

金发科技(600143.sh)

下游需求旺盛，主业稳定增长

谢军 研究员
 电话: 020-87555888-663
 eMail: xj@gf.com.cn

曹勇 研究助理
 020-87555888-833
 cy25@gf.com.cn

公司近况

公司管理层实现新老交替，继续坚定不移地实施做大做强改性塑料的发展战略。油价上涨带来成本压力，公司订单增长稳定，房地产业务进展顺利。行业内上市公司增加，竞争加剧，公司龙头地位相对稳定。

下游需求无忧，来年主业增长值得期待

随着全球经济的复苏，下游家电、汽车行业的产销量稳步上升，形成了对改性塑料旺盛的需求态势，期待公司 10 年主业的成长。

加大科研投入，拓展未来高端产品市场

着眼于公司未来的发展和长远利益，未来研发投入继续加强。研发项目中，生物降解塑料具有广阔的应用前景；碳纤维项目目前仅处于前期研发阶段，高温尼龙产品开发成功。

投资建议

根据测算，金发科技 09-11 年 EPS 分别为 0.23 元、0.54 元、0.81 元。赋予 23 倍估值，一年内目标价为 12 元。给予“买入”评级。

风险提示

1、材料贸易业务波动；2、油价过度上涨所带来成本压力的风险；3、房地产开发业务。

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	7168.28	7043.27	9202.99	11804.52
EBITDA(百万元)	369.00	523.48	1016.29	1428.82
净利润(百万元)	227.35	323.06	754.80	1137.43
净利润增长率(%)	-42.67	42.10	133.64	50.69
每股收益(元)	0.16	0.231	0.540	0.814
市盈率	28.75	44.59	19.07	12.65
市净率	4.74	4.81	4.14	2.77
EV/EBITDA	15.81	35.27	18.32	11.74
每股红利(元)	0.10	0.079	0.185	0.279
股息率(%)	2.17	0.8	1.9	2.9

数据来源：金发科技股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元) 10.30
 目标价格(元) 12.00
 前次评级 无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-10.20%	28.91%	107.73%
上证综指	-3.15%	14.87%	69.99%

股票数据

总股本(万股)	139,650.00
流通 A 股(万股)	65,976.62
主要股东:	
	袁志敏
主要股东持股比例	20.20%
流通 A 股比例	47.24%

财务比率

ROE	8.00%
ROA	3.68%
资产负债率	51.75%
每股净资产(元)	2.04

2008 年报数据。

公司近况

公司管理层实现新老交替,继续坚定不移地实施做大做强改性塑料的发展战略。新年伊始,我们实地调研了金发科技公司,并拜会了包括董事长在内的几位高管。在经历了08年全球性经济危机之后,09年受益于下游需求趋于旺盛,公司主营业务回升趋势明显。而且,公司将09年定位为调整年,在加大了科研投入的同时,适当地调整了公司高层领导班子。目前公司的管理层也已实现年轻化,70后高管已达5人,较好地完成了新老交替。公司高层表示公司管理层精诚团结,合作融洽,同时,年轻一代管理者带来了许多新的管理理念和新的想法,更有利于公司的发展。公司未来的发展战略仍然是坚定不移地做好、做大、做强主业,争取2015年实现销售100亿美元的战略目标。

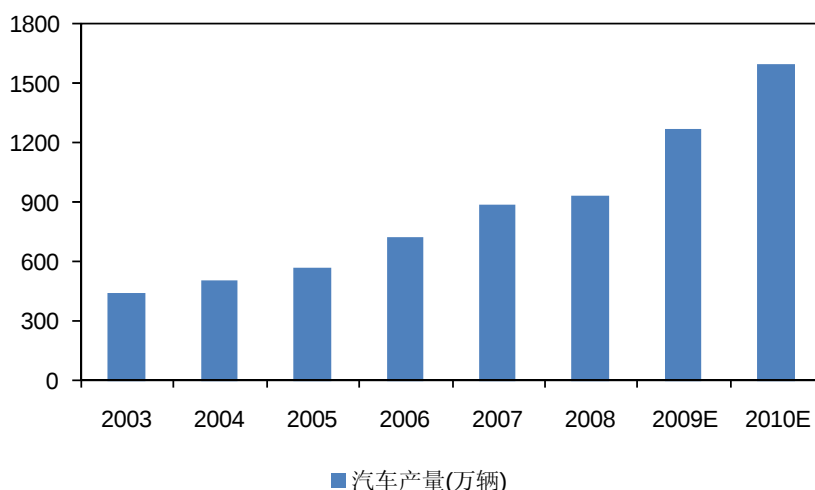
油价上涨带来成本压力,公司订单增长稳定,房地产业务进展顺利。在全球经济缓慢复苏的大环境下,09年的油价在30-82美元/桶之间波动,09年底更是再次突破80美元/桶,油价上涨会给公司带来一定的成本压力。预计10年原油价格将振荡持续走高,估计均价可能超过80美元/桶。针对高油价所带来的成本压力,公司将通过与上游企业建立战略合作伙伴关系,加强成本管理等手段用以降低该类风险。公司09年12月的订单增长稳定,日均订单额约为1500吨,月订单额达到4-5万吨,下游需求回升明显。公司1-3季度改性塑料销售量共计29.76万吨,预计全年可完成40万吨以上的销售量。公司目前房地产主要有三块地资产,第一块地高鑫·麓城地区基本交完,商铺和车位在销售过程中;第二块地二鞋厂地区预计10年6-7月预售10万平方米;第三块尖山地区也开始进入动工阶段。参考二鞋厂地区附近房价4400-4500/平方米,未来该地段房屋售价行情看好。公司高层同时表示,长沙房地产业务要做到有始有终,争取实现10亿元的销售额,但鉴于该业务不是公司主业,在上述三个地块开发完成后,公司将退出房地产开发业务。

公司龙头地位稳定。09年12月普利特公司的上市改变了金发科技作为改性塑料行业中唯一上市公司的格局,未来包括北京聚菱燕在内的多家公司都有可能成功上市。目前,普利特公司主业经营汽车用改性塑料的生产和销售,主要产品包括聚丙烯、ABS(丙烯腈-丁二烯-苯乙烯共聚物)塑料和合金塑料三大类,主要用于汽车内饰件,公司产品毛利率要高于主要用于汽车外饰件的金发科技改性塑料。对比两者产能,普利特09年的产量约为3万吨,而金发科技仅汽车改性塑料的产量就达10万吨,远远超过作为行业排名第二普利特,公司行业龙头地位稳定。此外,对比未上市的北京聚菱燕公司,公司认为其在汽车内饰件上的实力略胜于自己。对于国内竞争对手的发展,公司一直予以关注和研究,在保持当前产品具有绝对竞争力的同时,将利用强大的科研能力为公司的将来发展进行项目储备。

下游需求无忧，主业增长值得期待

下游汽车行业需求增长呈现旺盛趋势。公司主营业务增长的变化取决于公司下游企业-家电、汽车等行业的需求量。当前公司主营业务改性塑料的销售收入大概有40%左右来自于家电领域，25%来自于汽车领域，其他部分来自包括电动工具等方面的应用。近年来，我国汽车产量已经连续多年保持较高的增长速度，预计10年汽车会突破1600万辆，公司期待改性塑料的销售在汽车领域有较大的增长。公司汽车用改性塑料主要应用中高端汽车市场，细分为欧美车、日韩车和国产微客市场，其中，公司产品在欧美车市场进入的目录较多，开展情况较好；日韩车市场进入的较少，正在积极改善中；国内微客市场优势较为明显。此外，公司还为包括比亚迪公司在内的新能源汽车提供改性塑料，显示出公司十分关注新能源汽车的发展，未来积极进入该领域的可能性大。

图 1：国内汽车历年产量

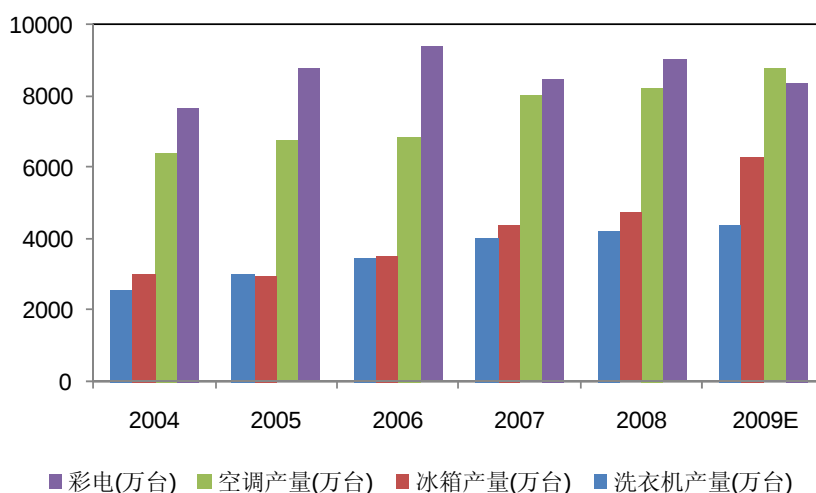


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

下游家电行业需求增长稳定，彩电行业出现变化。根据 wind 统计，2004-2009 年彩电、空调、冰箱和洗衣机的产量年均复合增长率依次约为 3%、20%、11%和 14%。家电行业作为未来中国经济中仍具市场竞争力的产业，其长期向好的趋势不会改变，预计 10 年家电行业需求依旧保持上升趋势。据相关统计，改性塑料在彩电、空调、冰箱和洗衣机平均使用量为 1.5kg/台、1.5kg/台、2.5 kg/台和 2 kg/台。按此估算，国内 2009 年的家电改性塑料的需求量合计达到 50 万吨。2009 年公司在家电领域的改性塑料的预计产销量约为 16 万吨，市场占有率约为 32%，其中，在彩电领域市场占有率约为 75%，空调领域约为 50%。综上所述，在家电行业的产量保持一定增长速度，改性塑料的需求量也在同步增长的情况下，公司可以

在巩固当前市场占有率的基础上，利用自身产能的扩张，力争进一步提高市场占有率，从而实现自己主营业务同步增长的目的。目前，随着生活水平的提高和时代的发展，国内彩电生产正在从 CRT(阴极射线管)电视向 LCD(液晶显示器)电视转变，传统 CRT 电视大量使用的阻燃改性塑料的需求量将会减少，取而代之的是适于 LCD 电视使用的其他功能塑料需求量的增加。这种变化对公司而言，生产和销售 LCD 电视用的改性塑料所获毛利率将大于原来的阻燃塑料，但量会有一定减少。

图 2: 国内家电历年产量



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

天津项目启动，10 年产能扩张存在可能。公司目前已经拥有广州、上海、绵阳三大生产基地，到 09 年底产能已经达到 50 万吨左右，其中广州基地主要服务南部市场的销售业务，上海、绵阳分别负责东部地区和西部地区的销售业务。当前公司采取各生产基地统筹生产、统一销售的模式，将各生产基地作为成本中心和利润中心，以充分发挥公司的规模效应。分析改性塑料的需求市场，“珠三角”需求市场最大，其次是“长三角”市场和“环渤海”市场。为了形成更加有效辐射全国的生产布局，确保就近为客户提供优质产品和服务，公司针对“环渤海”以及北方市场展开了天津基地建设项目。目前，公司通过与政府进行土地、优惠政策等的谈判，已经获得了 800 亩左右的工业用地，该项目工期规划建设到 2017 年。天津基地的建成将使公司形成东南西北多方位的产能布局，使公司更容易实现就近快速服务的销售策略。公司未来规划广州基地产能将由现有 34 万吨扩大到 100 万吨以上；上海基地在现有 10 万吨扩大到 16 万吨左右；绵阳基地联合东方特塑在现有 5-6 万吨短期内扩大到 10 万吨，长期规划扩大到 30 万吨；未来天津基地一期规划产能 20 万吨，总体规划分四期建设使产能达到 80 万吨，并有可能成为未来复合材料的生产基地。公司高层同时表示，如果 10 年下游需求旺盛，有可能再上新生产线，进一步扩大当前产能。

图 3: 金发科技产能布局



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

加大科研投入，拓展未来高端产品市场

公司的高速发展源于雄厚的科研技术实力。金发科技作为全国首批 91 家创新型企业之一，是国内最大的改性塑料生产企业，也是全球改性塑料品种最为齐全的企业之一。公司建立了以国家认定企业技术中心为主体，以企业研究院、院士工作站、博士后科研工作站、国家认可实验室、UL CTDP 认可实验室和省级重点工程技术研究中心为依托的国内一流的研发平台。公司当前的战略发展目标为立足改性塑料行业，保持行业龙头的地位，未来的发展方向则聚焦于具有核心竞争优势主业的化工新材料，同时通过研发，打造金发科技的研发品牌，搭建金发科技的技术品牌。而且，公司投资设立金发创投子公司，旨在鼓励公司研发人员不断创新，开发新产品，同时探索发现公司未来新的利润增长点。公司将 09 年定位为调整年，管理费用支出大增，加大了科研投入，多项科研为公司的将来发展奠定良好的技术储备。公司研发中心将在 10 年开始建设，公司高层同时表示，着眼于公司未来的发展和长远利益，未来研发投入继续加强，规划投入金额为公司利润的 3% 左右。

生物降解塑料具有广阔的应用前景。作为公司高端产品之一生物降解塑料，随着世界资源短缺的明显化，环保呼声的日益高涨，其需求前景看好。公司现在已建成数千吨级产能的生物降解塑料生产线，旗下的完全生物降解产品已获得 EN13432、BPI 认证，可以批量供应欧洲、美国市场。但是该块业务量太小，所带来的利润对公司而言微乎其微。目前，公司具

有生物降解塑料的原创性研发技术，这种良好的科研技术储备将提升公司的潜在价值。我们同时认为，生物降解塑料只有实现万吨级生产才可能盈利，十万吨级装置才可能大量盈利。目前，生物降解塑料全球需求市场估计 1700 万吨，而全球产量仅 20 万吨左右。因此，公司规划近一二年将建设 2 万吨产能的新生产线，力求公司能够与国际同行站在同一条起跑线上，技术上的同步和领先对公司及其发展具有重大的战略意义。

碳纤维项目仅处于前期研发阶段，高温尼龙产品开发成功。碳纤维作为一种技术含量极高的产品，公司设立开发该项目一方面为了提高公司研发能力，另一方面也符合公司领导技术新潮流的高新技术企业的形象。我们估计，碳纤维在 10 年内基本不会为金发带来盈利。目前该项目只是进行了一些前期的探索和研究，存在建立中试生产线的可能。此外，高温尼龙适用于对耐热性和化学抵抗性要求较高的汽车部件，如引擎箱、燃油系统部件等，目前公司也已建成数千吨级产能的该类产品生产线，产品已开始供应国内外市场。

盈利预测与投资建议

(一)盈利预测

我们认为，公司 09 年全年实现改性塑料生产销售 40 万吨的可能性较大。长期来看，随着经济的复苏和稳步增长，下游企业对改性塑料的需求将不断增加，公司作为龙头企业，我们认为公司未来几年改性塑料产销量可以保持年均 20%的增速水平。主要假设见下表。

表 1：盈利预测各项业务假设			
	业务类型	改性塑料生产	材料贸易
2009 年	销量（万吨）	40	13.8
	单价（元/吨）	13500	11845
	毛利率	16.9%	1.0%
2010 年	销量（万吨）	50	14.5
	单价（元/吨）	14500	11950
	毛利率	18.5%	5.0%
2011 年	销量（万吨）	62.5	16.0
	单价（元/吨）	15000	11950
	毛利率	19.0%	8.0%

数据来源：广发证券发展研究中心

表 2: 模拟利润表 (百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	7168.28	7043.27	9202.99	11804.52
减: 营业成本	6190.40	6112.87	7731.11	9766.14
营业税金及附加	21.82	21.44	28.01	35.93
营业费用	155.74	211.30	276.09	354.14
管理费用	177.41	281.73	276.09	354.14
财务费用	184.77	76.90	100.38	95.83
资产减值损失	281.02	12.00	5.00	5.00
加: 投资收益	-6.95	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.11	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	150.29	327.04	786.32	1193.36
加: 其他非经营损益	30.44	16.64	16.64	16.64
利润总额	180.74	343.68	802.96	1210.00
减: 所得税	-23.71	53.16	124.20	187.16
净利润	204.44	290.52	678.76	1022.84
减: 少数股东损益	-22.91	-32.55	-76.04	-114.59
归属母公司股东净利润	227.35	323.06	754.80	1137.43

数据来源: 广发证券发展研究中心

表 3: 模拟资产负债表 (百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	770.95	1305.87	1012.33	1710.13
应收和预付款项	1942.59	1454.02	2959.31	2682.96
存货	2224.09	2182.72	3390.69	3649.78
其他流动资产	1.26	1.26	1.26	1.26
长期股权投资	2.10	2.10	2.10	2.10
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	986.52	958.63	927.74	886.86
无形资产和开发支出	215.67	213.77	211.82	209.82
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	6143.18	6118.37	8505.25	9142.92
短期借款	555.50	0.00	1542.01	0.00
应付和预收款项	1349.29	1700.07	2124.61	2670.89
长期借款	1191.49	1191.49	1191.49	1191.49
其他负债	68.50	68.50	68.50	68.50
负债合计	3164.78	2960.06	4926.62	3930.88
股本	1396.50	1396.50	1396.50	1496.50
资本公积	541.64	541.64	541.64	1441.64
留存收益	903.81	1116.27	1612.64	2360.64
归属母公司股东权益	2841.95	3054.41	3550.78	5298.78
少数股东权益	136.45	103.90	27.86	-86.74
股东权益合计	2978.40	3158.31	3578.64	5212.04
负债和股东权益合计	6143.18	6118.37	8505.25	9142.92

数据来源: 广发证券发展研究中心

表 4: 模拟现金流量表 (百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
1、将净利润调节为经营活动的现金流量:				
税后经营利润	206.59	276.45	664.69	1008.77
加: 折旧与摊销	65.41	119.79	129.84	139.88
资产减值损失	281.02	12.00	5.00	5.00
利息费用	181.36	60.01	83.49	78.94
存货的减少	0.00	0.00	0.00	0.00
经营性应收项目的减少	-263.66	41.37	-1207.97	-259.10
经营性应付项目的增加	35.31	488.57	-1505.29	276.35
其他经营活动有关的现金流量	-560.93	350.79	424.54	546.28
经营活动产生的现金流量净额	-54.64	0.00	0.00	0.00
2、投资活动产生的现金流量:				
交易性金融资产的减少	0.00	0.00	0.00	0.00
加: 金融资产投资的减少	0.00	0.00	0.00	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益收到的现金	11.90	0.00	0.00	0.00
减: 固定资产投资	0.00	100.00	100.00	100.00
无形资产投资	0.00	2.00	2.00	2.00
投资性房地产投资	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资增加	0.00	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用增加	-	0.00	0.00	0.00
加: 其他投资活动有关的现金流量	0.00	14.07	14.07	14.07
投资活动产生的现金流量净额	-524.97	-87.93	-87.93	-87.93
3、筹资活动产生的现金流量:				
股权筹资额	0.00	0.00	0.00	1000.00
加: 长期带息债务增加/(减少)	0.00	0.00	0.00	0.00
减: 支付普通股股利	0.00	110.61	258.43	389.43
偿付利息	0.00	60.01	83.49	78.94
加: 其他筹资活动有关的现金流量	0.00	0.00	0.00	0.00
计入短期借款前融资流入	0.00	-170.62	-341.92	531.63
加: 短期借款增加/(减少)	0.00	-555.50	1542.01	-1542.01
筹资活动产生的现金流量净额	430.61	-726.12	1200.10	-1010.39
4、现金及现金等价物净增加:				
现金及现金等价物净增加额	-195.38	534.92	-293.54	697.80
加: 现金及现金等价物期初余额	957.99	770.95	1305.87	1012.33
现金及现金等价物期末余额	770.95	1305.87	1012.33	1710.13

数据来源: 广发证券发展研究中心

(二)投资建议

根据测算，金发科技 09-11 年 EPS 分别为 0.23 元、0.54 元、0.81 元。由于属于化工新材料行业，赋予金发科技 23 倍估值，则一年内目标价为 12 元。给予“买入”评级。

表 5：盈利预测数据摘要（百万元）

	2009E	2010E	2011E
营业收入	7043.27	9202.99	11804.52
增长率(%)	-1.74%	30.66%	28.27%
归属母公司股东净利润	323.06	754.80	1137.43
增长率(%)	42.10%	133.64%	50.69%
每股收益(元/股)	0.231	0.540	0.814
销售毛利率	13.21%	15.99%	17.27%
销售净利率	4.12%	7.38%	8.66%
净资产收益率	10.58%	21.26%	21.47%

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

- 1、材料贸易业务波动的风险；
- 2、油价过度上涨所带来成本压力的风险；
- 3、房地产开发业务风险。

重点跟踪上市公司估值表

表 6：重点跟踪上市公司估值表

公司简称	每股收益（元/股）			市盈率			市净率			投资评级
	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	
金发科技	0.23	0.54	0.81	44.59	19.07	12.65	4.81	4.14	2.77	买入
广东榕泰	0.23	0.43	0.52	33.08	17.81	14.95	3.44	2.93	2.51	买入
久联发展	0.45	0.71	0.82	42.06	26.54	23.10	5.00	4.56	4.14	持有
双环科技	0.003	0.26	0.48	2979.78	38.34	20.77	2.60	2.43	2.17	持有

数据来源：广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

金发科技(600143)行情走势



相关研究报告

金发科技(600143.sh)	董力伟	2007-11-01
G 金发(600143.sh)	董力伟	2006-08-14

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。