

金发科技 600143


 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

新产能 新产品 双引擎增长的行业龙头

事件:

我们于近期前往广州金发科技公司总部进行了调研，与公司管理层进行了交流，对行业的现状及公司的前景进行了了解。主要观点如下：

- 我国改性塑料需求量未来几年将保持较快的增长速度。**
 目前，我国的塑料消费还处在较不发达的阶段，从塑钢比较低就可以看出来。而且我国的改性塑料消费量仅约占塑料总消费量的10%，世界平均水平为20%左右，我国改性塑料行业仍有较大的发展空间。在消费升级和技术进步的推动下，“以塑代钢”、“以塑代木”必将成为我国新材料发展的趋势。
- 金发科技是国内改性塑料行业无可争议的龙头。**虽然国内改性塑料企业众多，但金发科技以产能60万吨，占据国内市场份额10%而成为其中的佼佼者。作为市场领导者，金发科技在规模、研发、品牌、品质和服务等方面的领先地位将保证公司业务的稳步发展。
- 公司未来3年产能急速扩张。**公司为了解决产能瓶颈，先后设立了天津金发、江苏金发，并投资了珠海万通。我们预计，2013年所有项目达产后公司将拥有近110万吨权益产能，较目前增长近一倍，年均复合增长率达到22.4%。
- 新产品，未来增长的另一个引擎。**经过技术改造，目前金发科技已有新产品改性聚苯醚和完全生物降解塑料投产，而且正在研发碳纤维材料等新产品。这些产品技术含量高，市场前景好，而且国内竞争还不激烈，有着不错的盈利能力。如果金发科技能够很好的利用自身的技术力量和先发优势将这些产品做大做强，这无疑将是公司未来增长的另一个引擎。
- 给予推荐评级。**我们计算出金发科技2010年至2012年的每股收益分别为0.48元、0.63元及0.74元，复合增长率达到24.2%。考虑到公司未来增长的确定性以及同业公司的市场定位，我们给予金发科技推荐评级，目标价15.8元，相对于2011年每股收益25倍PE。

化工新材料 III	2010-09-29
评级	推荐（首次）
目标价格	15.80
当前价格	13.53

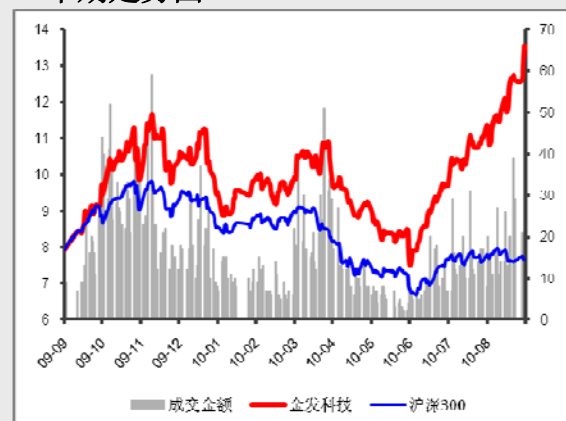
基础数据

总市值(百万)	18,894.65
总股本/流通股本(百万)	1,396.5 / 1,396.5
流通市值(百万)	18,894.65
每股净资产	2.18
净资产收益率	4.43%

交易数据

52周内股价区间	13.79/7.40
市盈率	28.1
市净率(MRQ)	5.32

一年期走势图



行业研究员：万炜、张欣

证书编号	S0820208030013
电话	021-32229888-3502
E-mail	wanwei@ajzq.com

相关报告:

目 录

1. 公司背景	4
公司简介	4
主营业务	5
股权结构	6
2. 改性塑料行业状况	7
改性塑料，应用广泛的新型材料	7
家电行业对改性塑料需求将保持旺盛	8
汽车对改性塑料需求还有很大增长空间	11
低塑钢比及低改性塑料消费比保障了需求快速增长	12
金发科技是改性塑料行业无可争议的龙头	13
3. 投资要点	14
公司产能将大幅扩张	14
改性塑料产品毛利率将保持稳定	15
材料贸易及房地产有所复苏	17
新产品，未来增长的另一个引擎	18
4. 盈利预测及投资评级	19

图表目录

图表 1	金发科技主要产品功能及应用领域	4
图表 2	金发科技分产品营业收入	5
图表 3	金发科技分产品毛利	5
图表 4	金发科技股权结构	6
图表 5	塑料改性技术的作用	8
图表 6	改性塑料的主要消费领域	8
图表 7	家用电器中塑料使用比重	9
图表 8	家用电器中普通塑料及改性塑料使用量	9
图表 9	我国电冰箱月度产量及增速	10
图表 10	我国洗衣机月度产量及增速	10
图表 11	我国空调月度产量及增速	10
图表 12	我国电视机月度产量及增速	10
图表 13	汽车应用塑料的趋势	11
图表 14	我国汽车月度产量及增速	12
图表 15	国内主要改性塑料企业产能状况	13
图表 16	金发科技产品下游行业分布	14
图表 17	金发科技改性塑料销售量（不含贸易品）	14
图表 18	金发科技未来产能扩张预测	15
图表 19	金发科技生产流程图	16
图表 20	金发科技产品毛利率与原油价格走势图	16
图表 21	金发科技产品毛利率与主要塑料价格走势图	16
图表 22	金发科技材料贸易收入在营业收入中占比及毛利率	17
图表 23	金发科技房地产项目概况	17
图表 24	金发科技主要产品毛利率预测	19
图表 25	金发科技盈利预测结果（百万元）	20
图表 26	金发科技第二期股票期权激励计划（草案）	20
图表 27	金发科技与普利特估值对比	21

1. 公司背景

公司简介

金发科技股份有限公司（以下简称金发科技或公司）成立于1993年，是一家主营高性能改性塑料研发、生产和销售的高科技公司。公司是全球改性塑料行业产品覆盖种类最为齐全的企业之一，也是目前国内规模最大、产品最齐全的改性塑料生产企业。

公司具备年产60万吨改性塑料的生产能力，拥有阻燃树脂、增强增韧树脂、塑料合金、功能母粒和降解塑料等七大系列自主知识产权产品。主要产品广泛应用于汽车、家电、OA设备、IT、通讯、电子、电工电器、建材、灯饰、航空航天等多种行业，市场占有率稳居国内市场前列。

图表1 金发科技主要产品功能及应用领域

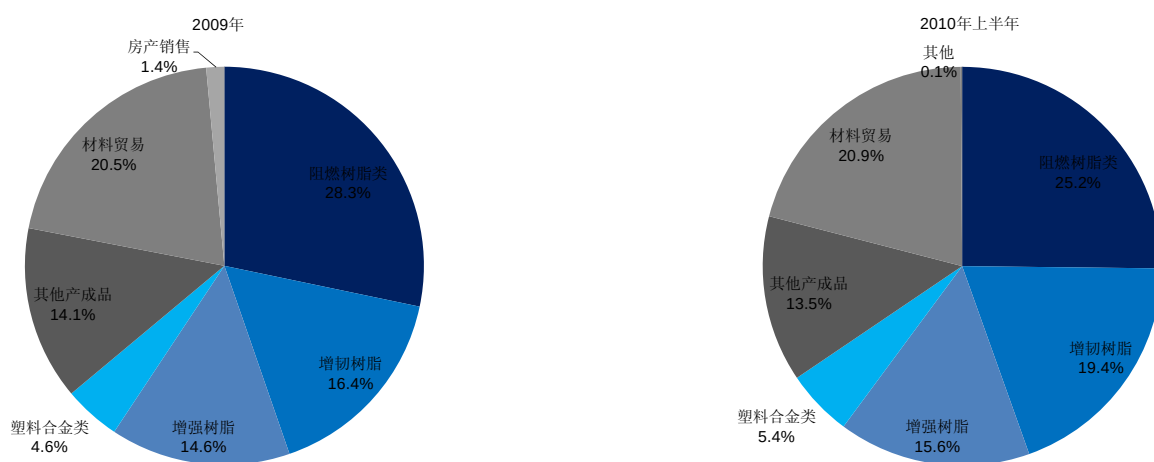
产品种类	主要产品	主要功能	主要应用领域
阻燃树脂类	阻燃高抗冲聚苯乙烯树脂	可大大减少发生短路、过载、水浸等情况时产生火灾的风险	电视机、电脑、打印机、复印机、传真机、灯饰、音响等产品上的外壳、内部零件、周边器材
	阻燃聚丙烯树脂		
	阻燃ABS树脂		
增韧树脂类	耐候增韧 PP专用料	具有低温韧性好、成型收缩率小、刚性高、耐候性强等优点，主要用于需耐气候、紫外线的户外环境	家电产品、汽车零部件
增强树脂类	玻纤增强热塑性塑料类		电脑配件、机械零部件、电动工具、灯具等
塑料合金类	PC合金	PC合金产品具有冲击强度高、抗蠕变性、耐热、吸水率低，无毒、介电性优良等特点	汽车仪表面板、计算机和办公室自动化设备、电动工具外壳、蜂窝电话等
	PVC合金	PVC合金具有优异的力学性能、耐候性能、加工流变性能，制品表面光泽好，注塑、挤出效果好，是一种性价比极为优异的合金材料	家电外壳、电器开关、电表外壳、灯饰材料、通讯网络、建材等
	聚酯合金	聚酯合金具有优异的机械性能（耐疲劳）、尺寸稳定性、耐化学试剂、耐环境应力开裂的能力	汽车、家电、电动工具等
功能色母类	高抗冲聚苯乙烯增韧阻燃色母料	该母料与HIPS（高抗冲聚苯乙烯树脂）按一定的比例混合注塑的制品能满足UL94、IEC-65和GB8898等标准对电器、电子产品不同的阻燃要求，同时还可以改善HIPS树脂的韧性、加工流动性和脱模性，赋予HIPS树脂颜色，既降低生产成本又提高产品品质。	电子、电器产品的外壳

数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

主营业务

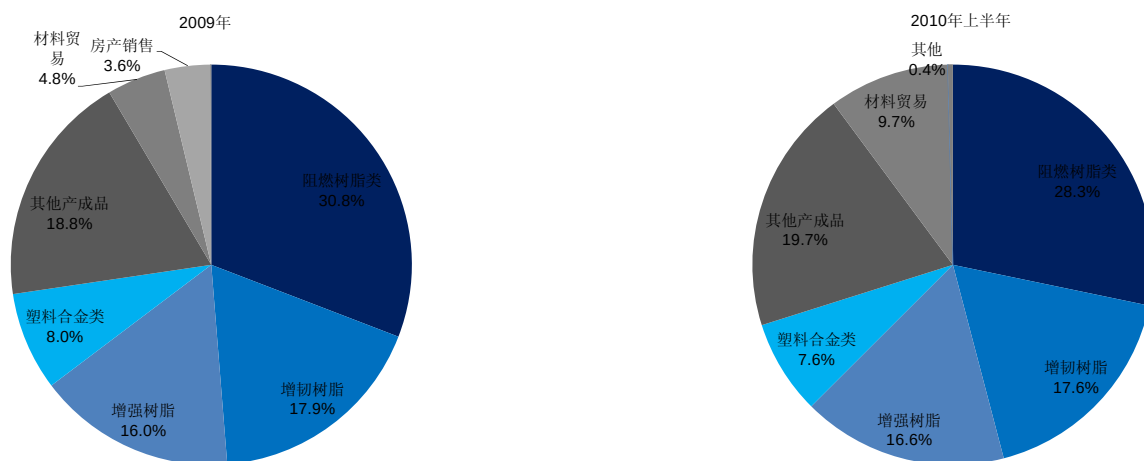
除以上这些产品外，金发科技还经营改性塑料贸易以及房地产项目。图表2及图表3是金发科技2009年以及2010年上半年各项产品收入以及毛利分布情况。

图表2 金发科技分产品营业收入



数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

图表3 金发科技分产品毛利

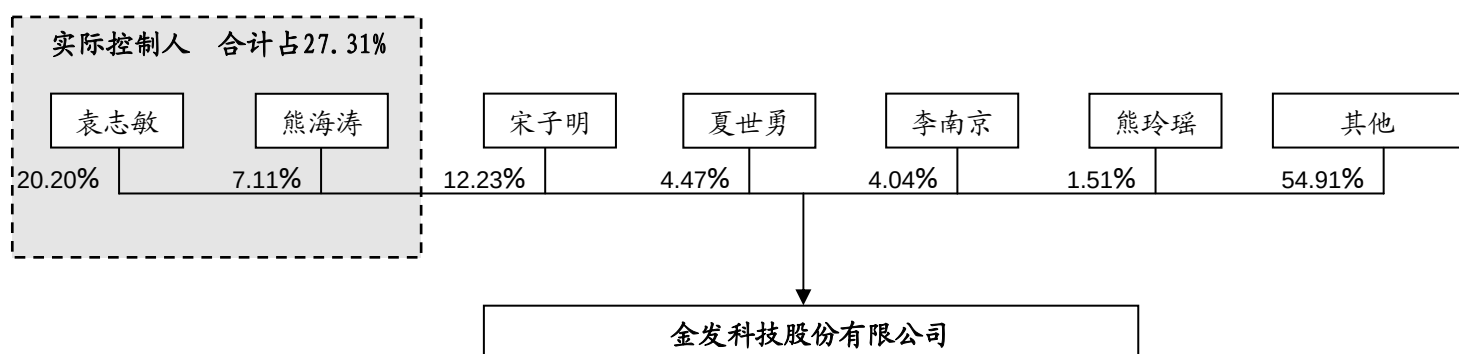


数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

股权结构

目前公司第一大股东是公司创始人袁志敏，持有282.08百万股，占公司股份总数的20.2%。第三大股东熊海涛持有公司99.3百万股，占公司股份总数7.1%。两人为夫妻关系，合计持有公司股份总数的27.3%，处于相对控股地位，是公司的实际控制人。

图表4 金发科技股权结构



数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

2. 改性塑料行业状况

改性塑料，应用广泛的新型材料

塑料是世界上应用最广泛的材料之一，作为金属、玻璃、陶瓷、木材和纤维等材料的代用品，广泛应用于包装、农业、交通运输、建筑建材、电子电气、IT、通讯等多个领域，是现代生活和尖端工业不可缺少的材料，在工农业生产和人们的日常生活中具有广泛用途。塑料具有以下的基本性能：（1）质轻、强度高；（2）优异的电绝缘性能；（3）优良的化学稳定性能；（4）减磨和耐磨性能良好；（5）透光及防护性能；（6）减震、消音性能优良等。

然而，塑料也有不足之处。例如，耐热性差；热膨胀系数大，容易受温度变化而影响尺寸的稳定性；在大气、阳光、长期的压力或某些介质作用下会发生老化，使性能变差等。塑料的这些缺点或多或少地影响或限制了它的应用。

因此，塑料在应用到家电、汽车、IT、通讯等一些对性能要求较高的行业时，需要经过特殊的处理，即塑料改性。塑料改性，通常是指向一种塑料基材中加入合适的改性剂，使其获得某些特殊的性能，如阻燃、抗冲、高韧性、易加工性等。由此获得的材料称为改性塑料。

改性塑料的基材以五大通用塑料（PE、PP、PVC、PS、ABS）、五大工程塑料（聚碳酸酯PC、聚酰胺PA、聚酯PBT、聚苯醚PPO、聚甲醛POM）为主，还可以是特种工程塑料如聚苯硫醚（PPS）、液晶高分子聚合物（LCP）等。改性剂可以是阻燃剂、增韧剂、稳定剂等，也可以是另一种塑料。

改性的方法有填充、共混、增强等。通过填充的方法制得的品种有阻燃高抗冲PS、阻燃PP、阻燃ABS等；通过共混制得的品种主要是塑料合金，如PC/ABS合金、PC/PS合金等；通过增强制得的品种主要有玻纤增强热塑性塑料等。

塑料改性技术的发展，对塑料工业和新材料发展起到了重大的推动作用。通过改性技术的应用，可以起到以下作用（见图表5）。

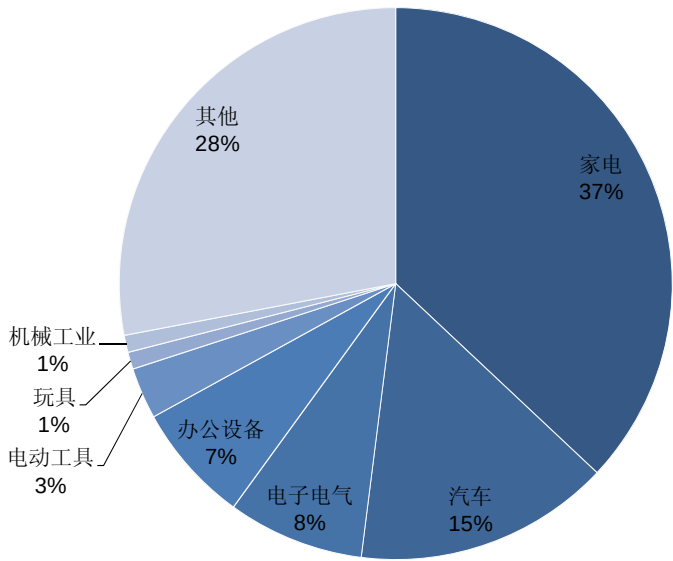
图表5 塑料改性技术的作用

作用	举例
克服局限性	克服加工性差、强度不够等缺陷
赋予新的功能	赋予阻燃、耐候、高抗冲性、抗菌、抗静电等新的功能
降低成本	如对PP进行矿物质增强增韧改性，对工程塑料改性，降低成本的效果更明显

数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

从目前情况看，我国改性塑料的主要消费领域为家电、汽车、电子电器等，见图表6。

图表6 改性塑料的主要消费领域

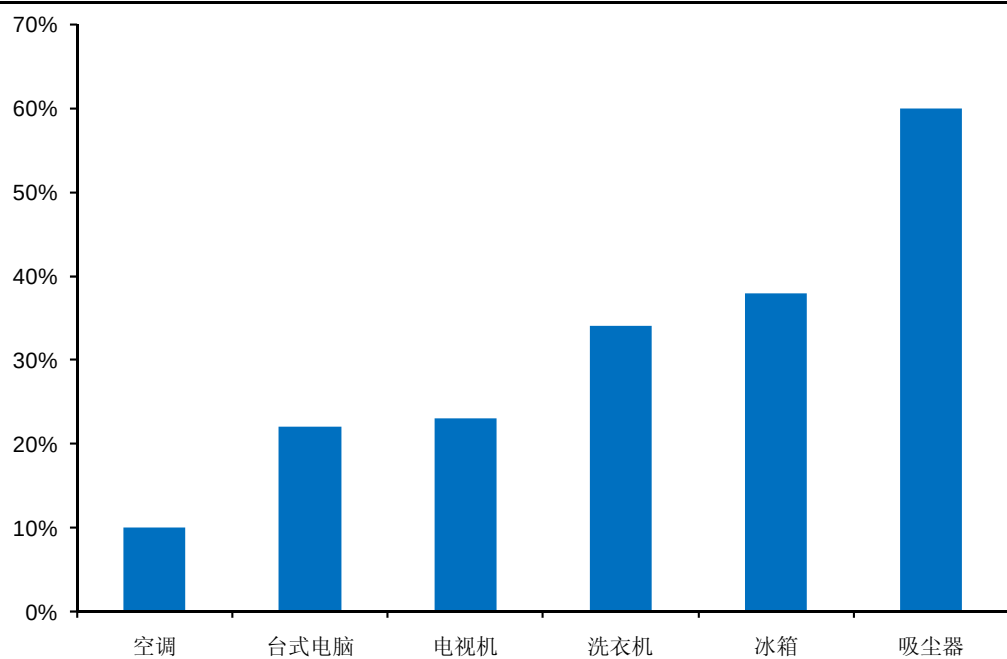


数据来源：中国工程塑料网，爱建证券研究发展总部

家电行业对改性塑料需求将保持旺盛

随着家电产品轻薄化和降低成本的需要，塑料在家电产品中的应用比例越来越大，已成为家电行业仅次于钢材的第二大材料。据统计资料显示，目前中国主要家用电器中塑料所占比例分别为：吸尘器60%、电冰箱38%、洗衣机34%、电视机23%、空调10%（见图表7）。

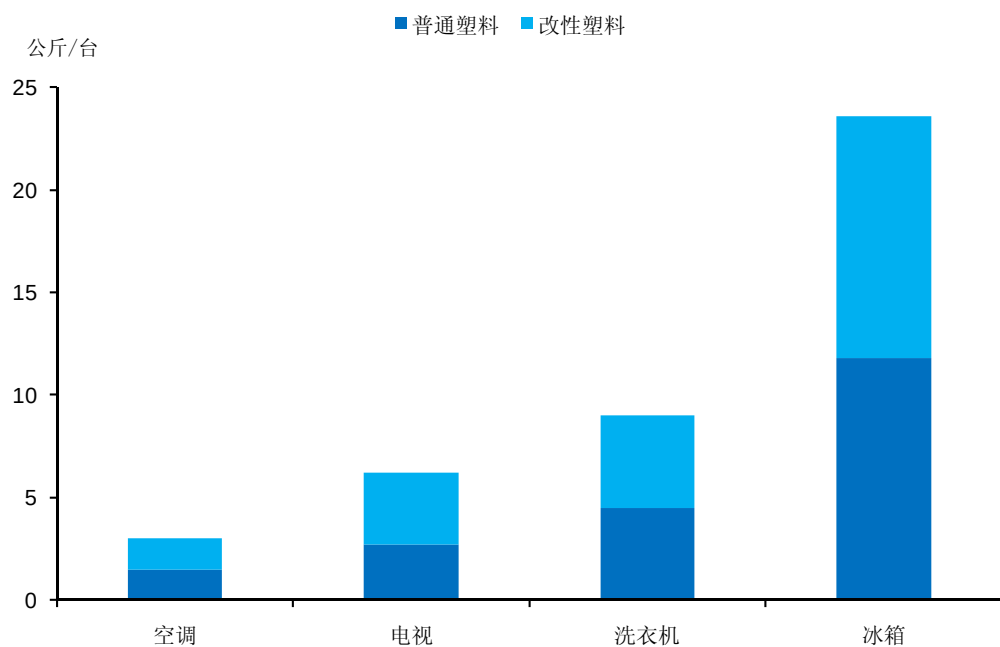
图表7 家用电器中塑料使用比重



数据来源：中国工程塑料网，爱建证券研究发展总部

而家电所使用的塑料一半以上都是改性塑料，见图表8。

图表8 家用电器中普通塑料及改性塑料使用量

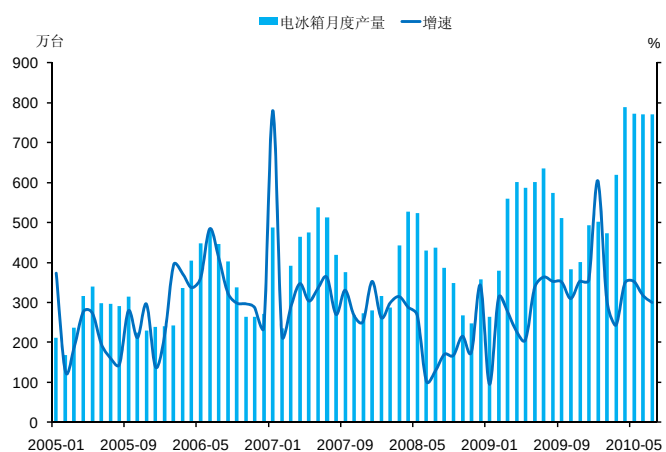


数据来源：中国工程塑料网，爱建证券研究发展总部

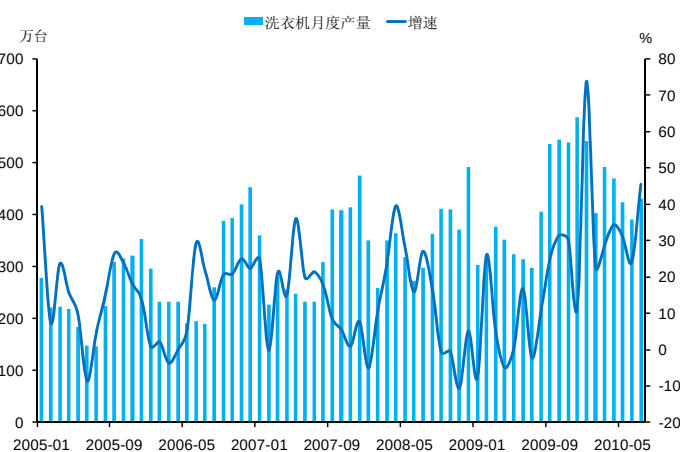
随着塑料改性技术进步及塑料加工技术提高，家用电器的塑料化已经成为家电行业的重要发展方向之一，塑料在家电中的用量比例有明显提升的趋势，目前已经有全塑吸尘器、全塑电熨斗、全塑洗衣机等产品问世。

近几年，随着家电下乡以及以旧换新等政策的实施，我国家电消费出现了井喷行情，我们预计，未来几年我国家电产量的提升以及塑料用量比例的提高将使得我国家电行业改性塑料需求增速保持在15%左右。

图表9 我国电冰箱月度产量及增速

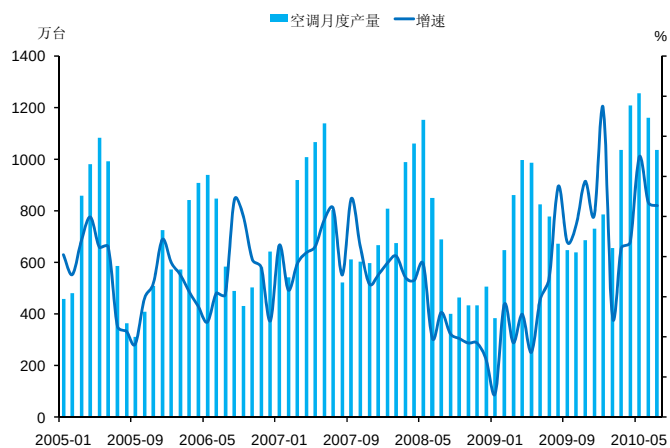


图表10 我国洗衣机月度产量及增速

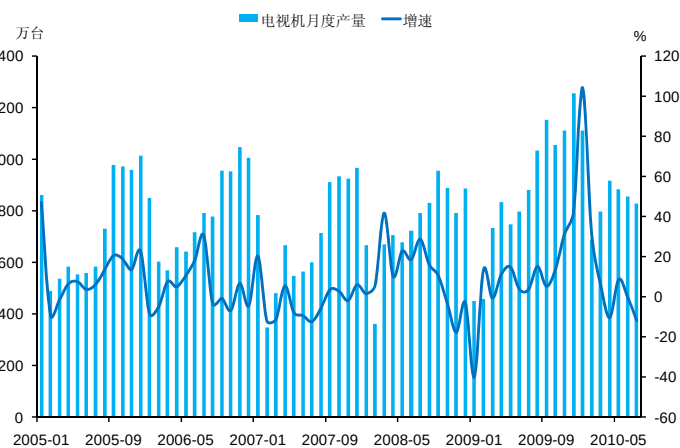


数据来源：国家信息中心，爱建证券研究发展总部

图表11 我国空调月度产量及增速



图表12 我国电视机月度产量及增速



数据来源：国家信息中心，爱建证券研究发展总部

汽车对改性塑料需求还有很大增长空间

改性塑料是最重要的汽车轻质材料，其良好的物理性能、耐化学蚀性、设计自由度大、着色性好、加工性能好等优点推动了改性塑料在汽车工业上的广泛应用，对汽车减重、环保、安全、美观、舒适、节能、耐用等起到重要作用。汽车塑料化已成为汽车工业发展的趋势，这主要是基于三个主要理由：

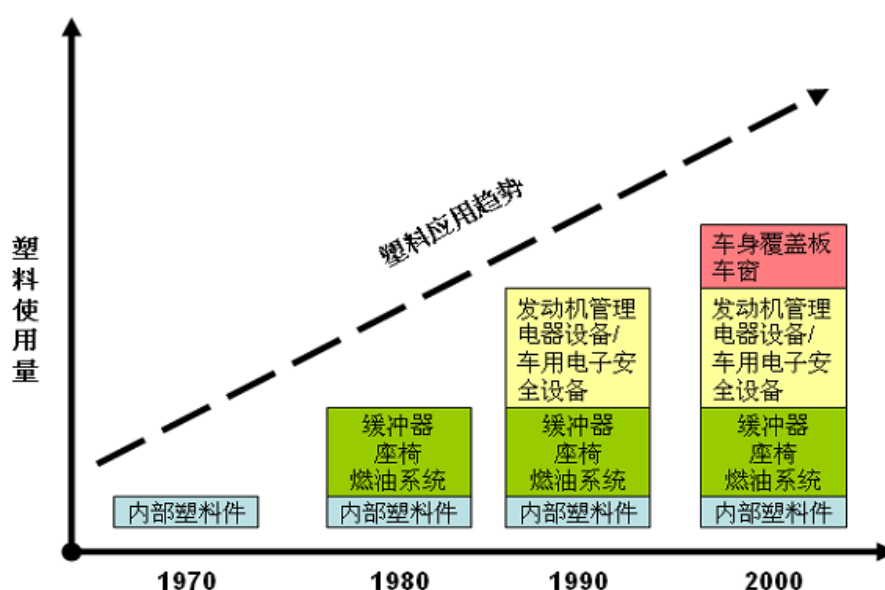
一是节能，由于1公斤塑料可以替代2—3公斤钢材等更重的材料，而汽车自重每下降10%，油耗可以降低6%—8%，所以增加塑料在汽车中的用量可以降低整车成本、重量，并达到节能效果。

二是改善功能，塑料能吸收大量的碰撞能量，对强烈撞击有较大的缓冲作用，对车辆和乘员起到保护作用，而且塑料对酸、碱、盐、汽油等化学物质的腐蚀具有抵抗能力，局部受损不会腐蚀。

三是简化制造工序，塑料能够一次成型复杂零件，使多个零件一体化，能采用各种成型法大批量生产，生产效率高、成本较低、经济效益显著，如果以单位体积计算，生产塑料零部件的费用仅为有色金属的1/10。

正因为有以上优点，汽车塑料的应用经历了从汽车的内饰件向外饰件、结构件以及车身部件的不断扩展。塑料占汽车自重的比例不断提高，国际上平均单车的塑料用量从上世纪的 50—60kg 发展到2000年的105kg，到目前已经进一步提高到150kg。如图表13所示。

图表13 汽车应用塑料的趋势

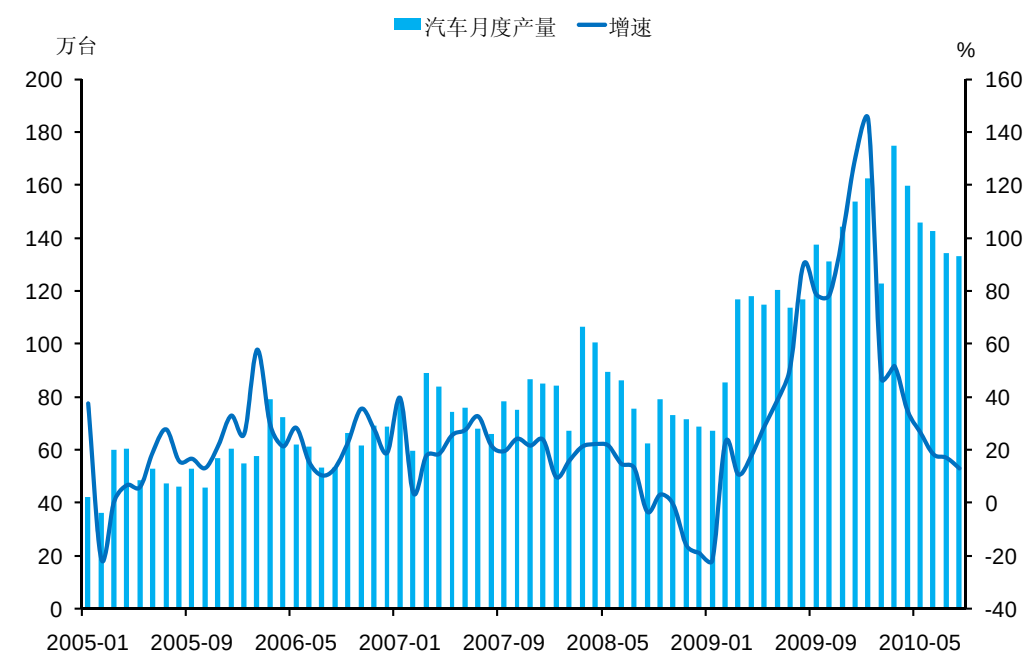


数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

目前，我国单车塑料用量占汽车总重量的8%左右，达到国外发达国家20世纪90年代中后期的水平。而在世界上汽车塑料单车用量最大的德国，塑料用量占材料总用量的15%，其他如日本、美国和欧洲等发达国家，单车塑料用量已达到汽车总重量的13%，而且还在继续增长。

随着我国汽车产量保持高速增长以及单车塑料用量的提高，我们预计汽车行业对改性塑料的需求未来也能保持15%左右的增长。

图表14 我国汽车月度产量及增速



数据来源：国家信息中心，爱建证券研究发展总部

低塑钢比及低改性塑料消费比保障了需求快速增长

目前，我国的塑料消费还处在较不发达的阶段，从塑钢比（塑料消费体积与钢材消费体积的比值）仅为30: 70就可以看出来，世界平均水平为50: 50，而发达国家如德国为63: 37，美国更是达到了70: 30。而我国的改性塑料消费量仅约占塑料总消费量的10%，世界平均水平为20%左右，我国改性塑料行业仍有较大的发展空间。

在消费升级和技术进步的推动下，“以塑代钢”、“以塑代木”必将成为我国新材料发展的趋势，预计未来几年我国改性塑料需求量将会保持10%~15%增长速度。

金发科技是改性塑料行业无可争议的龙头

改性塑料行业属于轻资产行业，固定资产折旧成本只占生产成本的10%，90%都是原材料成本（如通用塑料、工程塑料、改性助剂等），而且投资门槛低（一条普通的生产线投资约为100万元）。因此国内改性塑料企业众多，超过2000家，但多数都是年产不超过3000吨的小企业，产能超过万吨的企业屈指可数，而金发科技以产能60万吨，占据国内市场份额10%而成为其中的佼佼者（见图表15）。

我国改性塑料行业“十一五”发展规划要点其中一点就是要“形成以广州金发科技有限公司为代表的第一梯队，生产能力1万~5万t/a的企业为第二梯队，生产能力在1000t以上的企业为第三梯队的金字塔形产业队伍，基本形成500万t/a的产业规模。”作为市场领导者，金发科技在规模、研发、品牌、品质和服务等方面的领先地位将保证公司业务的稳步发展。

图表15 国内主要改性塑料企业产能状况

企业名称	产能（万吨）
金发科技	60
普利特	6.2
杰事杰	约6
温州俊尔	约5
聚菱燕	2.9

数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

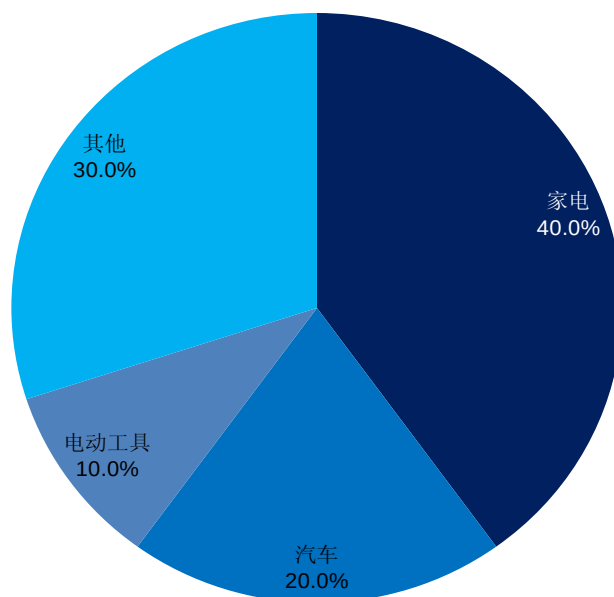
由于改性塑料生产企业众多，而固定资产投资、折旧成本又较低，因此行业的供给弹性相当大。当行业景气低迷、下游需求不旺时，企业能迅速降低产量，缩小规模，当行业景气上升、下游需求复苏后，企业又能迅速提高产量，扩大规模，因此行业基本处于一种动态的平衡中，不存在严重的供应过剩或者供应不足。

3. 投资要点

公司产能将大幅扩张

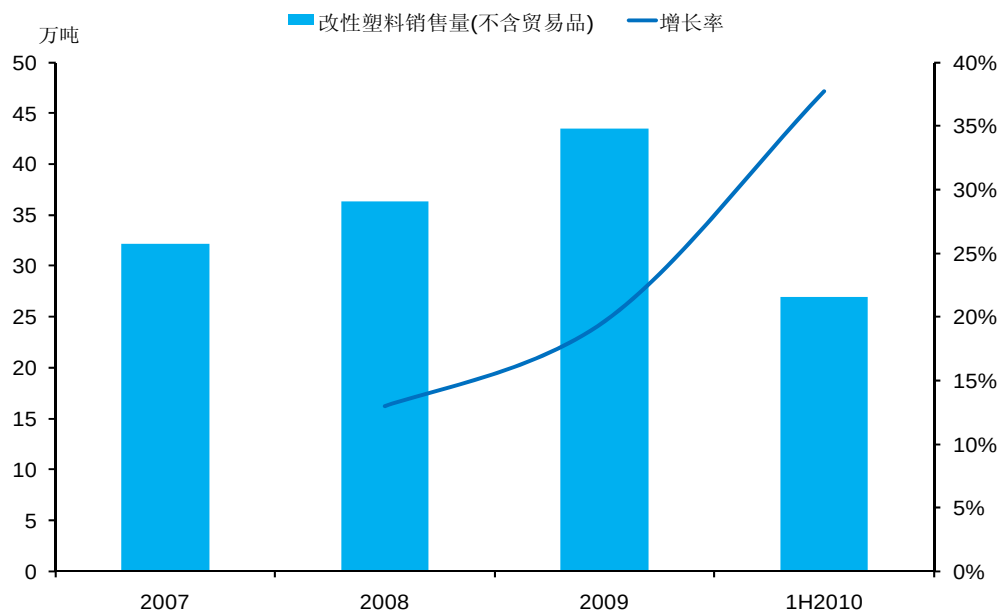
同我国改性塑料主要消费领域集中在家电、汽车一样，金发科技的产品下游也集中在这两个行业，大致的比例是如图表16所示。近几年在家电下乡、以旧换新及汽车减免购置税等优惠政策的刺激下，家电及汽车产量呈现了高速增长的势头，金发科技的产销量也有较大增长（见图表17）。

图表16 金发科技产品下游行业分布



数据来源：爱建证券研究发展总部

图表17 金发科技改性塑料销售量（不含贸易品）



数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

目前金发科技约有60万吨产能，但2010年上半年就生产销售了各类改性塑料产品（不含贸易品）26.92万吨，产能利用率已经非常高了。显然，产能瓶颈已成为制约公司发展的主要障碍。

2009年，公司利用自有资金1.8亿元投资设立天津金发新材料有限公司，公司子公司上海金发科技发展有限公司利用自有资金2.1亿元投资珠海万通化工有限公司（注册资本为4.1亿万元），公司占51.22%。2010年7月，公司公告投资6.388亿元设立江苏金发科技发展有限公司。一系列的投资行动拉开公司产能扩张的序幕，我们预计，公司所有项目2013年达产后公司将拥有近110万吨权益产能，较目前增长近一倍，年均复合增长率达到24%。图表18是我们对公司产能扩张的预测。

图表18 金发科技未来产能扩张预测

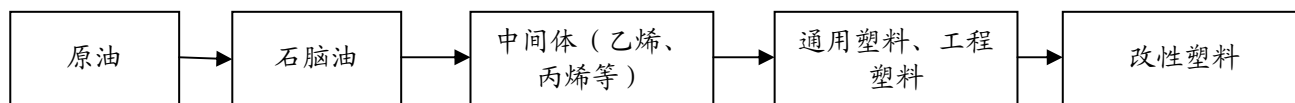
	2010	2011	2012	2013
广州	36	36	36	36
上海	18	18	18	18
绵阳	6	6	6	6
天津		10	20	20
江苏		5	10	20
珠海（权益）				10
合计	60	75	90	110

数据来源：爱建证券研究发展总部

改性塑料产品毛利率将保持稳定

前面我们提到过，改性塑料是以通用塑料或工程塑料为基材添加改性剂而得到的，基材和改性剂成本合计占了改性塑料生产成本的90%。而塑料又是原油经过裂解、重整形成的基本化工原料，再经过聚合得到。整个生产流程流程如图表19所示。

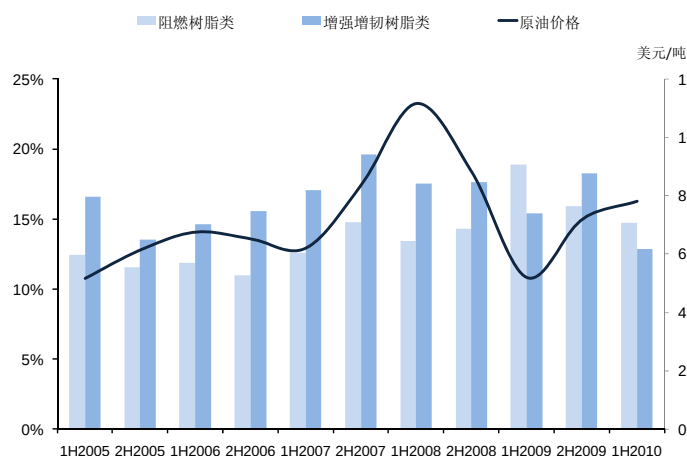
图表19 金发科技生产流程图



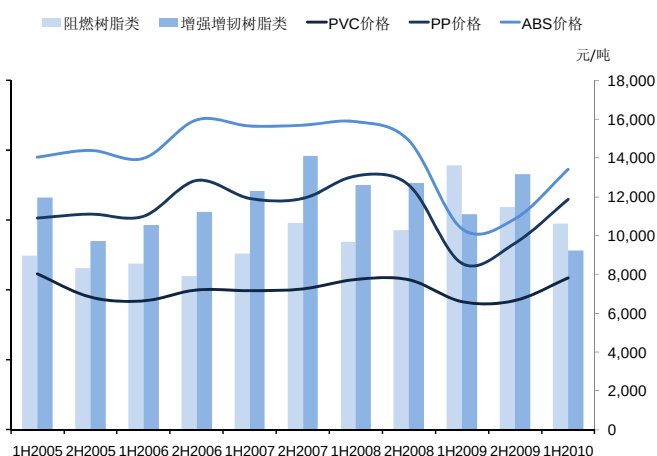
数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

所以，一般认为原油价格的波动将会通过产业链层层传导最终影响到改性塑料产品的成本，若原油价格上涨，改性塑料企业的毛利率将会下降。然而通过比较原油价格走势和公司的毛利率变化的情况，我们发现这两者并没有明显的相关性（见图表20）。而通过比较主要通用塑料的价格走势与公司的毛利率变化，我们发现阻燃树脂类毛利率变化同通用塑料价格走势存在一定的负相关但不明显，而增强增韧树脂类毛利率变化和通用塑料价格走势没有明显相关性（见图表21）。

图表20 金发科技产品毛利率与原油价格走势



图表21 金发科技产品毛利率与主要塑料价格走势



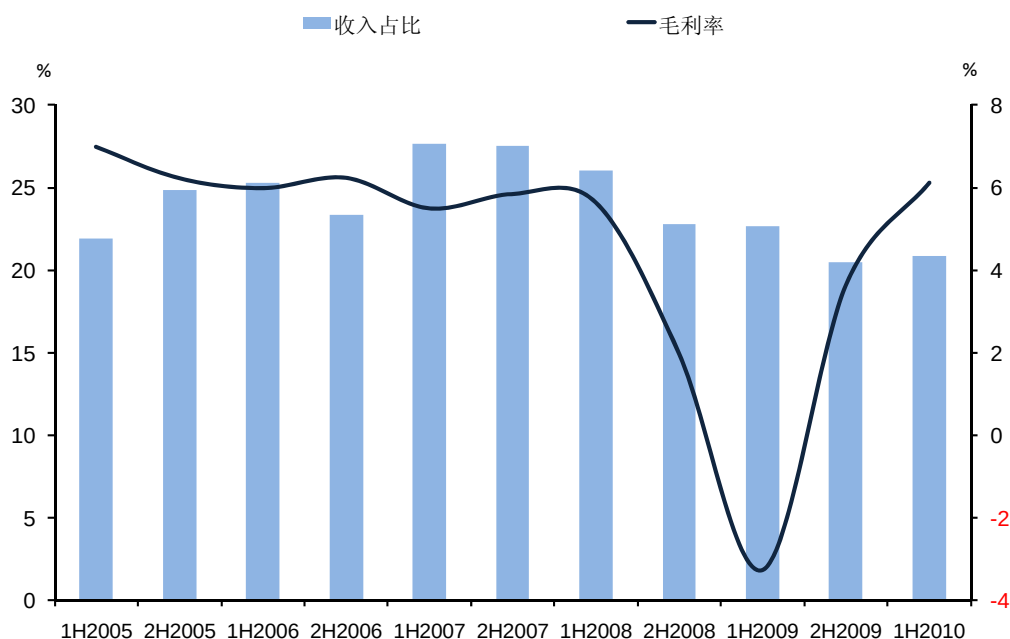
数据来源：Wind，爱建证券研究发展总部

之所以出现这样的结果，我们认为主要有两点原因：一是公司通过技术创新优化产品配方，在提高产品质量的同时降低产品单位成本，并提高高附加值产品的比重，降低了原材料价格波动对公司成本的影响；二是公司凭借自身的规模、产品质量优势，在采购原材料以及销售产品时有较强的议价能力，能够从一定程度上降低采购成本或者转嫁上升的成本。因此我们认为，未来公司能够将改性塑料产品的毛利率维持在现在的水平上。

材料贸易及房地产有所复苏

2008年以前，公司的材料贸易收入一直都比较稳定，大概占公司整体营收的25%左右，在08年下半年至09年上半年市场行情不好的时候开始下滑，目前收入约占公司整体营收的20%左右。材料贸易在行情向好时能为公司贡献不错的业绩，但行情不好时也会对公司形成拖累。不过，随着近一段时间塑料价格的反弹，公司材料业务也慢慢回到正轨。我们预计未来公司材料贸易的毛利率能够维持在6%左右的水平。

图表22 金发科技材料贸易收入在营业收入中占比及毛利率



数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

房地产业务也呈现好转迹象，虽然号称“史上最严厉”的房地产调控已经持续了半年，但实际上房价并未出现明显的下滑，甚至目前还有回暖的迹象。目前公司控股75%的长沙高鑫房地产开发有限公司拥有三个地块，其中高鑫·麓城项目销售已接近尾声，二鞋厂也已开始销售，尖山地块还在开发中，见图表23。

图表23 金发科技房地产项目概况

地块名称	二鞋厂	尖山
占地面积	39270.75 平方米	344142.41 平方米
容积率	不大于3.2	平均约2.5
土地成本	1.52亿元	9.52亿元
楼面地价（估算）	1380 元/平方米	1110 元/平方米

数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

根据我们了解的情况，公司房地产销售良好，但由于房地产收入确认的时间滞后，2010年上半年报中并没有体现，我们预计一部分房地产销售收入能在今年下半年确认，这将会增厚公司今年的业绩。

由于距主营业务相去甚远，公司在房地产项目上并不具有优势，公司已决定在上述地块开发完成后退出房地产业务。

新产品，未来增长的另一个引擎

公司经过技术改造，目前金发科技已有新产品改性聚苯醚和完全生物降解塑料投产，而且正在研发碳纤维材料等新产品。

改性聚苯醚主要是聚苯醚和聚苯乙烯共混而得，改性后克服了聚苯醚本身应力开裂的缺点，改善了加工性能，而且其热性能、电性能和机械性能优异，故其用途极为广泛，可用作汽车仪表板、电器零件、内装饰和外装饰零件及机械器具、办公设备和电子电器设备等。

完全生物降解塑料主要是由天然高分子（如淀粉、纤维素、甲壳质）或农副产品经微生物发酵或合成具有生物降解性的高分子制得，在使用过程中性能稳定，使用后能在堆肥、土壤、水和活化污泥等环境下被微生物或动植物体内的酶最终分解为二氧化碳和水。用途极为广泛，可以用于包装领域、一次性器具领域、农用领域以及医用领域等等，从真正意义上解决环境污染问题，是根治传统塑料产生的“白色污染”的良方。

碳纤维是一种具有导电性、强度大、密度小，耐腐蚀、耐高温的新型材料。用碳纤维或碳纤维增强的塑料、玻璃、陶瓷和金属等材料，具有优良的电学、热学和力学性能，用它们代替钢材和合金，在化工、机电、造船、飞机制造以及宇航器材等部分，都有着广泛的应用。

这些产品技术含量高，市场前景好，而且国内竞争还不激烈，有着不错的盈利能力。如果金发科技能够很好的利用自身的技术力量和先发优势将这些产品做大做强，这无疑将是公司未来增长的另一个引擎。不过目前对公司收益贡献度不高，我们在盈利预测的时候暂不考虑。

4. 盈利预测及投资评级

基于以上的假设，我们对金发科技营业收入以及毛利率预测如下：

图表24 金发科技主要产品毛利率预测

		2008	2009	2010E	2011E	2012E
改性塑料（不含贸易品）	销量（万吨）	36.3	43.4	55	70	85
	营业收入(百万元)	5,333.8	5,549.7	7,558.4	9,619.8	11,681.2
	毛利率	16.9%	18.4%	18.0%	17.8%	17.5%
材料贸易	销量（万吨）	13.8	15.5	16	18	20
	营业收入(百万元)	1,636.1	1,458.4	1,699.8	1,912.2	2,124.7
	毛利率	2.0%	3.6%	6%	6%	6%
房地产	营业收入(百万元)	195.4	102.8	100	150	150
	毛利率	21.9%	39.7%	35.0%	35.0%	30.0%
合计		7,168.28	7,112.42	9,358.2	11,682.0	13,955.9
毛利率		13.7%	15.7%	16.0%	16.1%	15.9%

数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

我们计算出金发科技 2010 年至 2012 年的每股收益分别为 0.48 元、0.63 元及 0.74 元，详细数据见图表 25。2012 年相对于 2010 年每股收益的复合增长率达到 24.2%。

公司于 2010 年 9 月 28 日公布了第二期股票期权激励计划（草案），准备授予激励对象 1 亿股股票期权，在行权条件中对净利润有了具体规定（见图表 26）。12.59 元的行权价格凸显了公司管理层对公司未来增长以及现在股价的信心。

图表 25 金发科技盈利预测结果（百万元）

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	7168.28	7112.42	9358.19	11682.05	13955.91
减：营业成本	6184.00	5998.04	7860.68	9802.48	11739.21
营业税金及附加	21.82	17.77	20.68	25.81	30.84
营业费用	136.82	239.25	241.11	300.98	359.56
管理费用	134.36	397.58	330.96	413.15	493.56
财务费用	184.77	142.68	115.82	112.67	113.33
资产减值损失	281.02	16.99	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	-6.95	-0.40	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.11	-0.11	0.00	0.00	0.00
营业利润	218.67	299.60	788.93	1026.95	1219.39
加：其他非经营损益	30.44	28.66	0.00	0.00	0.00
利润总额	249.11	328.27	788.93	1026.95	1219.39
减：所得税	-23.71	42.92	118.34	154.04	182.91
净利润	272.82	285.34	670.59	872.91	1036.48
减：少数股东损益	-22.91	-0.80	-1.88	-2.44	-2.90
归属母公司股东净利润	295.72	286.14	672.47	875.35	1039.38
每股收益(调整后)（单位：元）	0.21	0.20	0.48	0.63	0.74

数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

图表26 金发科技第二期股票期权激励计划（草案）

可行权数量	行权的业绩条件	折算成每股收益
第一个行权期 获授期权总量的 20 %	2010 年度相比 2009 年度，净利润增长率不低于 50%，净资产收益率不低于 12.5 %， 产品销售量增长不低于 20%。	2010 年 EPS 不低于 0.30 元
第二个行权期 获授期权总量的 20 %	2011 年度相比 2009 年度，净利润增长率不低于 110%，净资产收益率不低于 13 %， 产品销售量增长不低于 35%。	2011 年 EPS 不低于 0.42 元
第三个行权期 获授期权总量的 20 %	2012 年度相比 2009 年度，净利润增长率不低于 200%，净资产收益率不低于 13.5 %， 产品销售量增长不低于 50%。	2012 年 EPS 不低于 0.6 元
第四个行权期 获授期权总量的 20 %	2013 年度相比 2009 年度，净利润增长率不低于 300%，净资产收益率不低于 14 %， 产品销售量增长不低于 75%。	2013 年 EPS 不低于 0.8 元
第五个行权期 获授期权总量的 20 %	2014 年度相比 2009 年度，净利润增长率不低于 500%，净资产收益率不低于 14.5 %， 产品销售量增长不低于 100%。	2014 年 EPS 不低于 1 元

数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

请务必阅读正文之后的重要声明

目前公司的股价相对于公司 2011 年每股收益的 PE 为 21.59 倍，低于同样以生产改性塑料为主的另一家上市公司普利特 23.87 倍的 PE（见图表 27）。考虑到公司未来增长的确定性，我们认为相对于 2011 年每股收益 25 倍 PE 对金发科技来说是较为合适的，给予推荐评级，目标价 15.8 元。

图表27 金发科技与普利特估值对比

简称	最新价格 (元)	总市值 (亿元)	每股收益		市盈率 PE		市净率 PB (MRQ)	市销率 PS (TTM)
			10E	11E	10E	11E		
金发科技	13.53	188.95	0.48	0.63	28.10	21.59	6.21	2.66
普利特	35.70	48.20	0.99	1.50	36.00	23.87	4.77	9.84

数据来源：Wind，爱建证券研究发展总部

公司研究

财务和估值数据摘要					财务分析和估值指标汇总				
单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	7112.42	9358.19	11682.05	13955.91	收益率				
增长率(%)	-0.78%	31.58%	24.83%	19.46%	毛利率	15.67%	16.00%	16.09%	15.88%
归属母公司股东净利润	286.14	672.47	875.35	1039.38	三费/销售收入	10.96%	7.35%	7.08%	6.93%
增长率(%)	-3.24%	135.01%	30.17%	18.74%	EBIT/销售收入	6.48%	9.44%	9.53%	9.32%
每股收益(EPS)	0.205	0.482	0.627	0.744	EBITDA/销售收入	7.88%	11.55%	11.48%	11.03%
每股股利(DPS)	0.100	0.078	0.102	0.121	销售净利率	4.01%	7.17%	7.47%	7.43%
每股经营现金流	0.270	0.670	-0.249	0.968	资产获利率				
销售毛利率	15.67%	16.00%	16.09%	15.88%	ROE	9.57%	18.93%	20.43%	20.16%
销售净利率	4.01%	7.17%	7.47%	7.43%	ROA	5.84%	10.95%	11.78%	12.21%
净资产收益率(ROE)	9.57%	18.93%	20.43%	20.16%	ROIC	15.77%	24.91%	19.53%	17.62%
投入资本回报率(ROIC)	15.77%	24.91%	19.53%	17.62%	增长率				
市盈率(P/E)	66.03	28.10	21.59	18.18	销售收入增长率	-0.78%	31.58%	24.83%	19.46%
市净率(P/B)	6.32	5.32	4.41	3.67	EBIT 增长率	11.51%	91.52%	25.99%	16.88%
股息率(分红/股价)	0.007	0.006	0.008	0.009	EBITDA 增长率	16.99%	92.98%	24.00%	14.76%
报表预测					净利润增长率	4.59%	135.01%	30.17%	18.74%
利润表					总资产增长率	28.53%	2.13%	17.17%	12.75%
营业收入	7112.42	9358.19	11682.05	13955.91	股东权益增长率	5.15%	18.84%	20.64%	20.31%
减: 营业成本	5998.04	7860.68	9802.48	11739.21	经营营运资本增长率	7.92%	1.64%	50.35%	0.57%
营业税金及附加	17.77	20.68	25.81	30.84	资本结构				
营业费用	239.25	241.11	300.98	359.56	资产负债率	57.81%	51.73%	51.07%	48.46%
管理费用	397.58	330.96	413.15	493.56	投资资本/总资产	38.17%	60.07%	66.40%	57.10%
财务费用	142.68	115.82	112.67	113.33	带息债务/总负债	16.11%	40.23%	34.78%	32.51%
资产减值损失	16.99	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.22	2.61	2.55	2.72
加: 投资收益	-0.40	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.36	1.42	1.34	1.49
公允价值变动损益	-0.11	0.00	0.00	0.00	股利支付率	48.80%	16.27%	16.27%	16.27%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	收益留存率	51.20%	83.73%	83.73%	83.73%
营业利润	299.60	788.93	1026.95	1219.39	资产管理效率				
加: 其他非经营损益	28.66	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.90	1.16	1.24	1.31
利润总额	328.27	788.93	1026.95	1219.39	固定资产周转率	5.50	8.11	9.23	11.94
减: 所得税	42.92	118.34	154.04	182.91					
净利润	285.34	670.59	872.91	1036.48	应收账款周转率	3.03	4.20	3.35	4.18
减: 少数股东损益	-0.80	-1.88	-2.44	-2.90	存货周转率	2.56	2.79	2.71	2.87
归属母公司股东净利润	286.14	672.47	875.35	1039.38	业绩和估值指标	2009A	2010E	2011E	2012E
资产负债表					EBIT	461.17	883.24	1112.77	1300.65
货币资金	1123.53	820.03	143.90	1225.61	EBITDA	560.32	1081.30	1340.82	1538.70
应收和预付款项	2633.56	2535.74	3916.58	3793.46	NOPLAT	389.70	750.76	945.85	1105.55
存货	2347.34	2814.61	3622.48	4086.42	净利润	286.14	672.47	875.35	1039.38
其他流动资产	20.00	20.00	20.00	20.00	EPS	0.205	0.482	0.627	0.744
长期股权投资	15.70	15.70	15.70	15.70	BPS	2.140	2.543	3.068	3.691
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	66.03	28.10	21.59	18.18
固定资产和在建工程	1311.01	1453.52	1366.02	1188.52	PEG	1.23	N/A	N/A	N/A
无形资产和开发支出	444.59	404.03	363.48	322.92	PB	6.32	5.32	4.41	3.67
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	PS	2.66	2.02	1.62	1.35
资产总计	7895.73	8063.63	9448.16	10652.63	PCF	50.07	20.20	-54.31	13.97
短期借款	735.14	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	41.03	22.86	18.77	15.24
应付和预收款项	2018.07	2359.91	3013.94	3351.02	EV/EBITDA	33.77	18.67	15.58	12.88
长期借款	1678.09	1678.09	1678.09	1678.09	EV/NOPLAT	48.55	26.89	22.08	17.93
其他负债	133.10	133.10	133.10	133.10	EV/IC	6.28	4.17	3.33	3.26
负债合计	4564.40	4171.10	4825.13	5162.21	ROIC-WACC	15.77%	23.61%	17.53%	16.08%
股本	1396.50	1396.50	1396.50	1396.50	股息率	0.007	0.006	0.008	0.009
资本公积	485.66	485.66	485.66	485.66					
留存收益	1106.27	1669.34	2402.29	3272.58					
归属母公司股东权益	2988.43	3551.50	4284.45	5154.74					
少数股东权益	342.90	341.03	338.58	335.68					
股东权益合计	3331.33	3892.52	4623.03	5490.43					
负债和股东权益合计	7895.73	8063.63	9448.16	10652.63					
现金流量表									
经营性现金净流量	377.33	935.35	-347.91	1352.05					
投资性现金净流量	-465.29	-300.00	-100.00	-20.00					
筹资性现金净流量	409.61	-938.85	-228.22	-250.34					
现金流量净额	320.10	-303.50	-676.13	1081.71					

请务必阅读正文之后的重要声明

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%~-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料,我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。我们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,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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发,需注明出处为爱建证券研究发展总部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。