

金发科技(600143)

研究员: 纪石 执业证书编号: S0570511050002

☎ 025-83290936 ✉ ShiJayJi@gmail.com

http://t.zhangle.com/4043

完全生物降解塑料即将进入收获期

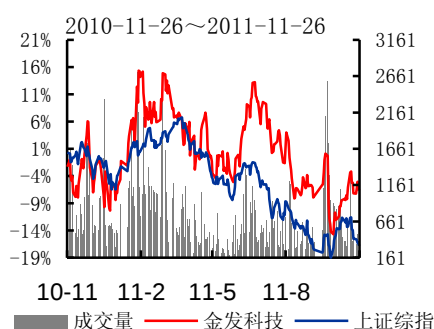
投资评级: 推荐(维持)

塑料 II

当前价格(元): 15.27

目标价格(元): 20.5

股价走势图



相关研究

1《金发科技(600143):业绩保持快速增长, 新材料业务打开发展空间》
2011.10

投资要点:

◆ 完全生物降解塑料进入收获期。珠海 PBSA 产能运转已达到月产 2500 吨左右的水平。下游客户订单充足, 公司产能已难以完全满足客户需求。公司该产品将保持满产满销状态。对公司业绩将有可观的贡献。未来公司仍将进一步扩产, 二期 9 万吨产能, 计划于 2012 年下半年投产。

◆ 公司车用塑料产品也将保持高速增长。预计今年销量达到 22.5 万吨, 市场占有率 9.1%。2007~2011 年间, 公司车用材料复合增长 56.9%, 远超国内汽车行业 22.0% 的复合增长。公司规划到 2015 年国内汽车材料市场占有率达到 19.2%。

◆ 从公司的长期规划来看, 未来五年内公司将专注于化工新材料及其相关领域的拓展, 除了在改性塑料领域继续深入外, 也积极发展降解塑料、特种工程塑料、塑木材料、塑料助剂、碳纤维等材料领域。公司的目标是到 2015 年实现产品销售收入 500 亿元人民币, 成为国际大型化工企业, 同时转型为综合的化工新材料企业。

◆ 从短期来看, 公司业绩最主要的驱动, 一是完全生物降解塑料, 二是车用改性塑料。预计 2011-2013 年公司 EPS (以当前股本计算) 分别为 0.78、0.83 和 1.20 元。以最新收盘价 15.27 对应的市盈率分别为 20、18 和 13 倍。我们十分看好公司未来的发展, 维持“推荐”评级。目标价 20.5 元。

公司基本资料

总股本(万)	139650.00
流通 A 股(万)	139650.00
52 周内股价区间(元)	13.48-19.36
总市值(亿)	213.25
总资产(亿)	93.94
每股净资产(元)	3.07

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	102.42	121.03	149.10	187.37
+/-%	44.01	18.2	23.2	25.7
净利润(百万)	578.29	1089	1154	1676
+/-%	99.75	88.3	6.0	45.2
EPS(元)	0.41	0.78	0.83	1.20
P/E	37.24	20	18	13

完全生物降解塑料即将进入收获期

十年耕耘，如今进入收获期

早在 2001 年公司便成立完全生物降解塑料项目部，启动市场调研及技术方案筛选。2008 年建成 1000 吨 PBSA 中试装置开展产品多样化研发及市场推广。2009 年底在珠海投资兴建年产 3 万吨 PBSA 连续生产装置。今年 5 月份建成投料试车，并于 8 月份实现规模化量产。

产需两旺，未来公司将进一步扩产。目前公司珠海 PBSA 产能运转已达到月产 2500 吨左右的水平。下游客户订单充足，公司产能已难以完全满足客户需求。公司将新增二期 9 万吨产能，计划于 2012 年下半年投产。未来公司仍有可能视市场开拓的情况，择机投资三期 20 万吨项目，最终形成 29 万吨产能。

预计 2012 年公司 PBSA 将满产满销。在 3 万吨 PBSA 树脂的基础上，将生产约 4 万吨改性产品。目前售价约 4 万元/吨，成本约 2.6 万元/吨。预计形成销售约 16 亿元，净利润约 2.9 亿元。以当前股本计算，对每股收益的贡献达到 0.21 元。我们预计将对明年公司整体业绩的贡献达到 25% 左右。

完全生物降解塑料产品供应严重不足

完全生物降解材料能够在日常使用环境下可耐久使用，而废弃后在工业堆肥的条件下，受到特定生物酶的作用分解为环境友好物质，并且在 90 天内降解率应大于 60%。

目前全球产量最大的完全生物降解塑料为 PLA 类，其次为 PBS 类（包括 PBSA、PBAT 等细分产品）。PLA 产品强度较高，但成膜性较差，适宜于片材、合金、纤维。而 PBS 类产品成膜性能良好。通常的终端产品是由 PLA 类和 PBS 类树脂共混改性而成。

完全生物降解塑料的终端产品目前主要包括购物袋、垃圾袋、包装膜、农用薄膜等易耗材料。而未来甚至需要耐久使用的塑料部件如电子产品外壳等都可以使用完全生物降解塑料。

目前完全生物降解塑料最主要的需求来自欧洲，主要原因是欧洲国家对完全生物降解塑料的使用具备最强大的政策支持。欧盟有机垃圾填埋指令要求成员国在 2016 年减少有机垃圾填埋量到 1995 年的 35%；意大利从 2011 年 1 月 1 日起超市全面禁售 PE 购物袋(200EUR, 1W)；法国、西班牙，将于 2013 年 1 月 1 日全面禁售 PE 购物袋；德国，生产与销售者生物降解塑料能豁免回收义务及税收；2011 年 5 月 24 日，欧盟筹划对全欧洲实施禁塑令，拟在 2012 年起禁用非生物降解塑料袋，等等。今年以来欧洲各大超市对于完全生物降解塑料购物的采购激增，导致严重的供应不足。公司为了尽可能扩大客户群体数量，不得不严格限制对单一客户的供货量。

未来随着完全生物降解塑料产量增长、成本下降以及市场推广力度的加大，农用薄膜市场将有望成为无需政策推动而具备内生需求的市场。不可降解的农用塑料薄膜残留在土地里，将造成严重的污染。对于某些经济作物，如烟草等，残留塑料薄膜会严重影响作物的产量和质量。清除土地中残留塑料薄膜的人工成本很高，未来仍有上涨趋势。生物降解塑料使用后无需除膜，直接翻土即可完成降解，不影响作物的产量和质量，既不产生污染也节省了除膜的人工成本。

公司已抢占全球完全生物降解塑料行业制高点

公司完全生物降解塑料已跻身世界巨头行列。目前全球宣布投资建设完全生物降解塑料的企业很多，但是真正能够大批量供货的企业很少。主要的厂商有 BASF，已有 7.6 万吨 PBAT 产能，另有 15 万吨在建，应用于膜级产品；北美的 Natureworks，具备 14 万吨 PLA 产能，同时在泰国新建 15 万吨产能预计 2015 年投产；以及公司。与公司产品形成直接竞争的只有 BASF，但是由于行业仍处于垄断供应，全球市场供不应求，因此暂时仍不存在竞争压力。

公司已经迅速抢占全球市场。在市场开发模式上，公司与 BASF 亦有所不同。BASF 只生产 PBAT 树脂，出售给下游厂商进行加工改性，再出售给成品生产商，最终销往消费客户。而公司则对上下游供应链进行垂直整合，公司本身完成改性后的树脂，在销售地区以外发加工或技术销售的形式与当地大型加工厂商合作，公司可直接面对终端用户。公司 PBSA 产品全部以 ECOPOND® 品牌销售，该商标亦体现在终端产品上。公司全球销售网络已覆盖欧洲、北美、澳洲和南美。与公司展开合作的客户包括众多世界知名企业，如 TESCO、JUSCO、Walmart 等大型超市的购物袋、汉莎航空的一次性全降解塑料等。

公司产品质量处于国际先进水平，已经通过欧洲 EN13432，美国 ASTM D6400，澳洲 AS4736 生物降解测试等认证。对于完全生物降解塑料产品来说，可降解性能和机械性能是一对需要平衡的矛盾。而公司产品在这两项性能上达到了完美平衡，不仅在工业堆肥条件下经过 90 天可完全降解，同时在常规使用条件下一年后仍保持 90% 的机械性能。

完全生物降解塑料产品技术壁垒极高。公司技术实力强大，所有关键技术均为自主开发。公司具有一支 100 多人组成技术研发团队，其中高级工程师 3 名，16 名博士，硕士 22 名，产业化工程师 30 余名。该项目已申请国家专利 28 项，PCT 国际专利 2 项。多项核心技术，如平衡产品降解性能和机械性能的关键技术等，处于严格保密状态。公司起草的国家标准，薄膜类完全生物降解塑料 20101164-T-606，将于 2012 年完成并开始执行。

车用材料仍将保持高速增长

公司进入车用材料市场以来，该业务保持高速增长

2006 年以前，公司产品以家电用改性塑料为主，进入车用材料市场后，公司车用材料销售保持超越行业的快速增长。2007 年公司车用材料销售 3.8 万吨，市场占有率 4.2%；发展到 2010 年销量增长到 16 万吨，市场占有率 7.5%；预计今年销量达到 22.5 万吨，市场占有率 9.1%。2007~2011 年间，公司车用材料复合增长 56.9%，远超国内汽车行业 22.0% 的复合增长。公司规划到 2015 年国内汽车材料市场占有率达到 19.2%。

车用改性塑料需求将超越汽车行业整体增长

尽管国内汽车行业整体增速下滑，但是随着汽车轻量化趋势的发展，对车用改性塑料的需求将保持超越汽车行业整体的增速。

车用改性塑料在汽车上的应用范围不断扩大。上世纪 70 年代，车用改性塑料仅应用在内饰塑料件；进

入 80 年代，应用范围扩展至缓冲器、座椅、燃油系统；90 年代应用扩展至发动机周边电器设备、车用电子安全设备等；进入本世纪其应用范围甚至扩展至车身覆盖板、车窗、车身结构件等。

单车改性塑料使用量也不断提升。2000 年国际上平均单车改性塑料用量为 60 千克/辆，而到 2010 年提升至 150 千克/辆。以具体车型为例，高尔夫一代改性塑料用量为 38.9 千克/辆，而高尔夫五代为 145.6 千克/辆。国内汽车改性塑料平均用量 2000 年为 30 千克/辆，到 2010 年提升至 120 千克/辆，仍低于国际水平。预计到 2015 年，国际车用改性塑料平均用量达到 200 千克/辆，而国内达到 150 千克/辆。

公司车用材料业务优势突出

公司汽车材料业务已经建立完善的客户体系、区位布局和营销网络；依托于强大的研发平台，公司具备了业内最齐全的产品线、领先的产品质量，并且借助专利和行业标准逐步构筑壁垒，其他竞争者皆难以复制。可以说公司汽车材料业务已经建立起护城河，并且仍在不断加强。

发展至今，公司车用材料客户群已覆盖了欧美系、日韩系、自主品牌等所有主机厂和相关零部件厂商。重要客户包括延锋伟世通、一汽-大众汽车、比亚迪、广汽、东风日产、长安福特马自达等。

在区位规划方面，公司进行全国布局，未来规划形成广州、上海、昆山、天津、绵阳等五个生产基地，基本覆盖国内主要大型汽车生产基地。与之相对应的市场网络建设方面，建立了 10 个国内区域团队和 3 个海外办事处。此外 26 个开发团队，常驻重要客户所在地，主要任务是整车开发和全程项目跟进，客户需求可迅速反映至公司的产品开发和生产环节。

公司的产品线在行业内最为齐全，使客户可以从公司采购整车上的几乎全部塑料部件，实现资源整合，降低整车开发成本，提高生产效率。产品种类上从最初简单的 PP 内饰件，发展为全部内饰件、全部外饰件、机构件、功能件及发动机周边；材料体系扩展至 PP、尼龙、ABS、TPV、PBT、PPE、PC/ABS 等七大类共计 1600 多个车用材料产品；满足微型与 A、B、C 型轿车以及客车、面包车与卡车等技术标准与零部件要求。

在产品质量方面，公司掌握的关键技术及多项创新的集成，使公司产品性能业内领先。在机械性能方面耐低温、耐溶剂、高模量、高流动、高极性；外观方面耐划伤、无虎皮纹、耐应力发白、无浮纤；在使用环境中耐候性能良好，可耐久使用；在环保健康方面低气味低 TVOC。

在专利与行业标准方面，公司在车用材料产品领域拥有已授权发明专利 14 项，进入实审阶段发明专利 41 项。公司是国家标准《GB/T24149.1—2009 塑料汽车用聚丙烯（PP）专用料第 1 部分：保险杠》第一起草单位，该标准已颁布实施。目前该标准是国内汽车塑料专用料的唯一标准。公司还与国内汽车企业（特别是自主品牌汽车企业）共同制定车用塑料的企业标准。

维持推荐评级

从短期来看，公司业绩最主要的驱动，一是完全生物降解塑料，二是车用改性塑料。预计 2011-2013 年公司 EPS（以当前股本计算）分别为 0.78、0.83 和 1.20 元。以最新收盘价 15.27 对应的市盈率分别为 20、18 和 13 倍。

从公司的长期规划来看，未来五年内公司将专注于化工新材料及其相关领域的拓展，除了在改性塑料领域继续深入外，也积极发展降解塑料、特种工程塑料、塑木材料、塑料助剂、碳纤维等材料领域。公司的目标是到 2015 年实现产品销售收入 500 亿元人民币，成为国际大型化工企业，同时转型为综合的化工新材料企业。

从公司过往的战绩来看，公司以家电用改性塑料起家，成为国内市场龙头；进入汽车材料市场以来，保持超越行业的增长，并且优势突出，正向国内龙头迈进；在新兴产业可降解塑料领域，亦与国际巨头平起平坐。除业已剥离的房地产业务之外，公司不断复制成功。其根本在于，一是领导层的长远目光，以及对所进入领域的战略把握；二是在内部管理上，合理的激励机制保证公司内部的团结、为员工创造的成长环境使得高水平业务人才不断涌现。

我们看好公司未来的长期发展，维持“推荐”评级。目标价 20.5 元。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	7154	8261	9883	12357
现金	1332	1573	1938	2436
应收账款	1890	2254	2776	3489
其他应收款	53	64	79	99
预付账款	308	347	423	525
存货	2872	3176	3623	4497
其他流动资产	698	847	1044	1312
非流动资产	2205	5654	6277	6432
长期投资	37	38	38	38
固定资产	1316	4523	5356	5617
无形资产	598	598	598	598
其他非流动资产	253	494	284	179
资产总计	9358	13915	16160	18789
流动负债	3528	7104	8194	9147
短期借款	909	4052	4542	4681
应付账款	1245	1489	1812	2249
其他流动负债	1374	1562	1840	2218
非流动负债	2069	2114	2114	2114
长期借款	775	775	775	775
其他非流动负债	1294	1339	1339	1339
负债合计	5598	9217	10307	11261
少数股东权益	343	330	330	330
股本	1397	1397	1397	1397
资本公积	477	477	477	477
留存收益	1545	2494	3648	5324
归属母公司股东权益	3418	4368	5522	7197
负债和股东权益	9358	13916	16160	18789

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	575	997	1191	1279
净利润	570	1076	1154	1676
折旧摊销	117	214	377	445
财务费用	191	197	320	326
投资损失	1	-217	-5	-5
营运资金变动	-315	-230	-668	-1180
其他经营现金流	11	-43	13	17
投资活动现金流	-527	-3484	-995	-595
资本支出	497	3700	1000	600
长期投资	-25	1	0	0
其他投资现金流	-55	218	5	5
筹资活动现金流	156	2728	169	-186
短期借款	174	3143	489	139
长期借款	90	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-8	0	0	0
其他筹资现金流	-100	-416	-320	-326
现金净增加额	198	241	365	498

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	10242	12103	14910	18737
营业成本	8722	9925	12077	14990
营业税金及附加	6	30	37	47
营业费用	284	363	447	562
管理费用	496	605	746	937
财务费用	191	197	320	326
资产减值损失	12	11	11	11
公允价值变动收益	0	-0	0	0
投资净收益	-1	217	5	5
营业利润	531	1189	1277	1870
营业外收入	106	35	35	35
营业外支出	5	1	1	1
利润总额	633	1223	1312	1904
所得税	63	147	157	229
净利润	570	1076	1154	1676
少数股东损益	-8	-12	0	0
归属母公司净利润	578	1089	1154	1676
EBITDA	840	1599	1974	2640
EPS (元)	0.41	0.78	0.83	1.20

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	44.0%	18.2%	23.2%	25.7%
营业利润	77.3%	123.7%	7.4%	46.4%
归属于母公司净利润	102.1%	88.3%	6.0%	45.2%
获利能力				
毛利率(%)	14.8%	18.0%	19.0%	20.0%
净利率(%)	5.6%	9.0%	7.7%	8.9%
ROE(%)	16.9%	24.9%	20.9%	23.3%
ROIC(%)	11.8%	13.1%	13.2%	16.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	59.8%	66.2%	63.8%	59.9%
净负债比率(%)	32.59%	53.02%	52.16%	48.98%
流动比率	2.03	1.16	1.21	1.35
速动比率	1.18	0.72	0.76	0.86
营运能力				
总资产周转率	1.18	1.04	0.99	1.07
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	7.78	7.26	7.32	7.38
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.78	0.83	1.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.71	0.85	0.92
每股净资产(最新摊薄)	2.45	3.13	3.95	5.15
估值比率				
P/E	36.88	19.59	18.48	12.73
P/B	6.24	4.88	3.86	2.96
EV/EBITDA	28	14	12	9

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

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

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现 20% 以上;

推荐: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;

观望: 市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现 5% 以下。

免责声明:

本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、完整性或可靠性不作任何保证，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。在法律许可的情况下，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。

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。