

分析师:	刘俊	(8621)68751310	meiyx@cjsc.com.cn	执业证书编号:	S0490208090171
联系人:	梅崧玺	(8621) 68751310	meiyx@cjsc.com.cn		
	冯先涛	(8621) 68751310	fengxt@cjsc.com.cn		
	张翔	(8627) 65799773	zhangxiang1@cjsc.com		

业绩符合预期 未来增长明确

事件描述

金发科技 2010 年 8 月 19 日公布半年报, 主要内容为:

公司实现营业收入 46.8 亿元, 同比增长 67.9%; 营业利润 1.6 亿元, 同比增长 9.6%; 实现归属上市公司股东的净利润 1.93 亿元, 同比增长 45.81%; 实现基本每股收益 0.14 元, 同比增长 40%; 公司营业外收入 4315 万, 实现扣除非经常性损益后的基本每股收益 0.11 元, 同比增长 22.22%; 净资产收益率 6.28%, 较去年同期增加 1.59%, 实现每股经营活动的现金流净额-0.08 元, 较去年同比降低 122.86%。我们有以下几点点评:

第一, 同比看, 产销的大幅增长, 产品价格 in 成本的推动下上涨, 营业外收入大幅上涨是营业收入同比大幅改善的主要原因; 公司 2 季度营业外收入 4315 万, 较同期大幅上涨, 考虑到账面的递延收益, 我们预计公司营业外收入在 2010,2011 年能够维持增长, 这块可能是超预期的部分。营业利润较去年增长 9.6%, 大幅低于营业收入的增速, 主要原因是当期和上期减值处理不同造成的。

第二, 环比看, 公司 2 季度收入, 毛利, 毛利率均有所提升, 我们认为主要是 2 季度销量高于 1 季度, 贸易业务毛利率恢复正常所致。公司半年报现金流流出 1.1 亿, 主要是公司加大采购所致。2 季度费用率小幅降低, 显示出降低的趋势, 我们预计未来还有降低的空间。

第三, 受益于汽车下游, 家电下游的快速增长和公司未来明确的扩能计划, 我们预计公司销量的复合增长率将维持在 25%以上, 是当前看好公司最大的理由。

第四, 二鞋厂, 尖山项目 2010 年起逐渐结算将增厚公司的业绩。

第五, 盈利预测和估值: 不考虑地产业务利润贡献的情况下, 我们维持公司 2010~2012 年 EPS 分别 0.481, 0.618, 0.797, 对应 PE 分别为 22.65, 17.65, 13.67, 未来到未来公司产能增长明确, 维持对公司的“推荐”评级。

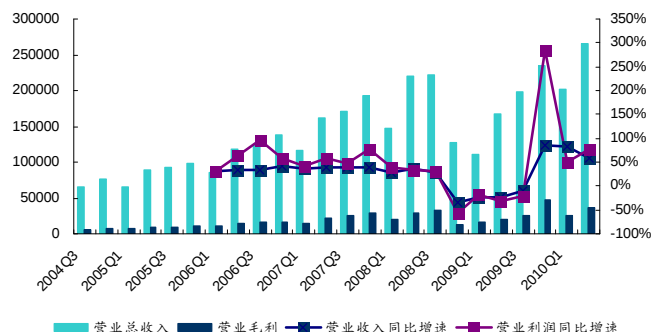
事件评论

第一, 同比看, 产销的大幅增长, 产品价格 in 成本的推动下上涨, 营业外收入大幅上涨是营业收入同比大幅改善的主要原因; 公司 2 季度营业外收入 4315 万, 较同期大幅上涨, 考虑到账面的递延收益, 我们预计公司营业外收入在 2010,2011 年能够维持增长, 这块可能是超预期的部分。营业利润较去年增长 9.6%, 大幅低于营业收入的增速, 主要原因是当期和上期减值处理不同造成的。

公司改性塑料销售从 2009 年上半年的 16 万吨提高到 2010 年上半年的 26 万吨, 同比增幅明显, 是公司营业收入大

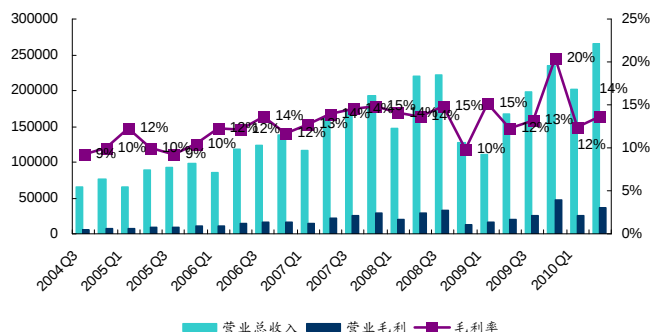
幅增长的主要原因。

图 1: 公司 2010 年 12 季度营业收入营业毛利大幅提高



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 2: 2010 年 1,2 季度公司毛利率小幅改善



资料来源: 中国资讯网, 长江证券研究部

公司营业利润较去年同期增长 9.6%，大幅低于营业收入的增速，我们认为主要原因是 2009 年公司冲回了 8287 万的减值，而 2010 年公司计提 1525 万减值。若剔除这部分的影响，公司营业利润的增速达到 $1.6+0.15*0.85=1.72$ 亿，2009 年公司营业利润调整后为 $1.46-0.8287*0.85=0.7556$ ，这样调节以后，公司营业利润增速达到 127%，尽管不能完全这么计算，但可以看出剔除减值因素后，公司的营业利润还是大幅增长的。营业毛利的大幅增长也反映出公司盈利随产销的提高而大幅提高，基本上与产销的提高是相匹配的。

公司上半年营业外生收入达到 4315 万，主要是政府补贴进利润表所致，公司上半年受到天津政府补贴款约 1.6 亿，公司当前递延收益账面为 2.78 亿，预计这两部分将在近两年将通过营业收入的方式进利润表，也就是公司营业收入的增长能够得到维持。

第二，环比看，公司 2 季度收入，毛利，毛利率均有所提升，我们认为主要是 2 季度销量高于 1 季度，贸易业务毛利率恢复正常所致。公司半年报现金流流出 1.1 亿，主要是公司加大采购所致。2 季度费用率小幅降低，显示出降低的趋势，我们预计未来还有降低的空间。

2010 年 2 季度，公司毛利率从 1 季度的 12.46% 上升至 13.61%，较 2009 年 1,2 季度的 15.21%，12.21% 降低 1~2 个百分点，我们认为主要是原材料涨价给公司带来的压力所致。公司阻燃，增强，增韧毛利率较去年同期降低 3~4%，塑料合金毛利率大幅降低，降幅为 8%，贸易业务的毛利率则基本恢复历史平均水平。公司阻燃，增强，增韧毛利率跌破 15%，小于 15%~16% 的毛利率目标，我们推测可能和公司 3.4 月份在产销良好的时候加大采购，之后原材料下跌有关。由于改性塑料业务属于轻资产模式，公司在毛利率降低的时候通过停产挺价时不会由此损失大量折旧费用，我们预计公司 15% 的毛利率能够得到维持，也就是说下半年公司毛利率能为恢复至 15% 左右。

表 1: 公司分业务毛利率的比较

	阻燃毛利率	增韧毛利率	增强毛利率	塑料合金毛利率	贸易毛利率
2001					6.54%
2002					7.43%
2003					6.61%
2004H	12.73%			13.61%	7.05%
2004					5.66%
2005Q1	13.65%			11.47%	8.55%
2005H	12.44%			8.12%	6.99%
2005	11.97%			11.11%	6.23%
2006Q1	13.42%			17.13%	4.48%

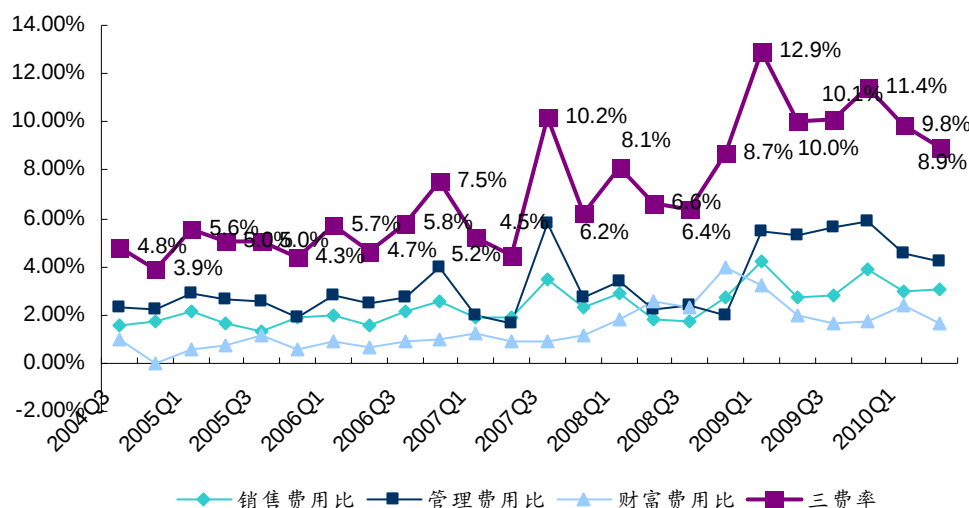
2006H	11.88%			17.19%	5.99%
2006	11.34%			20.70%	6.24%
2007H	12.61%			25.37%	5.50%
2007	13.90%			24.22%	5.85%
2008H	13.43%	17.71%	17.29%	21.46%	5.64%
2008	13.90%	17.71%	17.44%	20.74%	1.97%
2009H	18.89%	15.47%	15.36%	26.99%	-3.25%
2009	17.13%	17.10%	17.15%	27.11%	3.65%
2010H	14.72%	11.94%	13.96%	18.52%	6.12%

资料来源：长江证券研究部

公司半年报经营性现金流出 1.16 亿，主要是加大采购所致。存货中，原材料和产成品分别增加 1.8 亿，1 亿，经营性应收-经营性应付增加约为 6000 万，从经营性现金考虑，公司若把存货，原材料，产成品变现，提出应收应付的影响，上半年的现金流为 2.3 亿，对应现金流 0.164 元。此外，在原材料价格上涨的时候，企业现金流降低是正常且必要的。

费用方面：公司 2 季度，管理费用率 4.23%，较 1 季度降低 0.3%，三费率为 8.95%较 1 季度降低约 1%。公司历史上三费率约为 6%~8%。我们预计公司三费率可能还有降低的空间。

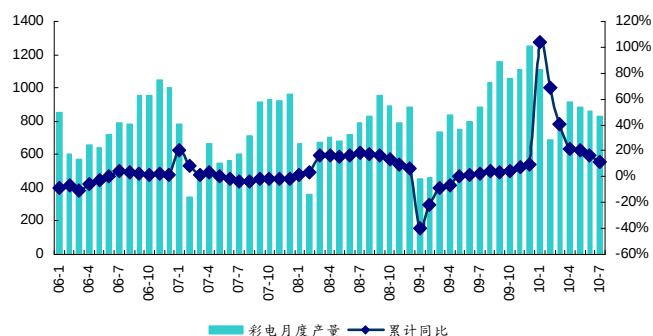
图 3：参考历史平均情况预计公司三费率有降低的空间



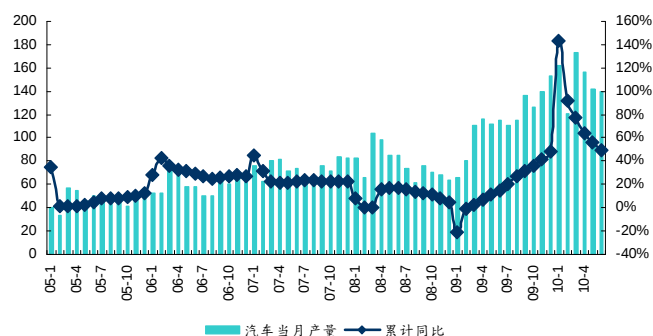
资料来源：长江证券研究部

第三，受益于汽车下游，家电下游的快速增长和公司未来明确的扩能计划，我们预计公司销量将维持 30%左右的复合增长，是当前看好公司最大的理由。

2010 年，我国彩电，汽车的产销良好，特别是汽车，截止 2010 年 6 月份的数据，我国汽车行业产量达到 892.73，累计同比增速达到 48.84%。这也是公司产销超预期的主要原因。

图 4：公司下游彩电累计增速保持 10%以上


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5：公司下游汽车累计增速达到 48%


资料来源：中国资讯网，长江证券研究部

公司公告投资江苏子公司，注册资本达到 6 亿，为的是弥补上海金发产能因土地受限而无法扩张的问题，预计 2011 年，2012 年起将逐渐放量。预计公司未来产能的年均复合增长率达到 25%。当期公司毛利率基本处于底部，量的扩张基本能够对应业绩的增长。

表 2：预计公司未来产能扩张情况

公司/产能	2010	2011	2012	2013
广州	38	38	38	38
上海	16	16	16	16
绵阳	6	6	6	6
天津		10	20	20
珠海				20
江苏		5	10	20
合计	60	75	90	120

资料来源：长江证券研究部

第四，二鞋厂，尖山项目 2010 年起逐渐结算将小幅增厚公司的业绩。

公司二鞋厂，尖山项目 2010 年起将逐渐销售，结算，预计将从 2010 年起增厚公司的业绩。

表 3：房地产情况的估计

	二鞋厂	尖山（麓城二期）
地块面积（平方米）	39270.75	344142.41
容积率	3.2	1.8
土地成本(估计)	1500	1500
建筑成本(估计)	1500	1500
预计售价(估计)	5000	8000
进度(估计)	2010 年销售	2010 年动工

资料来源：长江证券研究部

第五，盈利预测和估值：

不考虑地产业务利润贡献的情况下，我们维持公司 2010~2012 年 EPS 分别 0.481,0.618,0.797，对应 PE 分别为 22.65,17.65,13.67，未来到未来公司产能增长明确，维持对公司的“推荐”评级。

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	9450	11906	15046	货币资金	1174	945	1191	1505
营业成本	5998	8187	10265	12908	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1114	1262	1641	2138	应收账款	1630	2174	2739	3461
% 营业收入	15.7%	13.4%	13.8%	14.2%	存货	2347	3198	4010	5042
营业税金及附加	18	24	30	38	预付账款	227	310	389	489
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	20	15	18	23
销售费用	239	189	238	301	流动资产合计	6175	7672	9644	12160
% 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	283	357	451	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	78	109	149	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.0%	0.8%	0.9%	1.0%	固定资产合计	1312	1702	2092	2386
资产减值损失	17	14	14	19	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	2	2
营业利润	300	673	892	1181	其他非流动资产	-1	-1	-1	-1
% 营业收入	4.2%	7.1%	7.5%	7.9%	资产总计	7993	9816	12159	14952
营业外收支	29	100	100	100	短期贷款	745	1237	2116	3031
利润总额	328	773	992	1281	应付款项	1675	2285	2864	3602
% 营业收入	4.6%	8.2%	8.3%	8.5%	预收账款	169	227	286	361
所得税费用	43	101	130	168	应付职工薪酬	49	65	82	103
净利润	285	672	862	1113	应交税费	11	22	28	36
归属于母公司所有者的净利润	286.1	671.9	862.4	1113.3	其他流动负债	209	276	347	436
少数股东损益	-1	0	0	0	流动负债合计	2857	4112	5723	7569
EPS (元/股)	0.20	0.48	0.62	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	-47	124	165	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	5913	7524	9370
收回现金					归属于母公司	2988	3560	4293	5239
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	-494	-519	-450	股东权益	3331	3902	4636	5582
其他	-34	0	0	0	负债及股东权益	7993	9816	12159	14952
投资活动现金流净额	-465	-494	-519	-450	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	0.481	0.618	0.797
银行贷款增加 (减少)	663	492	879	915	BVPS	2.14	2.55	3.07	3.75
筹资成本	254	-179	-239	-316	PE	53.20	22.65	17.65	13.67
其他	-507	0	0	0	PEG	0.93	0.40	0.31	0.24
筹资活动现金流净额	410	313	641	599	PB	5.09	4.28	3.55	2.91
现金净流量	312	-229	246	314	EV/EBITDA	28.59	18.50	14.64	11.59
					ROE	9.6%	18.9%	20.1%	21.3%

分析师介绍

梅崑奎，上海交通大学学士，硕士，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

张翔，获南京大学经济学硕士学位，武汉大学化学、管理学双学士学位，目前在长江证券研究所从事基础化工行业研究。

刘俊，武汉大学经济学硕士。

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
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@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。