

金发科技 (600143.SH) 塑料行业

评级：买入 维持评级

公司点评

刘波

分析师 SAC 执业编号：S1130206110211
 (8621)61038283
 liubo@gjzq.com.cn

重塑市场信心，业绩快速增长

事件

目前对于公司的投资判断较为引起投资者关注，因此，我们在基本面及发展前景做了一些简要分析，同时预计中报 0.13-0.14 元，年报 0.57 元。

分析

重新树立市场形象，下半年业绩增长迅速：1、由于 08 年金融危机导致当年 11-12 月订单锐减，业绩未达预期，最后一期 40% 的股权激励未能实施，从而引发公司关于未来发展定位的争论及动荡，在此背景下，09 年公司业绩低于正常预期。预计今年中报增长 40% 左右，基于对公司的分析，我们认为说明公司开始重视市场信心的恢复；2、预计公司三季度业绩将较为靓丽，可能实现 0.15-0.20 元的业绩，四季度 0.20 元以上。全年预计改性塑料销量超 60 万吨，同比增长 40%，同时毛利率有所提升，此外，长沙麓城二期（二鞋厂房地产项目）销售贡献 8 亿元销售收入，这两点是推动业绩增长的主要因素。预计今年公司实现销售收入达 100 亿元。

公司正经历第三次变革，未来定位新材料领域：1、公司紧紧抓住了中国两次大的行业转折，一次是上世纪 90 年代的家电出口机遇，第二次是本世纪初的汽车国产化，这两次大的机遇，奠定了公司在改性塑料中的领先地位；2、随着规模越来越大，改性塑料的发展压力已经越来越大，如高增长难度加大，上下游对公司的资金占用较为庞大，上游材料品质难以保证公司新产品研发等，有基于此，公司一直寻求新的突破；3、无论是碳纤维、高温尼龙还是可降解塑料等，都为公司实现第三次产业变革积累了良好的基础。碳纤维将来应用在汽车保险杠、A 柱、门等领域，将大幅提高汽车的防碰撞安全系数；我们认为公司未来将在以上几种产品的基础上，进一步向上游材料领域发展，如无卤系阻燃剂等的生产等。在地域辐射上，天津、珠海、江苏都将成为公司重要的产能扩建基地，这些基地的达产，将大幅提升公司产品竞争优势。

可降解塑料潜力巨大：预计公司年降解塑料销售 3000 吨（中试），产品质量已符合国际需求。珠海 800 亩的新材料基地，预计明年初投产万吨级降解塑料生产线，这成为公司新的利润增长点。随着国内国外环保意识的增强，可降解塑料预计呈爆发性增长，预计公司 2015 年有 10 万吨销量。目前可降解塑料主要市场：欧盟、澳洲、美国、加拿大，但在中国销售并不理想，主要原因是限塑令执行力度不足，环保政策趋严，将对公司越来越有利。公司可降解塑料的热敏性为 80 度，优于聚乳酸材料的 50-60 度，不仅做包装，还可做家电的外装饰材料如壳体。中国塑料制品年已超 4000 万吨，如果 10% 改造为降解材料，需求为 400 万吨，市场空间极大。

公司中长期投资价值值得期待：1、目前公司遇到最大的问题是部门一些核心骨干激励措施不足，尽管 09 年大幅提升待遇及奖金发放力度，但不排除未来公司实施第二次激励的可能；2、对于毛利率不如普利特而言，后者无疑也是一家较为优秀的公司，但发展背景不同，不能简单类比，随时间推移，普利特毛利率可能面临下游客户降价的压力。而公司通过技术改进及高端产品比重加大，毛利率有提升空间；3、天津基地首期 20 万吨产能，明年预计销售 10 万吨，以前难以进入的日系车领域今年有所突破，预计销量 1 万吨左右，未来放量只是时间问题，公司规划 2015 年改性塑料销量达 200 万吨，比 09 年的 43 万吨复合增长 36%，业绩高成长仍值得期待；4、长沙高鑫房地产项目，目前经营良好，售价已达新高，且销量较好，对母公司并无明显资金需求，预期未来 5 年之内，贡献母公司 14.4 亿元净利润，对母公司 NAV 估值增厚 1.03 元。

投资建议

预计 2010-2012 年公司营业收入分别为 10,284、13,075、16,543 百万元，EPS 分别为 0.57（含约 0.1 元地产）、0.79、1.06 元，目标价位 12.54 元，相当于 22x10PE、15.9x11PE，我们认为随着公司逐渐恢复市场信心，估值有进一步提升空间，维持“买入”评级。

图表1：公司销售预测表

项 目	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
阻燃树脂							
销售收入（百万元）	1,840.28	2,237.15	2,469.00	2,010.97	3,663.00	4,944.03	6,370.32
增长率 (YOY)		21.57%	10.36%	-18.55%	82.15%	34.97%	28.85%
毛利率	11.34%	13.90%	13.90%	17.13%	15.60%	15.60%	15.60%
销售成本（百万元）	1,631.59	1,926.18	2,125.81	1,666.49	3,091.57	4,172.76	5,376.55
增长率 (YOY)		18.06%	10.36%	-21.61%	85.51%	34.97%	28.85%
毛利（百万元）	208.69	310.96	343.19	344.48	571.43	771.27	993.77
增长率 (YOY)		49.01%	10.36%	0.38%	65.88%	34.97%	28.85%
占总销售额比重	39.56%	34.83%	34.44%	28.27%	35.62%	37.81%	38.51%
占主营业务利润比重	35.79%	34.21%	35.10%	30.91%	31.28%	32.18%	32.60%
材料贸易							
销售收入（百万元）	995.40	1,768.01	1,636.05	1,458.39	1,603.98	2,484.65	2,760.73
增长率 (YOY)		77.62%	-7.46%	-10.86%	9.98%	54.91%	11.11%
毛利率	6.24%	5.85%	1.97%	3.65%	3.54%	4.56%	4.56%
销售成本（百万元）	933.28	1,664.58	1,603.82	1,405.16	1,547.20	2,371.41	2,634.90
增长率 (YOY)		78.36%	-3.65%	-12.39%	10.11%	53.27%	11.11%
毛利（百万元）	62.11	103.43	32.23	53.23	56.78	113.24	125.83
增长率 (YOY)		66.52%	-68.84%	65.16%	6.67%	99.44%	11.11%
占总销售额比重	21.40%	27.52%	22.82%	20.50%	15.60%	19.00%	16.69%
占主营业务利润比重	10.65%	11.38%	3.30%	4.78%	3.11%	4.73%	4.13%
增强增韧树脂							
销售收入（百万元）	805.42	1,409.63	1,750.66	2,207.99	2,892.83	3,613.75	4,293.44
增长率 (YOY)		75.02%	24.19%	26.12%	31.02%	24.92%	18.81%
毛利率	15.16%	18.48%	17.58%	17.12%	16.67%	17.50%	17.50%
销售成本（百万元）	683.32	1,149.13	1,442.87	1,829.90	2,410.59	2,981.34	3,542.08
增长率 (YOY)		68.17%	25.56%	26.82%	31.73%	23.68%	18.81%
毛利（百万元）	122.10	260.50	307.79	378.09	482.23	632.41	751.35
增长率 (YOY)		113.35%	18.15%	22.84%	27.55%	31.14%	18.81%
占总销售额比重	17.31%	21.95%	24.42%	31.04%	28.13%	27.64%	25.95%
占主营业务利润比重	20.94%	28.66%	31.48%	33.93%	26.40%	26.39%	24.65%
塑料合金类							
销售收入（百万元）	277.12	334.64	368.14	327.56	516.00	549.32	549.32
增长率 (YOY)		20.76%	10.01%	-11.02%	57.53%	6.46%	0.00%
毛利率	20.70%	24.22%	20.74%	27.11%	25.60%	25.60%	25.60%
销售成本（百万元）	219.76	253.59	291.79	238.76	383.90	408.69	408.69
增长率 (YOY)		15.40%	15.06%	-18.17%	60.79%	6.46%	0.00%
毛利（百万元）	57.36	81.05	76.35	88.80	132.10	140.62	140.62
增长率 (YOY)		41.29%	-5.80%	16.30%	48.76%	6.46%	0.00%
占总销售额比重	5.96%	5.21%	5.14%	4.61%	5.02%	4.20%	3.32%
占主营业务利润比重	9.84%	8.92%	7.81%	7.97%	7.23%	5.87%	4.61%
房地产							
平均售价（元/平米）					5,000.00	30,000.00	6,500.00
增长率 (YOY)					28.21%	500.00%	-78.33%
销售数量（千平米）					160.00	23.00	190.00
增长率 (YOY)					48.15%	-85.63%	726.09%
销售收入（百万元）			195.39	102.76	800.00	690.00	1,235.00
增长率 (YOY)				-47.41%	678.50%	-13.75%	78.99%
毛利率			21.88%	39.66%	50.00%	78.33%	56.92%
销售成本（百万元）			152.64	62.01	400.00	149.50	532.00
增长率 (YOY)				-59.38%	545.09%	-62.63%	255.85%
毛利（百万元）			42.75	40.76	400.00	540.50	703.00
增长率 (YOY)				-4.67%	881.47%	35.13%	30.06%
占总销售额比重			2.73%	1.44%	7.78%	5.28%	7.47%
占主营业务利润比重			4.37%	3.66%	21.89%	22.55%	23.06%
其它							
销售收入（百万元）	733.59	673.98	944.43	1,107.51	807.81	793.60	1,333.72
增长率 (YOY)		-8.13%	40.13%	17.27%	-27.06%	-1.76%	68.06%
毛利率	18.11%	22.71%	23.12%	22.55%	22.83%	25.00%	25.00%
销售成本（百万元）	600.75	520.89	726.11	857.73	623.38	595.20	1,000.29
增长率 (YOY)		-13.29%	39.40%	18.13%	-27.32%	-4.52%	68.06%
毛利（百万元）	132.84	153.09	218.32	249.78	184.42	198.40	333.43
增长率 (YOY)		15.25%	42.61%	14.41%	-26.17%	7.58%	68.06%
占总销售额比重	15.77%	10.49%	13.18%	15.57%	7.86%	6.07%	8.06%
占主营业务利润比重	22.78%	16.84%	22.33%	22.41%	10.09%	8.28%	10.94%
销售总收入（百万元）	4651.81	6423.41	7168.28	7112.42	10283.61	13075.35	16542.51
销售总成本（百万元）	4068.71	5514.38	6190.40	5998.04	8456.65	10678.91	13494.51
毛利（百万元）	583.10	909.03	977.88	1114.38	1826.96	2396.44	3048.00
平均毛利率	12.53%	14.15%	13.64%	15.67%	17.77%	18.33%	18.43%
总销量（不含贸易量），千吨	247.50	320.00	363.10	434.30	604.00	695.00	825.00

来源：国金证券研究所

图表2：三张报表预测

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	6,423	7,168	7,112	10,284	13,075	16,543
增长率		11.6%	-0.8%	44.6%	27.1%	26.5%
主营业务成本	-5,514	-6,190	-5,998	-8,457	-10,679	-13,495
% 销售收入	85.8%	86.4%	84.3%	82.2%	81.7%	81.6%
毛利	909	978	1,114	1,827	2,396	3,048
% 销售收入	14.2%	13.6%	15.7%	17.8%	18.3%	18.4%
营业税金及附加	-7	-22	-18	-53	-50	-83
% 销售收入	0.1%	0.3%	0.2%	0.5%	0.4%	0.5%
营业费用	-158	-156	-239	-339	-431	-546
% 销售收入	2.5%	2.2%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%
管理费用	-202	-177	-398	-350	-445	-562
% 销售收入	3.1%	2.5%	5.6%	3.4%	3.4%	3.4%
息税前利润 (EBIT)	542	623	460	1,084	1,470	1,856
% 销售收入	8.4%	8.7%	6.5%	10.5%	11.2%	11.2%
财务费用	-68	-185	-143	-158	-119	-116
% 销售收入	1.1%	2.6%	2.0%	1.5%	0.9%	0.7%
资产减值损失	-9	-281	-17	-20	-55	-2
公允价值变动收益	-4	0	0	0	0	0
投资收益	0	-7	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	461	150	300	906	1,296	1,738
营业利润率	7.2%	2.1%	4.2%	8.8%	9.9%	10.5%
营业外收支	12	30	29	10	10	10
税前利润	473	181	328	916	1,306	1,748
利润率	7.4%	2.5%	4.6%	8.9%	10.0%	10.6%
所得税	-73	24	-43	-119	-196	-262
所得税率	15.5%	-13.1%	13.1%	13.0%	15.0%	15.0%
净利润	400	204	285	797	1,110	1,486
少数股东损益	3	-23	-1	4	4	4
归属于母公司的净利润	397	227	286	793	1,106	1,482
净利率	6.2%	3.2%	4.0%	7.7%	8.5%	9.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	400	204	285	797	1,110	1,486
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	51	346	116	162	273	221
非经营收益	64	129	151	191	109	106
营运资金变动	-1,365	-789	-185	577	-14	575
经营活动现金净流	-850	-110	368	1,726	1,479	2,388
资本开支	-229	-364	-413	-1,274	-99	-30
投资	-58	-161	-33	-1	0	0
其他	0	0	-20	0	0	0
投资活动现金净流	-287	-525	-465	-1,275	-99	-30
股权募资	960	238	0	0	0	0
债权募资	787	406	663	-567	-302	0
其他	-156	-226	-255	-158	-301	-298
筹资活动现金净流	1,592	419	408	-725	-602	-298
现金净流量	454	-216	310	-274	778	2,061

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	958	742	1,174	900	1,678	3,738
应收款项	1,828	1,700	2,406	2,705	3,440	3,903
存货	2,239	2,224	2,347	2,317	2,048	1,849
其他流动资产	157	244	247	256	322	407
流动资产	5,182	4,910	6,175	6,178	7,488	9,897
% 总资产	86.6%	79.6%	77.2%	67.9%	73.1%	79.3%
长期投资	0	2	16	17	16	16
固定资产	657	987	1,311	1,548	1,488	1,399
% 总资产	11.0%	16.0%	16.4%	17.0%	14.5%	11.2%
无形资产	144	216	445	1,348	1,250	1,159
非流动资产	804	1,262	1,819	2,914	2,755	2,576
% 总资产	13.4%	20.4%	22.8%	32.1%	26.9%	20.7%
资产总计	5,986	6,172	7,993	9,092	10,243	12,473
短期借款	1,123	566	745	302	0	0
应付款项	1,920	1,349	2,018	2,901	3,402	4,300
其他流动负债	66	88	94	265	287	315
流动负债	3,109	2,003	2,857	3,467	3,690	4,615
长期贷款	210	200	685	685	685	685
其他长期负债	0	991	1,120	993	993	993
负债	3,319	3,194	4,662	5,145	5,368	6,293
普通股股东权益	2,508	2,842	2,988	3,600	4,524	5,825
少数股东权益	159	136	343	347	351	355
负债股东权益合计	5,986	6,172	7,993	9,092	10,243	12,473

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.284	0.163	0.205	0.568	0.792	1.061
每股净资产	3.800	2.035	2.140	2.578	3.240	4.171
每股经营现金净流	-1.288	-0.078	0.263	1.236	1.059	1.710
每股股利	0.300	0.200	0.100	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	15.81%	8.00%	9.57%	22.03%	24.44%	25.44%
总资产收益率	6.62%	3.68%	3.58%	8.72%	10.80%	11.88%
投入资本收益率	11.46%	14.88%	6.94%	15.92%	19.07%	20.08%
增长率						
主营业务收入增长率	38.08%	11.60%	-0.78%	44.59%	27.15%	26.52%
EBIT增长率	37.68%	14.89%	-26.19%	135.87%	35.55%	26.28%
净利润增长率	29.19%	-42.67%	25.86%	177.19%	39.43%	34.02%
总资产增长率	109.73%	3.11%	29.50%	13.75%	12.66%	21.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	60.5	60.3	67.0	70.0	70.0	60.0
存货周转天数	97.6	131.6	139.1	100.0	70.0	50.0
应付账款周转天数	43.6	39.6	45.7	52.0	43.0	43.0
固定资产周转天数	33.4	37.9	66.4	49.6	40.1	31.3
偿债能力						
净负债/股东权益	13.92%	34.03%	37.50%	27.35%	0.01%	-33.34%
EBIT利息保障倍数	8.0	3.4	3.2	6.8	12.4	16.0
资产负债率	55.44%	51.75%	58.32%	56.59%	52.40%	50.46%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-04-07	买入	7.89	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

强买：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 10%—20%；
 持有：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -10%—10%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 10%—20%；
 卖出：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室