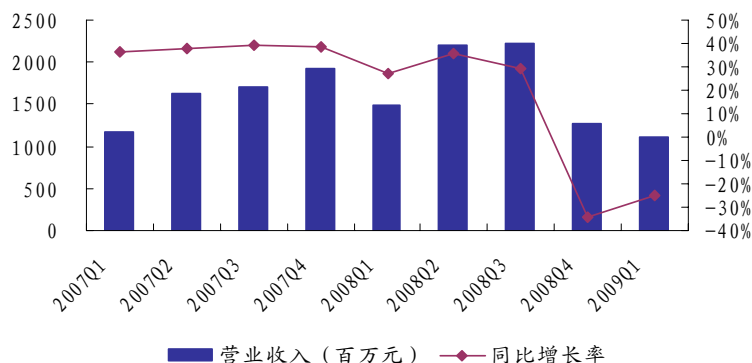
我们认为，金融危机带来的经济下滑对金发科技而言机遇与风险兼具，但机遇大于风险。其理由在于金发科技自身在行业中的竞争优势、以及行业竞争格局的微妙变化。

金发科技的优势主要包括：（1）强大的资本后盾；（2）研发平台和研发

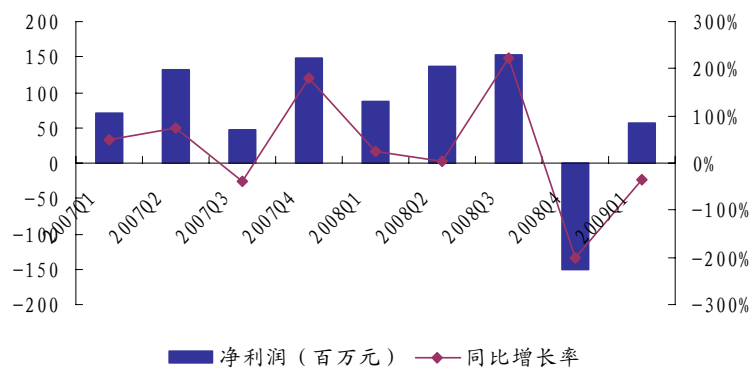
相关报告

《计提减值准备，夯实资产质量》2009-4-8

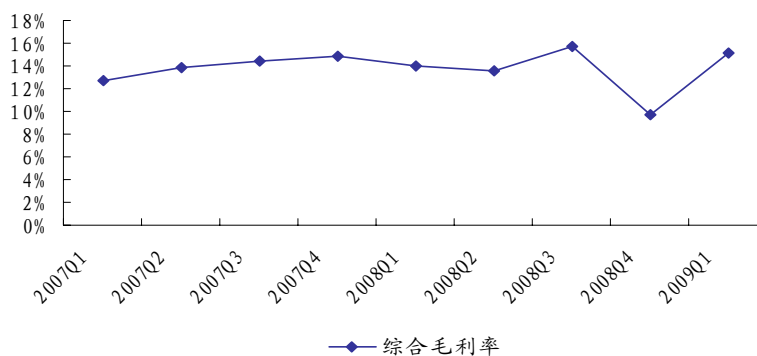
能力国内一流；（3）多年与国外巨头的竞争所锻炼出的优秀营销团队；（4）贴近下游客户的完善产业布局：华南、华东和西南三大产业基地。

图 1 金发科技各季度营业收入变化


数据来源：兴业证券研发中心

图 2 金发科技各季度净利润变化


数据来源：兴业证券研发中心

图 3 金发科技各季度综合毛利率


数据来源：兴业证券研发中心

从行业竞争格局看，目前有两个方面的变化初步显现：（1）中高端市场的机遇。金融危机和经济下滑导致消费能力的下降，相应地改性塑料的下游企业客户也在寻求低成本的原料供应渠道，以与自身产品的降价相配合。这一点

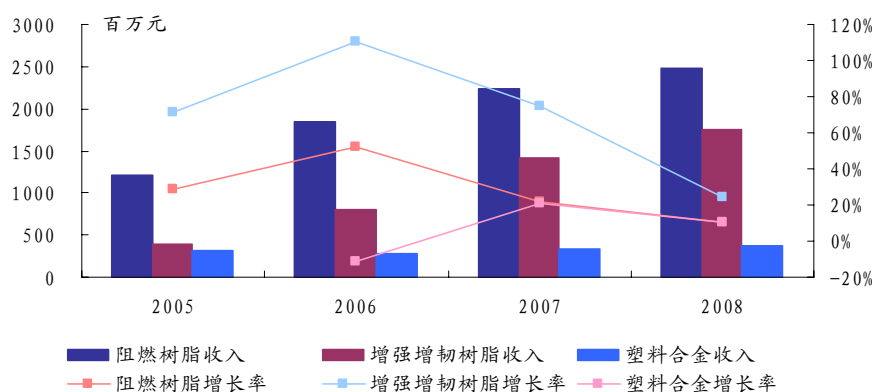
在汽车行业表现得尤为明显。这一行业需求方战略的变化为以金发科技为首的国内企业抢占原先为国外巨头所把持的改性塑料中高端市场提供了良好机遇；（2）中低端市场集中度的提高。在经济下滑导致合市场需求暂时萎缩和存货价值大幅下跌的双重打击下，改性塑料领域的部分中小企业退出市场，从而为金发科技提高市场占有率提供了契机。09 年 1 季度，公司改性塑料销量约 7 万吨，与 08 年 1 季度持平，在行业需求整体下滑下，市场占有率进一步提高。

- **汽车用改性塑料业务增长迅速。**金发科技改性塑料产品下游各子行业中，来自汽车业的需求是 09 年的一个亮点。根据中国汽车工业协会的统计数据，今年一季度国内车市在去年下半年出现负增长的情况下止跌回稳，汽车产销量分别为 256.76 万辆和 267.88 万辆，同比增长 1.91% 和 3.88%，超越美国跃居世界第一。

针对汽车用改性塑料业务的增长前景，金发科技于 08 年底成立了汽车业务营销团队，除了来自奇瑞、吉利等国内客户的需求保持持续增长外，公司产品个获得日系汽车企业认定的数量迅速增加，我们预计公司今年在日系汽车企业的销量将是 08 年的 2.5 倍以上。此外，针对德系、美系汽车企业的市场也在稳步开拓。

从图 4 可以看出，与汽车用户密切相关的增强增韧树脂类产品近几年的增长率一直位于各类产品前列。

图 4 金发科技主要产品收入增长情况



数据来源：兴业证券研发中心

注：阻燃树脂主要应用于家电、办公设备、IT、灯饰等领域；增强增韧树脂主要应用于汽车、电动工具、家电等领域；塑料合金主要应用于汽车、IT、电工等领域。

- **未来的新增长点：高分子新材料。**展望金发科技未来的收入和利润增长点，除了在改性塑料领域继续做大做强之外，公司目前正致力于完全生物降解塑料、耐高温尼龙等高分子新材料产品的开发。目前相关产品处于小批量试生产阶段，预计几年内能够形成产业化。

除了以上较为接近成熟的产品之外，公司也正积极配合国家战略，开发碳纤维等高分子新材料产品。但是相关项目还处于研发和启动早期阶段，在几年

内还不足以对利润形成重要贡献。

- **房地产业务将谨慎推进。**金发科技于 2007 年收购了长沙高鑫房地产公司 75% 股权，进入房地产市场。由于 07 年项目尚未竣工验收、08 年房地产市场景气下滑，长沙高鑫 07、08 年分别亏损 75 万元和 9573 万元。对于房地产业务，公司计划继续谨慎地开发。目前长沙高鑫的库存商品房不到 40 套，计划 6 月份前后继续开发麓城二期项目。

对于公司的房地产业务，我们认为这不属于金发科技的优势领域，虽然在行业景气时能够贡献较佳利润，但是在经济下滑背景下，可能对业绩造成拖累，还可能因资金占用而影响金发在改性塑料领域的业务开拓。因此，若公司能摆脱房地产业务，将有助于进一步提高公司的估值水平。

- **维持“推荐”评级。**金发科技是我国改性塑料领域的领先企业。公司积极应对金融危机和全球经济下滑对经营的不利影响，在经历了 08 年 4 季度的困难局面后，进入 09 年，经营绩效明显回升。依托自身的竞争优势以及行业面的变化，金融危机对公司带来的机遇大于挑战。公司在改性塑料领域的市场占有率继续提升，高分子新材料的开发将为长期增长打下基础。根据公司 1 季报所反映出的经营进展，我们调高公司 09-11 年的 EPS 预测分别至 0.33、0.45 和 0.58 元，维持“推荐”的投资评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	4910	5462	6024	6782
货币资金	742	1289	1781	1930
交易性金融资产	1	0	0	0
应收账款	1037	1142	1356	1634
其他应收款	20	21	26	31
存货	2224	2334	2061	2225
非流动资产	1262	1498	1742	2025
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	2	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	745	984	1216	1457
在建工程	242	221	235	268
油气资产	0	0	0	0
无形资产	168	184	200	216
资产总计	6172	6960	7766	8807
流动负债	2003	2232	2515	2907
短期借款	556	600	650	700
应付票据	559	584	687	824
应付账款	506	642	756	907
其他	382	406	422	476
非流动负债	1191	1283	1325	1366
长期借款	200	300	350	400
其他	991	983	975	966
负债合计	3194	3515	3840	4273
股本	1397	1397	1397	1397
资本公积	542	542	542	542
未分配利润	759	1177	1590	2110
少数股东权益	136	140	144	150
股东权益合计	2978	3446	3926	4533
负债及权益合计	6172	6960	7766	8807

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	227	464	629	809
折旧和摊销	65	66	87	110
资产减值准备	282	-283	4	5
无形资产摊销	3	4	4	4
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	185	102	89	83
投资损失	7	0	0	0
少数股东损益	-23	3	4	6
营运资金的变动	811	-485	-159	272
经营活动产生现金流量	-122	829	988	744
投资活动产生现金流量	-411	-292	-346	-396
融资活动产生现金流量	380	10	-151	-199
现金净变动	-153	547	491	149
现金的期初余额	958	742	1289	1781
现金的期末余额	805	1289	1781	1930

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7168	6822	8101	9756
营业成本	6190	5835	6871	8241
营业税金及附加	22	9	11	13
销售费用	156	148	175	210
管理费用	177	171	203	244
财务费用	185	102	89	83
资产减值损失	281	10	10	10
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-7	0	0	0
营业利润	150	547	742	956
营业外收入	38	15	15	15
营业外支出	8	12	12	12
利润总额	181	550	745	959
所得税	-24	82	112	144
净利润	204	467	633	815
少数股东损益	-23	3	4	6
归属母公司净利	227	464	629	809
EPS (元)	0.16	0.33	0.45	0.58

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	11.6%	-4.8%	18.8%	20.4%
营业利润增长率	-67.4%	263.7%	35.8%	28.8%
净利润增长率	-42.7%	104.1%	35.6%	28.7%
盈利能力(%)				
毛利率	13.6%	14.5%	15.2%	15.5%
净利率	3.2%	6.8%	7.8%	8.3%
ROE	8.0%	14.0%	16.6%	18.5%

偿债能力(%)

资产负债率	51.7%	50.5%	49.4%	48.5%
流动比率	2.45	2.45	2.40	2.33
速动比率	1.20	1.40	1.58	1.57

营运能力(次)

资产周转率	1.18	1.04	1.10	1.18
应收帐款周转率	5.95	6.15	6.39	6.43

每股资料(元)

每股收益	0.16	0.33	0.45	0.58
每股经营现金	-0.08	0.59	0.71	0.53
每股净资产	2.04	2.37	2.71	3.14

估值比率(倍)

PE	49.45	24.23	17.87	13.89
PB	3.96	3.40	2.97	2.56

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐 电话: 021-38565929 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-38565916 Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉 电话: 021-38565911 Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-38565933 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦 电话: 021-38565941 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-38565915 Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我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。我们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, 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。