



金元证券股份有限公司  
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

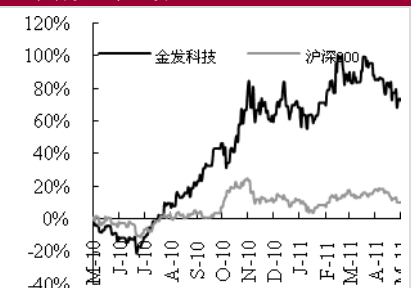
化工  
Chemical

2011 年 5 月 9 日

市场数据 2011 年 5 月 9 日

|             |                |
|-------------|----------------|
| 当前价格(元)     | 16.38          |
| 52 周价格区间(元) | 7.40-19.36     |
| 总市值(百万)     | 22874.67       |
| 流通市值(百万)    | 22874.67       |
| 总股本(万股)     | 139650         |
| 流通股(万股)     | 139650         |
| 日均成交额(百万)   | 179            |
| 近一月换手(%)    | 8.77           |
| Beta(2 年)   | 1.14           |
| 第一大股东       | 袁志敏            |
| 公司网址        | www.kingfa.com |

一年期收益率比较



| 表现%    | 1m   | 3m  | 12m  |
|--------|------|-----|------|
| 金发科技   | -6.8 | 0.8 | 72.4 |
| 沪深 300 | -6.7 | 1.7 | 10.3 |

杨杰

+86 755 83025935

yangjie@jyzq.cn

执业证书编号: S0370511030002

## 金发科技(600143)调研报告

——改性塑料产能大幅提高、新材料走向产业化

评级: 买入

| 赢利预测            | 2009   | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元)       | 10242  | 13295 | 16798 | 22035 |
| 主营收入增长率(%)      | 44.0%  | 29.8% | 26.4% | 31.2% |
| 归属于母公司净利润(百万元)  | 578    | 1030  | 1243  | 1738  |
| 归属于母公司净利润增长率(%) | 102.1% | 78.1% | 20.6% | 39.9% |
| 每股收益(元)         | 0.41   | 0.74  | 0.89  | 1.24  |
| PE              | 39.6   | 22.2  | 18.4  | 13.2  |

资料来源: 金元证券研究所

1. 我国改性塑料未来增速 15% 左右。10 年我国改性塑料消费量 529 万吨, 未来我国汽车、家电产量仍将保持稳步增长、汽车轻量化也将提高改性塑料需求, 预计未来我国改性塑料需求有望保持 15% 的增速, 2015 年有望达到 1050 万吨。
2. 改性塑料龙头, 未来产能大量投放。公司改性塑料总产能已突破 60 万吨, 10 年产量达 56.72 万吨。随着拟增发项目的实施, 预计 2015 年改性塑料产销量达到 200 万吨左右。10-15 年公司改性塑料销售量复合增速有望达到 28.7%, 改性塑料业务有望保持快速增长。
3. 新材料业务将成为重要增长点。公司新的 2 万吨 PBSA 项目预计将于今年 5 月量产, 产品毛利率 30% 以上。公司计划 15 年将 PBSA 产能提高至 24 万吨, 有望实现 70 亿左右的销售额。公司新的耐高温尼龙 PA10T 预计在 12 年上半年投产, 预计 2015 年产能将达到万吨级。公司木塑具有木材和塑料的优点, 主要用于家电外壳和汽车, 可充分利用现有客户资源优势。公司计划 11 年实现销售木塑 1.2 亿元, 我们预计公司木塑业务有望快速增长。此外, 公司碳纤维、阻燃剂、液晶聚合物、聚醚醚酮、聚亚苯基砜/聚醚砜等项目的推进, 公司新材料业务将持续增长。
4. 募投项目是中期成长保障。拟募集 38.33 亿元投资于 80 万吨环保高性能汽车用塑料项目、10 万吨新型免喷涂高光 ABS 项目、10 万吨环保高性能聚碳酸酯及其合金项目、8 万吨高强度尼龙项目、15 万吨再生塑料高性能化技术改造项目共 5 个项目。这些项目的实施将是未来 5 年业绩增长的重要保障。
5. 估值。预计公司 11-13 年每股收益 0.74、0.89、1.24 元, 对应 PE 为 22.2、18.4、13.2 倍。公司改性塑料行业地位突出, 改性塑料产能快速增长, 新材料逐步贡献业绩, 未来成长性突出。我们给予公司买入

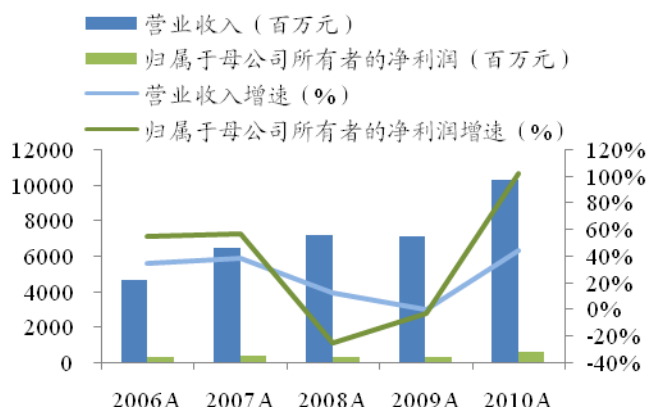
### 公司是国内改性塑料龙头

公司是我国规模最大、产品最全的改性塑料生产企业，也是全球改性塑料产品覆盖种类最全的企业之一。公司改性塑料总产能已突破 60 万吨，10 年产量达 56.72 万吨。随着天津和昆山生产基地的逐步建成投产、以及拟增发项目的实施，预计 2015 年改性塑料产销量达到 200 万吨左右，公司 2010-2015 年改性塑料销售量复合增速有望达到 28.7%。公司客户涵盖了国内主流的家电、汽车企业，国内市场占有率 11% 左右。随着下游产业增长、改性塑料产能转移和产业集中度提高，公司未来市场占有率有望持续提升。

打造国际化工新材料龙头的战略初见成效。公司经过多年研发，耐高温尼龙、生物降解材料、木塑等产品开始放量，阻燃剂、碳纤维建设项目稳步推进，液晶聚合物、聚醚醚酮等高端产品正在研发。新材料行业前景广阔，随着公司新材料产能的逐步释放，公司成长性有望进一步增强。

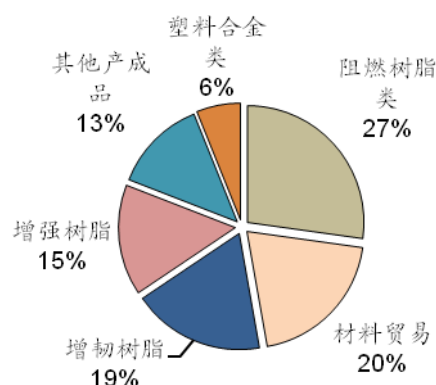
从 2001-2010 年，公司收入复合增速为 36.44%，而归属于母公司所有者净利润复合增速也达到 39.44%。

图表 1 公司业绩大幅提升



资料来源: wind

图表 2 公司收入构成



资料来源: wind

### 国内改性塑料需求将保持较快增长

改性塑料需求增速有望达到 15% 左右。改性塑料是在通用塑料和工程塑料的基础上，添加合适的改性剂，经过填充、共混、增强等加工方式，提高阻燃性、强度、抗冲击性、韧性等性能的塑料。2010 年我国改性塑料消费量 529 万吨，改性塑料主要应用于汽车、家电、电子电器等领域。随着我国城市化进程加快、家电下乡和电子产业发展的拉动下，预计

2010-2015 年我国改性塑料消费增速有望达到 15%以上，2015 年国内改性塑料消费量有望达到 1050 万吨。

我国塑料需求将稳步增长、改性塑料占比提升空间大。2010 年我国塑料产量 5830 万吨，同比增长 21.14%。2009 年我国塑料人均消费量 46 公斤，尽管高于全球平均 40 公斤/人的水平，但远低于发达国家 120 公斤/人以上的水平。从塑钢应用比来看，我国仅为 30: 70，而世界平均水平为 50:50，美国高达 70:30。随着我国经济的发展，以及“以塑代木”、“以塑代钢”的推进，我国塑料消费量增长空间巨大，预计未来 5 年有望保持 10%以上的增速。目前我国改性塑料占塑料消费量的 10.3%，而国外已达到 20%的水平，我国改性塑料占比有很大的提升空间。

随着家电、汽车国产化的不断推进，改性塑料需求快速增长。从 05 年至 10 年，我国汽车产量增长 107.65%，彩电、空调、洗衣机、冰箱分别同比增长 34.8%、45.9%、10.3%和 35.1%。目前受经济刺激政策逐步退出的影响，我国汽车产量增速有所下滑；中期内，我国汽车仍将受益于城市化进程的加快、以及二线城市发展，未来将保持较快增长。目前我国每辆汽车塑料使用量大约 100kg，约占汽车自重的 10%左右；而美国、德国、日本等国的汽车塑料用量比例达到 10-15%，甚至 20%以上。所以，我国汽车用改性塑料需求有望从目前的 150 万吨，提高至 2015 年的 397 万吨；复合增速达到 20%左右。

国内家电行业未来有望持续增长。随着我国居民收入和消费能力增长，家电普及率有望进一步提升，三四级市场消费潜力巨大。城镇化的推进，使得更新需求逐步增大。国内家电全球竞争力增强和全球经济复苏，家电出口市场空间巨大。此外，我国家电产业政策的推动将继续刺激国内需求。

**图表 3 塑料改性方法**

| 改性类型 | 工艺描述                                                                                           |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 填充改性 | 在 高分子树脂中加入小分子无机物或有机物，通过物理或化学作用，或改变树脂的晶体结构和结晶程度，或形成异相包覆结构，使塑料获得良好的透明度、增强增韧、低成本、阻燃、以及具备电、磁等功能属性。 |
| 共混改性 | 在 一种高分子树脂中掺入一种或多种其他基质（包括塑料或橡胶），通过物理或化学作用，或改变树脂分子链结构，或形成海岛结构，使塑料获得增韧、耐温、优良的加工性能等功能属性。           |
| 增强改性 | 通过 在 高分子树脂中加入各种增强纤维、晶须、无机刚性粒子等材料，通过物理或机械作用，或形成海岛结构，或形成互穿网络结构，是塑料获得增强、耐温、以及具备电、磁等功能属性。          |

资料来源：金元证券研究所

图表 4 我国通用塑料和工程塑料改性比例（08 年）

|        | 塑料的分类               | 表观消费量（万吨） | 改性率     | 改性塑料表观消费量（万吨） |
|--------|---------------------|-----------|---------|---------------|
| 通用塑料   | 聚乙烯（PE）             | 1139.9    | 5.50%   | 62.69         |
|        | 聚丙烯（PP）             | 1016.6    | 18.50%  | 188.07        |
|        | 丙烯腈-苯乙烯-丁二烯共聚物（ABS） | 368.3     | 9.80%   | 36.09         |
| 通用工程塑料 | 聚苯乙烯（PS）            | 406.1     | 5.50%   | 22.34         |
|        | 聚碳酸酯（PC）            | 106.2     | 25.00%  | 26.55         |
|        | 聚酰胺（PA）             | 33.7      | 68.00%  | 22.9          |
|        | 聚酯（PBT 和 PET）       | 24.9      | 100.00% | 24.9          |
|        | 聚苯醚（mPPO）           | 7.4       | 87.00%  | 6.44          |
|        | 聚甲醛（POM）            | 27.8      | 10.00%  | 2.78          |

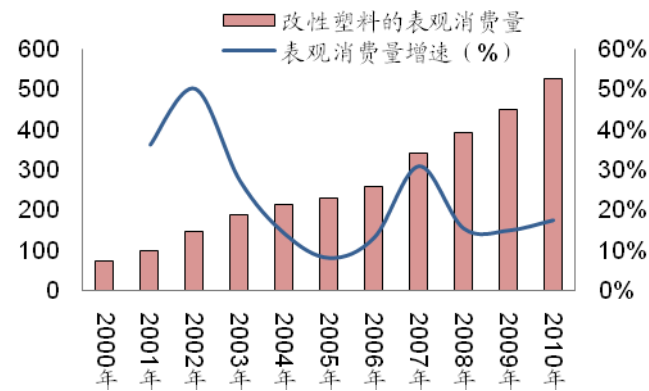
资料来源：金元证券研究所

图表 5 2010 年我国改性塑料需求情况表

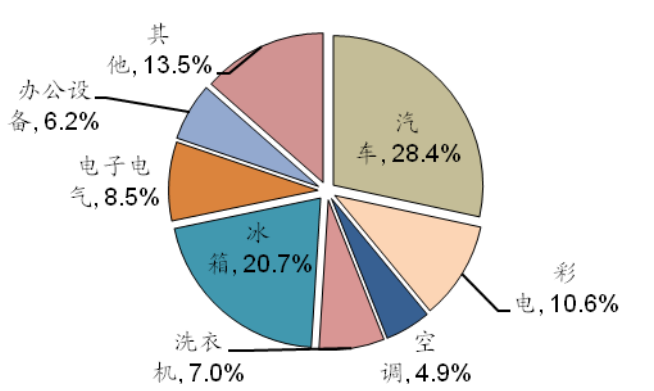
| 应用领域 | 需求标准（kg 台） | 2010 年产量（万台） | 塑料需求量(万吨) | 改性塑料需求量（万吨） | 其他塑料(万吨) |
|------|------------|--------------|-----------|-------------|----------|
| 汽车   | 100        | 1876         | 187.6     | 150.08      | 37.52    |
| 家用电器 | 彩电         | 7.9          | 11830     | 93.5        | 56.1     |
|      | 空调         | 4            | 10899     | 43.6        | 26.2     |
|      | 洗衣机        | 10           | 6208      | 62.1        | 37.2     |
|      | 冰箱         | 25           | 7301      | 182.5       | 109.5    |
|      | 合计         |              | 381.7     | 229.0       | 152.7    |
| 电子电气 |            |              |           | 45          |          |
| 办公设备 |            |              |           | 33          |          |
| 其他   |            |              |           | 71.47       |          |
| 总计   |            |              |           | 528.5       |          |

资料来源：金元证券研究所

图表 6 近年来我国改性塑料需求保持较快增长

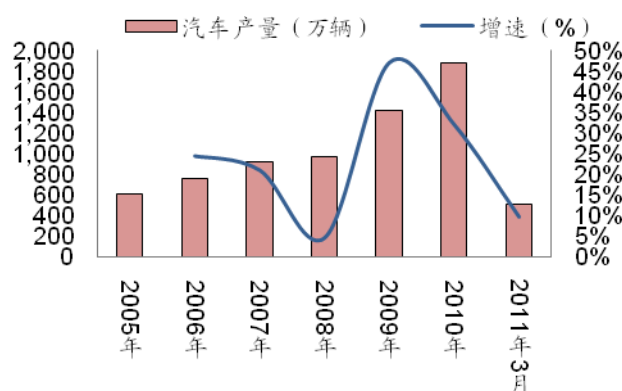


图表 7 2010 年我国改性塑料需求分布



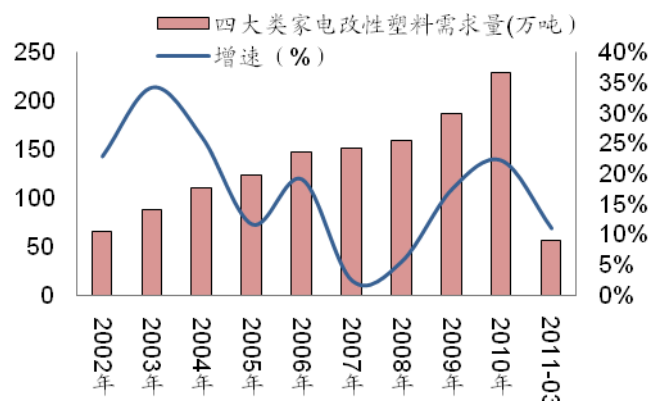
资料来源：金元证券研究所

图表 8 我国汽车产量增速回落至 10% 左右



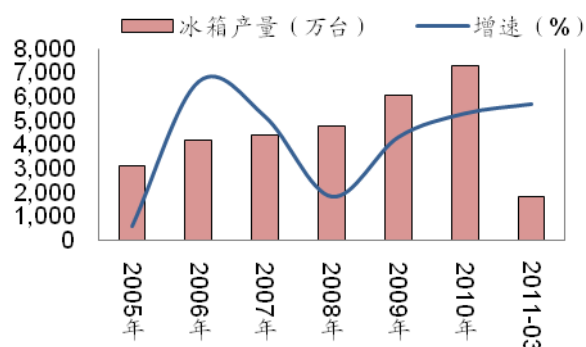
资料来源：金元证券研究所

图表 9 我国冰箱、彩电、空调、洗衣机对改性塑料需求增长维持在 10% 以上



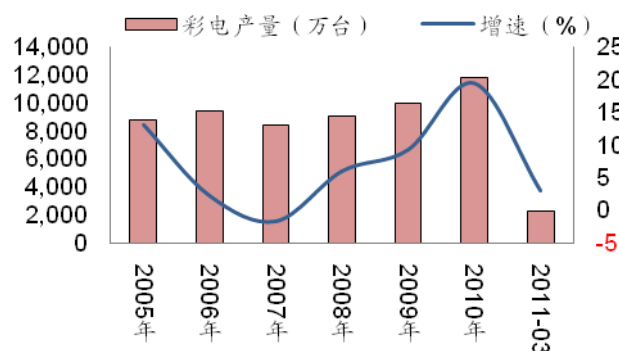
资料来源：wind 金元证券研究所

图表 10 我国冰箱产量仍保持快速增长



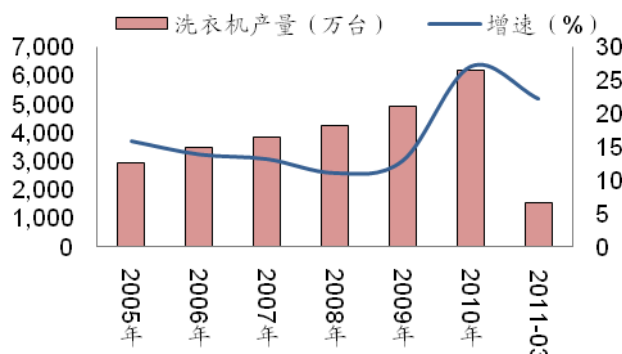
资料来源：wind 金元证券研究所

图表 11 我国彩电产量增速有所下滑



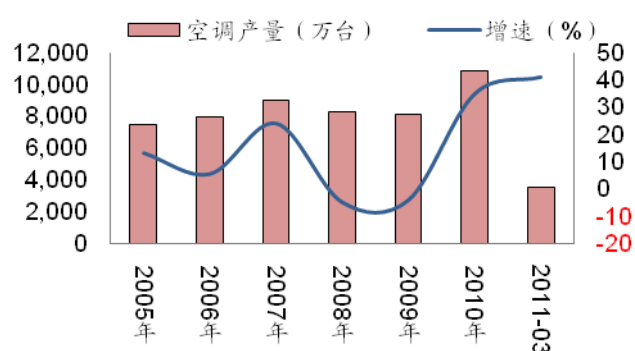
资料来源：wind 金元证券研究所

图表 12 我国洗衣机产量仍保持较快增长



资料来源：wind 金元证券研究所

图表 13 我国空调产量仍保持快速增长





资料来源: wind 金元证券研究所

资料来源: wind 金元证券研究所

### 公司改性塑料业务进入新一轮扩张阶段

公司是我国改性塑料龙头企业。公司在广州、上海、绵阳有三个生产基地, 产能合计 60 万吨, 销量 56.72 万吨, 国内市场占有率 11%。目前三个基地正在扩产, 预计 2011 年产能达到 70 万吨。公司在建的天津基地和昆山基地将分别于 12 年下半年和 12 年底投产。预计到 2015 年公司改性塑料总销量有望达到 200 万吨, 国内市场占有率提高至 20% 左右。总的来看, 公司改性塑料业务重心逐步从家电领域转向汽车领域。

公司 2010 年销售的汽车用料 16 万吨, 国内市场占有率 10.7%。公司客户涵盖了上汽、广汽、一汽等国内主流汽车企业, 其中针对日系汽车的销量大约在 1.5 万吨左右, 占比较低。日本地震对当地汽车产业造成较大负面影响, 再加上日本改性塑料生产成本偏高, 将推动日系汽车加大对中国本土的采购量。公司凭借优秀的技术和产能的提升, 未来在日系车市场有望放量。我国汽车产业仍将保持较快增长, 单车改性塑料用量有望逐步提高, 预计对改性塑料的需求增速有望保持在接近 20% 的水平。公司拟增发建设 80 万吨环保高性能汽车用塑料生产建设项目, 未来汽车用料产能是目前的 6 倍, 国内市场占有率将从 10.67% 提高至 24.37%。

图表 14 公司未来汽车用改性塑料产销量预测 (增发后)

| 年度              | 2010 年 | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 汽车产量 (万辆)       | 1876   | 2101   | 2353   | 2636   | 2952   | 3306   |
| 单车塑料用量 (kg/量)   | 100    | 110    | 120    | 130    | 140    | 150    |
| 单车改性塑料用量 (kg/量) | 80     | 88     | 96     | 104    | 112    | 120    |
| 国内汽车改性塑料用量 (万吨) | 150    | 185    | 226    | 274    | 331    | 397    |
| 金发科技            | PP     | 12.58  | 18     | 25     | 36     | 55     |
|                 | PA     | 1.18   | 2      | 3.2    | 5      | 8      |
|                 | ABS    | 1.22   | 1.7    | 2.4    | 3.2    | 4.4    |
|                 | PC/ABS | 1.03   | 1.5    | 2.1    | 3      | 4.4    |
|                 | 总计     | 16.01  | 23.2   | 32.7   | 47.2   | 71.8   |
| 市场占有率           | 10.67% | 12.55% | 14.47% | 17.22% | 21.72% | 24.37% |

资料来源: 金元证券研究所

2010 年公司家电用改性塑料销售量 20 万吨左右, 国内市场占有率约 8.7%。公司客户包括格力、TCL 等主流家电企业。预计公司增发项目的

实施,公司家电用改性塑料产能有望翻倍。未来我国家电行业受城市化、政策和出口等因素拉动,预计将保持 10%以上的增长。

公司毛利率对油价敏感度有限。从公司历史业绩来看,公司改性塑料毛利率近年来保持在 16%左右,而其间油价经历了大幅波动。公司毛利率对油价敏感度偏低。我们估计原因在于:1、公司采取成本+毛利的定价方式,有助于保证毛利的基础稳定。2、公司通过加大研发力度,实现了产品的差异化竞争,成本转嫁能力高于同行;3、公司采购量高,集中采购部分降低了采购成本。我们预计,随着公司产品档次的提升和改性塑料重心转向汽车领域,未来公司改性塑料的毛利率有望保持稳定。而油价上涨加大了中小企业的经营压力,有利于推动产业集中度提高,对公司形成利好。

### 新材料业务将成为公司重要增长点

公司多年来围绕“打造国际化工新材料龙头企业”的战略目标,不断加大研发力度,耐高温尼龙、可降解材料、木塑、阻燃剂和碳纤维,逐步产业化。我们预计到 2015 年,公司新材料收入有望突破 100 亿元。

#### 1、可降解塑料即将量产,未来空间巨大

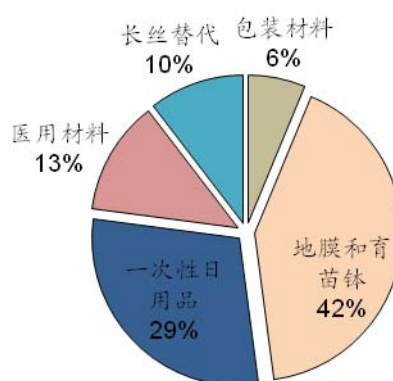
可降解塑料市场发展前景广阔。可降解塑料成本偏高,属于政策推动型产业。目前,美国、德国、比利时、意大利、荷兰、日本等国出台了限塑法规,并对可降解塑料给予支持。可降解塑料产业属于战略性新兴产业,未来将得到优先鼓励发展。在石油资源日益紧缺和环保要求日益严格的背景下,可降解塑料需求前景广阔。根据专家预测,我国可降解塑料潜在市场在 250 万吨以上。

目前全球可降解塑料产能 70-80 万吨,产量 30 万吨左右。根据欧洲生物塑料协会(European Bioplastics)预测,到 2013 年全球生物塑料产量有望提高至 146 万吨,是目前的 4 倍以上。我国可降解塑料产能 15 万吨,但产量仅 3 万吨左右。从产能看,武汉华丽、天津思态利、江苏比奥格、广东上九等产能较大;而金发科技、鑫富药业、海正集团发展速度迅猛。公司在该领域主要竞争对手为美国 Natureworks、德国巴斯夫和日本昭和等。

公司可降解塑料即将放量,产业链优势突出。公司完全生物可降解塑料(PBSA)系通过丁二酸、己二酸和丁二醇缩聚,扩链合成 PBSA,然后通过改性得到可降解塑料母粒。目前有 5000 吨可降解塑料产能,10 年

对外销售 2000 吨。公司 2 万吨可降解塑料项目（添加淀粉后为 3 万吨）将于今年 5 月量产，预计今年将销售 5000 吨，明年基本达产。公司可降解塑料（改性后）价格 3 万元/吨，毛利率 30% 以上。由于价格偏高，公司产品主要出口欧盟，国内部分地区如旅游城市（云南、大连、青岛等）也存在部分需求。公司可降解塑料性能较高，不仅可制作纸杯、餐盒等普通产品，还可生产购物袋、地膜等薄膜制品。相对鑫富药业仅生产 PBS，公司通过塑料改性延伸了产业链。公司规划 2015 年将产能扩大至 24 万吨，届时可实现收入近 70 亿元，生产成本可降低 30%。

图表 16 未来我国可降解塑料潜在市场需求分布



资料来源：金元证券研究所

图表 17 公司完全生物可降解塑料产量规划

|      | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年  |
|------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 降解塑料 | 垃圾袋用料  | 4,200  | 15,000 | 30,000 | 75,000  |
|      | 购物袋用料  | 500    | 5,000  | 10,000 | 25,000  |
|      | 地膜料    | 50     | 200    | 5,000  | 10,000  |
|      | 包装用料   | 50     | 500    | 1,500  | 8,000   |
|      | 淀粉母粒   | 200    | 1,000  | 3,000  | 10,000  |
|      | 总计     | 5,000  | 21,700 | 49,500 | 128,000 |

资料来源：上市公司

## 2、耐高温尼龙逐步放量

耐高温尼龙在汽车、电子电器工业发展空间巨大。随着电气设备的微型化和表面组装技术（SMT）的采用，使得耐高温尼龙需求大幅增长。此外，在 LED 灯、显示器支架等领域也存在广泛需求。常见耐高温尼龙主要有 PA46、PA6T、PA9T、PA10T、PPTA 等，其中 PA10T 能承受 250-260℃ 高温。预计 2015 年全球 PA10T 需求有望达到 1.5 万吨。



公司在 2009 年实现 PA10T（聚对苯二甲酰癸二胺）生产，成为国内少数拥有高温尼龙工业化技术的企业。公司耐高温尼龙 PA10T 中近一半的原料使用蓖麻油，大幅降低对石油基原材料的依赖，优势突出。PT10T 广泛应用于连接器（SMT）、汽车发动机周边部件、LED 反射支架等领域。公司耐高温尼龙 10 年销售量 600 吨左右，11 年下半年将在珠海新建耐高温尼龙项目，12 年上半年投产，到 2015 年产能有望达到万吨级。目前公司 PA10T 价格 6-7 万元，毛利率高达 40%以上。

### 3、木塑兼具木材和塑料特性，未来发展前景乐观

木塑复合材料指利用聚乙烯、聚丙烯和聚氯乙烯等，代替通常的树脂胶粘剂，与超过 50%以上的木粉、稻壳、秸秆等废植物纤维混合成新的木质材料，再经挤压、模压、注塑成型等塑料加工工艺，生产出的板材或型材。从技术路线看，美国主要采用 PE 树脂、日本采用 PP 树脂、我国采用 PVC 树脂，代表性企业分别为美国的 TREX、日本的 EIN WOOD、中国的金发绿可（公司的全资子公司）。木塑兼具木材和塑料的双重特性，在建材、家具、物流包装等行业应用前景广阔。

目前我国木材年需求量 1 亿立方米，实际供应量仅 6000 万立方米，木材资源高度紧张。我国的木塑材料为 50: 50 的木粉/PVC，木材节约优势明显。预计未来几年我国木塑市场增速高达 30-50%，最终市场容量 1000 万吨，年产值 500 亿元以上。目前全球木塑产量超过 150 万吨，其中北美 100 万吨，中国和日本分别在 20 万吨和 10 万吨左右。我国木塑产业处于起步阶段，缺乏行业标准。国内大量公司采用回收 PVC 料，产品质量偏低。公司自主研发了注塑级木塑材料，申请发明专利 8 项。目标市场定位于家电外壳用注塑级木塑材料和汽车用木塑材料，以充分利用现有的销售渠道和客户群。公司产品先后被康佳、飞利浦、SONY 等知名企业采用，10 年公司木塑销售额 4000 万元左右，公司计划 11 年销售额达到 12000 万元。预计未来木塑市场空间巨大、公司木塑业务有望保持快速增长。

### 4、碳纤维助力改性塑料高端化

碳纤维是一种力学性能优良的复合增强材料，广泛应用于航空航天、体育用品、风机叶片、建筑补强、电力输送等。全球碳纤维生产主要集中在日本东丽、东邦人造丝、三菱人造丝和美国的卓尔泰克、阿克苏、阿

尔迪拉和德国的 SGL 公司等，其中日本三家公司占据 78% 的全球产量。08 年，全球主要碳纤维企业产能 6.42 万吨。10 年我国碳纤维产能 5000 吨，表观消费量 7000 多吨，但受制于技术原因，自给率不足 20%。我国目前碳纤维主要集中在 T200、T300 等常规品种上，T700、T800 技术尚未突破。我国发展碳纤维主要受制于高性能原丝和先进炭化炉，发达国家对我国实施了技术封锁。

公司 2007 年从美国引进了关键设备炭化炉，申请了发明专利 5 项，小试已经完成。200 吨 T300 项目计划在 12 年上半年投产。由于公司产能规模有限，短期内业绩贡献有限。但公司将碳纤维添加进改性塑料（添加比例 10-20%），生产汽车保险杠、立柱、防撞结构等，可大幅提高产品附加值，提升改性塑料的产品档次。未来公司碳纤维业务的更大发展需要技术上的进一步突破。

此外，公司新设吉林金谷精细化工有限公司，发展阻燃剂业务。公司在建产能 5000 吨，主要自用。公司阻燃剂自产可提升公司技术核心研发能力和产品质量的稳定性，延伸的产业链条。

此外，公司还致力于液晶聚合物（Vicryst LCP）、聚醚醚酮（Vispeek PEEK）、聚亚苯基砜/聚醚砜（Visulfon PPSU/PES）等项目的研究，预计随着这些项目的逐步推进，公司未来的成长空间进一步拓宽。

### 募投项目是公司中期成长的保障

公司拟公开增发不超过 2.5 亿股，募集 38.33 亿元投资于年产 80 万吨环保高性能汽车用塑料生产建设项目、年产 10 万吨新型免喷涂高光 ABS 生产建设项目、年产 10 万吨环保高性能聚碳酸酯及其合金生产建设项目、年产 8 万吨高强度尼龙生产建设项目、年产 15 万吨再生塑料高性能化技术改造项目共 5 个项目。这些项目产能合计 123 万吨，是目前公司产能的 2 倍以上，预计到 2015 年公司销量有望达到 200 万吨。

公司募投项目均围绕主业进行，不仅大幅提高公司产能规模、更提升了公司产品档次和附加值，是公司未来 5 年内业绩增长的主要来源。

图表 18 年产 80 万吨环保高性能汽车用塑料生产建设项目产能分布情况

| 生产基地 | 新增产能（万吨） |
|------|----------|
| 天津   | 20       |
| 昆山   | 20       |
| 广州   | 30       |
| 绵阳   | 10       |
| 合计   | 80       |

资料来源：上市公司

## 估值

在不考虑增发的情況下，预计公司 11-13 年每股收益 0.74、0.89、1.24 元，以最近收盘价 16.38 元计算，对应 PE 为 22.2、18.4、13.2 倍。从 2001-2010 年，公司归属于母公司所有者净利润复合增速高达 39.44%。公司改性塑料行业地位突出，改性塑料产能快速增长，新材料逐步贡献业绩，未来成长性有望进一步提升。我们给予公司买入评级。

## 风险

下游需求下滑风险、成本上升风险、新材料达产迟于预期。

图表 19 公司利润表预测

| 会计年度      | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 10242 | 13295 | 16798 | 22035 |
| 营业成本      | 8722  | 11175 | 14016 | 18259 |
| 营业税金及附加   | 6     | 8     | 10    | 13    |
| 销售费用      | 284   | 359   | 454   | 595   |
| 管理费用      | 496   | 612   | 773   | 1014  |
| 财务费用      | 191   | 173   | 84    | 110   |
| 资产减值损失    | 12    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益  | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益     | -1    | 215   | 0     | 0     |
| 营业利润      | 531   | 1184  | 1462  | 2044  |
| 营业外收入     | 106   | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出     | 5     | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额      | 633   | 1184  | 1462  | 2044  |
| 所得税       | 63    | 154   | 219   | 307   |
| 净利润       | 570   | 1030  | 1243  | 1738  |
| 少数股东损益    | -8    | 0     | 0     | 0     |
| 归属于母公司净利润 | 578   | 1030  | 1243  | 1738  |
| EBIT      | 805   | 1334  | 1533  | 2138  |
| EPS (元)   | 0.41  | 0.74  | 0.89  | 1.24  |

资料来源：金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2011. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.