

分析师： 刘元瑞 (8621)68751310 meiyx@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 梅崧玺 021-68751310 meiyx@cjsc.com.cn

冯先涛 021-68751310 fengxt@cjsc.com.cn

注册江苏金发子公司突破产能瓶颈 业绩有望超预期

事件描述

金发科技 2010 年 7 月 31 日公布公告，通过《关于组建江苏金发科技发展有限公司的议案》，决定在本公司董事会决定在江苏昆山经济技术开发区投资兴建改性塑料及化工新材料生产研发基地，并设立江苏金发科技发展有限公司，我们有以下四点点评：

第一，公司设立江苏金发子公司将进一步解决产能瓶颈，保证公司产销的增长，进而保证公司业绩的增长。

第二，预计公司未来将保持 20%以上的增速，是公司最大的看点。

第三，原材料价格下跌以来，公司的盈利能力有所恢复，公司业绩有超预期的可能。

第四，盈利预测和估值，由于销量超预期，我们上调公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.5, 0.59, 0.80，对应 PE 分别为 19.39, 16.47, 12.09，公司当前具有较强的安全边际，未来考虑增长，对应 2010 年业绩可给予 20~25 倍估值。此外，公司 2010 年 8 月 9 日限售股解禁，若给股价带来压力，那么将会是一个较好的买点，我们维持对公司的“推荐”评级。

事件评论

第一，公司设立江苏金发子公司将进一步解决产能瓶颈，保证公司产销的增长，进而保证公司业绩的增长。

公司为缓解产能瓶颈，加大对华东化工新材料市场的辐射力度设立江苏金发子公司，暂定注册资本 6.388 亿元人民币，将主要从事塑料及塑料制品，合成材料及合成材料制品，复合材料及复合材料制品的研发，生产，销售及技术服务，批发和零售贸易，自营进出口等业务。公司并未披露江苏金发的规模情况，但若根据注册资本推算，江苏金发产能规划有望超过上海金发，甚至有跟广州本部持平的可能，江苏金发继天津金发之后，给公司带来了新的增长空间。

表 1: 公司重要子公司的相关情况

子公司	注册资本/万元	备注
上海金发	37000	16 万吨产能受土地限制无法继续扩张
天津金发	18000	今年年底将陆续有产能投放
珠海万通	41000	主要从事新材料的研究和销售
江苏金发	63880	从注册资本推测，产能规划规模可能接近广州本部

资料来源：长江证券研究部

表 2: 公司产能分布情况

公司	产能
广州	35
上海	16
绵阳	6
天津	20 (规划)

资料来源: 长江证券研究部

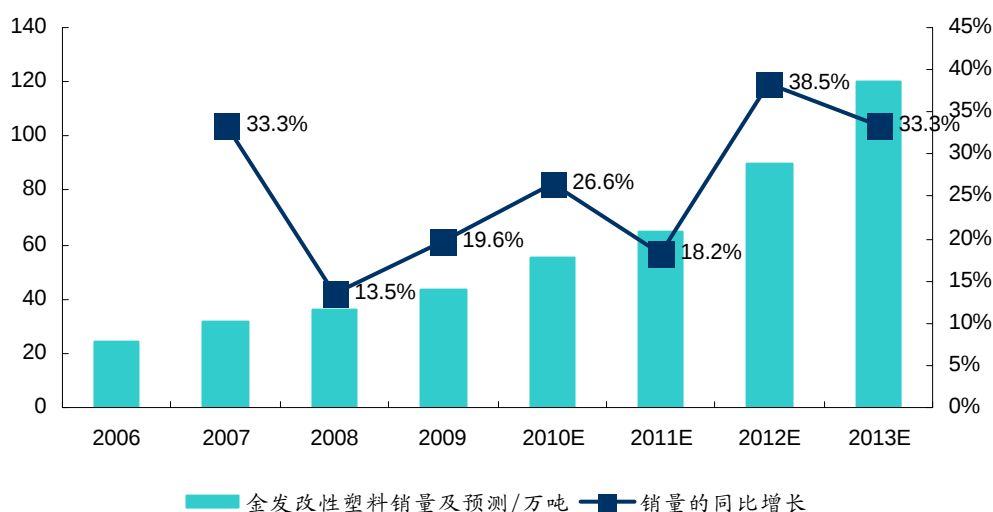
第二, 预计公司未来将保持 20% 以上的增速, 是公司最大的看点。

2009 年公司各类改性塑料 (不包含贸易) 的销量达到 43 万吨, 较 2008 年同比增长 19.6%, 超出市场预期, 当前月产量为 5 万吨, 2010 年公司改性塑料产量将达到 55 万吨, 预计增速将超过 25%, 有再次超预期的可能。假设天津厂 2010 年底能投放 5 万吨产能, 考虑到公司产能的满产, 2011 年公司产量有望达到 65 万吨, 2012 年新增天津厂 15 万吨产能, 珠海金发新增权益产能 10 万吨, 产量有望达到 90 万吨, 假设江苏金发产能规划为 30 万吨, 2013 年投产, 届时金发产能将有望达到 120 万吨, 较 2010 年增长超过一倍, 照此推算, 公司产销的年均复合增长率将达到 20%, 我们认为, 公司扩大规模带来的成长性在白马价值股的公司中算极为罕见的, 也是我们看好公司的最为主要的理由。

表 3: 公司未来产能扩张的估计

公司/产能	2010	2011	2012	2013
广州	33	38	38	38
上海	16	16	16	16
绵阳	6	6	6	6
天津		5	20	20
珠海			20	20
江苏				30
合计	55	65	90	120

资料来源: 长江证券研究部

图 1: 预计公司未来销量及同比增长情况


资料来源: 长江证券研究部

公司未来规模大幅扩展的风险可能在于销售, 但公司当前市场份额较低, 未来有提升的空间。假设公司 2010 年产销约为 55 万吨, 若改性塑料年均 10% 的需求增速得到维持, 公司 2010 年的市场份额约为 8.3%, 若 2013 年公司规模

扩大至 120 万吨，行业整体需求约为 878 万吨（假设 10% 的增长），预计公司 2013 年的市场份额将达到 13.7%。公司具有规模，技术，研发，经验等多方面的优势和民营企业的高效灵活的管理体制，我们认为公司在未来的竞争中能够胜出。

公司未来大规模扩大可能会摊薄股本，当期产能约为 58 万吨，公司 2010 年一季报净资产为 30 亿元，按照这个比例结算，公司新增 62 万吨产能需要投资 32 亿元。但考虑到公司的无形资产，技术，经验的积累以及公司当前的规模效应等可能能够以较低的价格拿到土地，我们认为公司新建产能的实际投资额将远低于净资产折算额。我们苛刻的假设公司建设未来的产能规划需要 30 亿元的资金，假设该部分资金全部以摊薄股本的方式进行，那么公司 EPS 将被摊薄 18.65%（假设 10 元/吨增发）。假设 2010 年的盈利能力得到维持，公司 2013 年单纯靠销量增加较 2010 年业绩提高 $116/55 \times 82.35\% = 80\%$ ，公司业绩的同比增长率将达到 20.2%。我们在上述推断中，对股本摊薄做了较为苛刻的假定，忽略了未来车用改性塑料产品在总的产品中比例提高而对公司整体毛利率的促进作用，忽视了公司较强的研发能力可能致使开发出新产品（如可降解，高温尼龙，碳纤维）等新产品而提高公司的实际盈利能力，我们认为即使考虑摊薄，未来公司每年 20% 的同比增长是较为保守的预计。

第三，原材料价格下跌以来，公司的盈利能力有所恢复，公司业绩有超预期的可能。

公司采取原材料成本加毛利的定价模式，公司对产品价格调价的幅度小于产品价格，时间上滞后产品价格，因此在原油价格下跌时，单吨盈利能力有扩大的可能，也是业绩有望超预期的时候，原油价格下跌带动乙烯，丙烯价格下跌以来，公司的盈利能力有所恢复，我们认为公司业绩有超预期的可能。

图 2：原材料乙烯价格持续回落



资料来源：WIND，长江证券研究部

图 3：原材料丙烯价格持续回落



资料来源：WIND，长江证券研究部

根据 15% 的毛利率，一吨的改性塑料价格约为 13000~14000 元/吨，毛利约为 1500~2000 元/吨之间，且接近 2000 的上限，若当前的形势得到维持，公司业绩有超预期的可能。

第四：盈利预测和估值：

预计公司 2010 年销售改性塑料约 55 万吨，较我们之前 50 万吨的预测提高 10%，相应的，我们上调公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.5，0.59，0.80，对应 PE 分别为 19.39,16.47,12.09，公司当前具有较强的安全边际，未来考虑增长，对应 2010 年业绩可给予 20~25 倍估值。此外，公司 2010 年 8 月 9 日限售股解禁，若给股价带来压力，那么将会是一个较好的买点，我们维持对公司的“推荐”评级。

主要风险：

- 1， 子公司项目的进度低于预期，江苏厂产能规模小于预期。
- 2， 原材料价格大幅上涨给公司带来成本的压力。
- 3， 主要下游家电，汽车等行业出现大幅下滑。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	7112	9234	10762	14358	货币资金	1174	923	1076	1436
营业成本	5998	7857	9150	12168	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1114	1376	1612	2190	应收账款	1630	2124	2475	3303
% 营业收入	15.7%	14.9%	15.0%	15.3%	存货	2347	3069	3574	4753
营业税金及附加	18	23	27	36	预付账款	227	298	347	461
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	20	14	17	22
销售费用	239	185	215	287	流动资产合计	6175	7435	8662	11540
% 营业收入	3.4%	2.0%	2.0%	2.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	398	277	323	431	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.6%	3.0%	3.0%	3.0%	长期股权投资	16	16	16	16
财务费用	143	75	93	127	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.0%	0.8%	0.9%	0.9%	固定资产合计	1312	1700	2079	2367
资产减值损失	17	13	9	21	无形资产	393	373	354	337
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	52	52	52	52
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	47	2	1	3
营业利润	300	803	945	1288	其他非流动资产	-1	-1	-1	-1
% 营业收入	4.2%	8.7%	8.8%	9.0%	资产总计	7993	9577	11163	14312
营业外收支	29	0	0	0	短期贷款	745	1086	1520	2653
利润总额	328	803	945	1288	应付款项	1675	2192	2553	3395
% 营业收入	4.6%	8.7%	8.8%	9.0%	预收账款	169	222	258	345
所得税费用	43	105	124	169	应付职工薪酬	49	63	73	97
净利润	285	698	821	1119	应交税费	11	22	26	36
归属于母公司所有者的净利润	286.1	698.0	821.5	1119.4	其他流动负债	209	265	309	411
少数股东损益	-1	0	0	0	流动负债合计	2857	3851	4739	6937
EPS (元/股)	0.20	0.50	0.59	0.80	长期借款	685	685	685	685
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	4	0	0	0
经营活动现金流净额	368	80	443	-35	其他非流动负债	1116	1116	1116	1116
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	4662	5652	6541	8738
收回现金					归属于母公司	2988	3582	4280	5231
长期股权投资	-19	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	343	343	343	343
固定资产投资	-413	-492	-508	-444	股东权益	3331	3925	4623	5574
其他	-34	0	0	0	负债及股东权益	7993	9577	11163	14312
投资活动现金流净额	-465	-492	-508	-444	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.205	0.500	0.588	0.802
银行贷款增加 (减少)	663	341	433	1134	BVPS	2.14	2.56	3.06	3.75
筹资成本	254	-180	-216	-295	PE	47.29	19.39	16.47	12.09
其他	-507	0	0	0	PEG	0.82	0.34	0.29	0.21
筹资活动现金流净额	410	161	217	839	PB	4.53	3.78	3.16	2.59
现金净流量	312	-251	153	360	EV/EBITDA	25.47	14.35	12.37	9.71
					ROE	9.6%	19.5%	19.2%	21.4%

分析师介绍

刘元瑞，长江证券行业研究员

梅崐玺，获得上海交通大学学士，硕士学位，目前在长江证券从事化工行业研究

冯先涛，获得上海交通大学学士，硕士学位，目前在长江证券从事化工行业研究

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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。