

分析师： 李兴 (8621) 68102116 lixing@cjsc.com.cn

联系人： 梅崧玺 (8621) 68751636 meiyinxi@yahoo.com.cn

当前产销两旺 未来长期看好

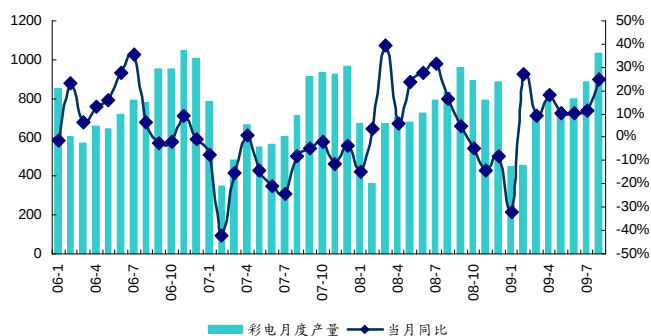
事件描述

近日，我们调研了金发科技，与公司证代进行了交流，现汇报如下：

事件评论

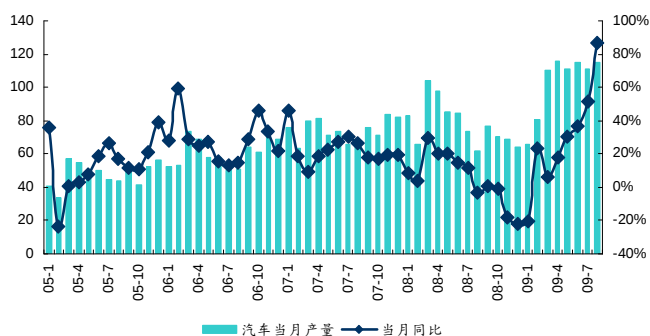
(1) 公司当前产销形势好于上半年，下半年的产销量将明显好于上半年。由于下游家电，汽车领域需求旺盛，当前公司产销两旺，9月份创出日出货量 2000 吨的历史记录。公司的主要下游为家电和汽车，来自家电领域的销售收入占公司总收入的 40%（依次为彩电，空调，洗衣机，冰箱），汽车领域占 20%，电动工具占 30%。公司的产品覆盖家电市场份额的 70%~80%，汽车领域的 10%。预计家电领域的需求今明两年都可以保持；下半年高档车的需求量会高于低端车，高档车单车消耗为 110 千克左右，低档车为 50~60 千克，汽车领域的需求有超预期的可能。预计 09 年公司改性塑料的产销量为 37~38 万吨，10 年可达 45 万吨。销售的存量主要由彩电来保证，销售的增量主要来自于汽车领域，需求存在超预期的可能。

图 1: 09 年来彩电产量维持高位



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2: 09 年来汽车产量大幅提高



资料来源：Wind，长江证券研究所

(2) 09 年下半年管理费有降低的空间，09 年上半年管理费用占总收入的 5.34%，超出历史 2~3 个点（主要是因为公司在下游需求萎靡时提高了研发的投入），研发费用降低后可以贡献 eps0.034 元。

(3) 上半年由于材料价格波动，公司材料贸易业务的毛利率为 -3.25%，我们认为，高价库存消耗完毕后，材料贸易业务的毛利率回到 3~5% 的正常水平是大概率事件，贡献 eps0.03 元。

(4) 政府每年对金发科技的补贴在 2000 万以上，今年补贴将在下半年得到落实，预计接近 3000 万，贡献 eps0.02 元。

(5) 公司改性塑料毛利率稳定, 基本在 15%~20% 之间。一台电视机消耗改性塑料 2.5 公斤, 按照 10000 元/吨计算, 单台电视机的改性塑料成本为 25 元, 占电视机总成本的比例较低, 彩电企业对这部分成本并不在意, 如果原料价格走低, 金发产品的售价可以得到维持, 毛利率甚至有所扩大。而如果原油大幅上涨推高原料价格, 金发“成本+15~20% 毛利率”的定价模式容易将成本顺利传导到下游去, 稳定的毛利率值得期待。

预计 09, 10 年业绩分别达到 0.30 元, 0.55 元, 对应的估值为 30.6 和 16.6, 考虑到公司在改性塑料行业的龙头地位和技术优势, 参照 10 年业绩, 至少应给予 20 倍估值, 对应当前估计约有 20% 的上涨空间, 给予“推荐”评级。

主要风险:

原料大幅下跌而再次产生计提损失;

家电汽车销量低于当前预期。

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	5147	8796	10674	货币资金	742	1616	1032	1067
营业成本	6190	4583	7630	9286	交易性金融资产	1	1	1	1
毛利	978	564	1166	1388	应收账款	1057	759	1297	1574
% 营业收入	13.6%	11.0%	13.3%	13.0%	存货	2224	1652	2750	3347
营业税金及附加	22	16	27	32	预付账款	243	178	297	361
% 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	113	194	235	流动资产合计	4910	4669	6188	7331
% 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	129	220	267	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	202	382	582
财务费用	185	19	6	12	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.6%	0.4%	0.1%	0.1%	固定资产合计	987	1345	1702	1940
资产减值损失	281	-6	13	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	200	200	200	递延所得税资产	58	0	2	1
营业利润	150	493	907	1035	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	2.1%	9.6%	10.3%	9.7%	资产总计	6172	6424	8473	10046
营业外收支	30	0	0	0	短期贷款	566	0	0	207
利润总额	181	493	907	1035	应付款项	1065	790	1315	1600
% 营业收入	2.5%	9.6%	10.3%	9.7%	预收账款	204	144	246	299
所得税费用	-24	74	136	155	应付职工薪酬	13	9	15	19
净利润	204	419	771	880	应交税费	-17	825	1499	1728
归属于母公司所有者的净利润	227.3	419.1	771.0	879.8	其他流动负债	173	130	216	263
少数股东损益	-23	0	0	0	流动负债合计	2003	1898	3291	4116
EPS (元/股)	0.16	0.30	0.55	0.63	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	1973	26	379	其他非流动负债	991	991	991	991
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	3194	3089	4483	5308
收回现金					归属于母公司	2842	3198	3854	4601
长期股权投资	-159	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	136	136	136	136
固定资产投资	-364	-451	-488	-407	股东权益	2978	3335	3990	4738
其他	-2	0	0	0	负债及股东权益	6172	6424	8473	10046
投资活动现金流净额	-525	-451	-488	-407	基本指标				
债券融资	991	0	0	0		2008A	2009E	2010E	2011E
股权融资	238	0	0	0	EPS	0.163	0.300	0.552	0.630
银行贷款增加 (减少)	-585	-566	0	207	BVPS	2.04	2.29	2.76	3.29
筹资成本	214	-82	-122	-144	PE	56.45	30.62	16.65	14.59
其他	-428	0	0	0	PEG	0.99	0.54	0.29	0.26
筹资活动现金流净额	431	-648	-122	64	PB	4.52	4.01	3.33	2.79
现金净流量	-204	874	-584	36	EV/EBITDA	32.10	18.60	11.40	9.95
					ROE	8.0%	13.1%	20.0%	19.1%

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) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 68753198	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	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。