

半年报业绩增长45%，发展趋势良好

投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年上半年实现营业收入123.4亿元,同比增长3.2%;实现归母净利润5.1亿元,同比增长45.3%;EPS 0.19元。
- **公司是亚太最大的改性塑料生产企业,全球化工新材料龙头企业。**目前,公司是全球化工新材料行业产品种类最为齐全的企业之一,同时是亚太地区规模最大、产品种类最为齐全的改性塑料生产企业。在完全生物降解塑料、特种工程塑料和碳纤维及复合材料板块,公司产品技术及产品质量已达到国际先进水平。
- **上半年完全生物降解材料销量大增,未来市场空间仍然有望增长。**2019年上半年,公司实现产成品(不含贸易品)销量74.1万吨,同比增长5.21%。其中,销量占比最大的品种是改性塑料,改性塑料销量56.5万吨,同比下滑7.6万吨,主要是因为汽车行业产销量下滑,导致需求减少。而完全生物降解材料销量2.1万吨,同比增长64.6%,接近去年全年销量。2019年以来,全球完全生物降解塑料市场继续迅猛增长。东南亚、南美、大洋洲等地均已开始规模使用完全生物降解塑料替换聚乙烯袋。中国对外来塑料垃圾的限制禁令,对全球各地转换使用完全生物降解袋也有明显的促进作用。
- **特种工程塑料增速趋缓,新市场正在孕育。**公司上半年特种工程塑料销量同比下降90吨左右,同比销量下降的主要原因在于:特种工程塑料共混改性工厂于5月份停机1个月,从广州基地搬迁至珠海基地。公司新的3000吨/年LCP装置已完成土建,计划于2020年8月投产,届时公司LCP产能将达到6000吨。
- **宁波金发并表,有望成为新的业绩增长点。**公司于5月底完成对宁波海越新材料有限公司的股权收购和工商变更,并于6月26日将宁波海越新材料有限公司更名为宁波金发新材料有限公司。宁波金发于6月1日起纳入公司合并财务报表范围,当月实现净利润2122万元。
- **盈利预测与投资建议。**预计2019-2021年EPS分别为0.33元、0.35元、0.39元,未来三年归母净利润有20%的复合增长率。考虑到公司产能逐步放量,业绩释放,给予2019年20倍估值,目标价6.6元,首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险,安全生产风险,税收优惠政策变动的风险,汇率、毛利率波动风险,贸易摩擦风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	25316.62	28686.10	31927.85	34178.50
增长率	9.42%	13.31%	11.30%	7.05%
归属母公司净利润(百万元)	624.04	900.71	945.20	1065.59
增长率	13.89%	44.33%	4.94%	12.74%
每股收益EPS(元)	0.23	0.33	0.35	0.39
净资产收益率ROE	6.04%	8.11%	7.96%	8.36%
PE	23	16	15	14
PB	1.42	1.32	1.24	1.15

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
电话: 0755-23614278
邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 杨林
执业证号: S1250518100002
电话: 010-57631191
邮箱: ylin@swsc.com.cn

联系人: 薛聪
电话: 010-58251919
邮箱: xuec@swsc.com.cn

联系人: 周峰春
电话: 021-58351839
邮箱: zfc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	27.17
流通A股(亿股)	25.60
52周内股价区间(元)	3.6-5.97
总市值(亿元)	148.34
总资产(亿元)	278.30
每股净资产(元)	3.71

相关研究

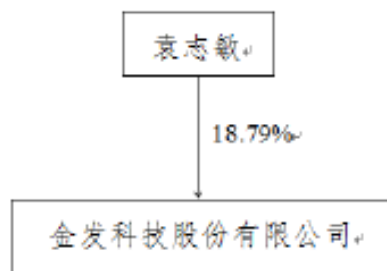
1 公司概况：改性塑料龙头企业

金发科技的主营业务为化工新材料的研发、生产和销售，主要产品包括改性塑料、完全生物降解塑料、高性能碳纤维及复合材料、特种工程塑料、轻烃及氢能源、环保高性能再生塑料等六大类，广泛应用于汽车、家用电器、现代农业、轨道交通、航空航天、高端装备、新能源、通讯、电子电气和建筑装饰等行业，并与众多国内外知名企业建立了战略合作伙伴关系。

目前，公司是全球化工新材料行业产品种类最为齐全的企业之一，同时是亚太地区规模最大、产品种类最为齐全的改性塑料生产企业。在完全生物降解塑料、特种工程塑料和碳纤维及复合材料板块，公司产品技术及产品质量已达到国际先进水平。公司逐步实现从改性塑料到化工新材料的升级和功能材料向结构材料的拓展，产品结构不断向产业高端和高附加值方向延伸。

公司股权结构：公司控股股东和实控人是袁志明，持股比例 18.8%。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主要产品包括农药原药、制剂和中间体，常见品种有十种。

表 1：公司主要产品产能

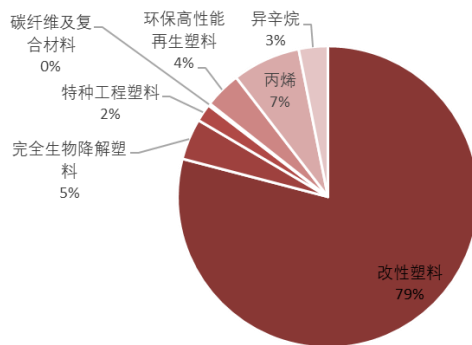
主要厂区或项目	设计产能（万吨）	在建产能或投资情况	预计完工时间
改性塑料（华南）	70		
改性塑料（华东）	48		
改性塑料（华西）	18		
改性塑料（华北）	21		
改性塑料（华中）	14		
改性塑料（印度）	11.4	新增 7 万吨	印度金发向普奈新基地建设投入了 5050.81 万元。截至 6 月底，一期生产车间房屋已建成并安装了 3 条新的生产线，预计在 8 月可投入生产。一期工程预计在 2019 年全线竣工
改性塑料（美国）	0.9	新增 0.8 万吨	2019 年 9 月
改性塑料（欧洲）	3.5		
完全生物降解塑料	4.1	3 万吨合成	
特种工程塑料（聚合）	0.8	1.3 万吨	2019 年

主要厂区或项目	设计产能（万吨）	在建产能或投资情况	预计完工时间
特种工程塑料（改性）	1.2	搬迁升级及新增至2万吨	2020年
碳纤维及复合材料	1.5		
画报高性能再生塑料	15	10	预计2019、2020年分别新增5万吨

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：由于公司6月并表了宁波金发，因此下图采用第二季度经营数据，公司主营业务收入结构中，丙烯和异辛烷的收入仅并入1个月的水平（其为宁波金发的产品）。

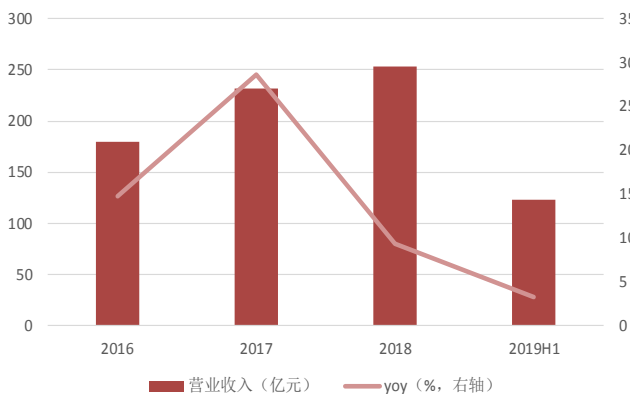
图2：公司2019年第二季度主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

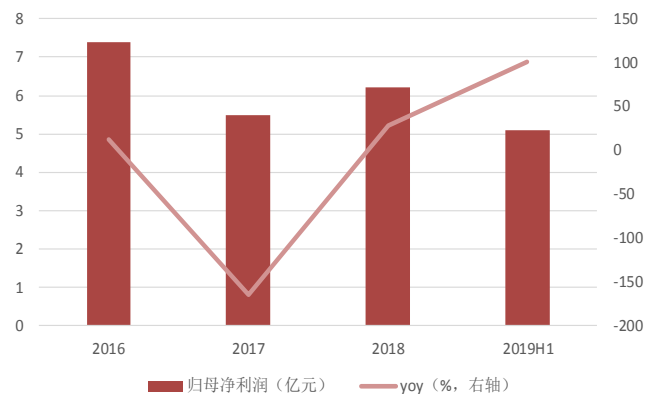
公司业绩状况：2015年以来，公司收入一直保持增长趋势，归母净利润有所波动主要是受到成本端的影响。

图3：公司2016年以来营业收入及增速

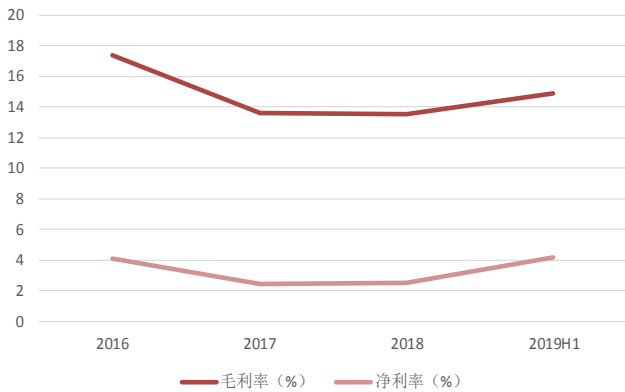


数据来源：Wind，西南证券整理

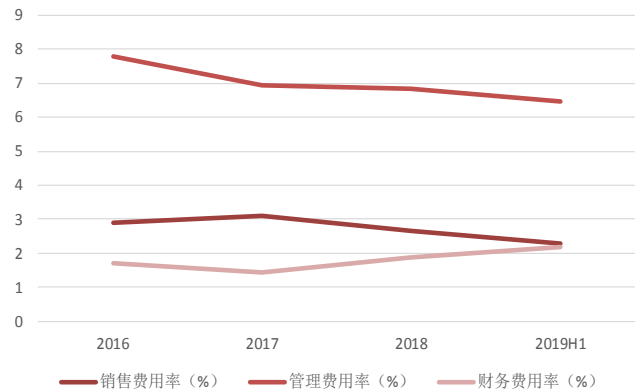
图4：公司2016年以来归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司 2016 年以来毛利率、净利率


数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司 2016 年以来销售费用率、管理费用率、财务费用率


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2019-2021 年，公司改性塑料销量分别为 134 万吨、136 万吨、140 万吨，不含税价分别为 1.35 万元/吨，1.38 万元/吨、1.4 万元/吨。

假设 2：2019-2021 年，公司完全生物降解塑料销量为 4、5.2、6.6 万吨，不含税价格 1.82、1.83、1.84 万元/吨，毛利率为 35%、35.5%、36%。

假设 3：期间费用率水平保持平稳。

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
合计	收入	25316.6	28686.1	31927.9	34178.5
	增速	9.4%	13.3%	11.3%	7.0%
	成本	21902.9	24384.8	27213.0	29084.2
	毛利率	13.5%	15.0%	14.8%	14.9%
改性塑料	收入	17879.0	18090.0	18768.0	19600.0
	增速		1.2%	3.7%	4.4%
	成本	15093.2	14743.4	15295.9	15974.0
	毛利率	15.6%	18.5%	18.5%	18.5%
完全生物降解塑料	收入	467.1	396.1	459.9	578.5
	增速		65.6%	16.1%	25.8%
	成本	349.1	257.5	296.6	370.2
	毛利率	25.3%	35.0%	35.5%	36.0%
其他	收入	6970.5	10200.0	12700.0	14000.0
	增速		46.3%	24.5%	10.2%
	成本	6460.6	9384.0	11620.5	12740.0
	毛利率	7.3%	8.0%	8.5%	9.0%

数据来源：wind，西南证券

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.33 元、0.35 元、0.39，未来三年归母净利润有 20% 的复合增长率。考虑到公司产能逐步放量，业绩释放，估值低于同行，给予 2019 年 20 倍估值，目标价 6.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值表

代码	简称	股价（元）	每股收益（元）				市盈率			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002768.SZ	国恩股份	23.13	1.14	1.50	1.87	2.24	19.61	15.42	12.31	10.29
002324.SZ	普利特	10.25	0.18	0.24	0.34	0.56	56.12	42.71	30.25	18.45
可比公司均值							75.73	29.07	21.28	14.37

数据来源：wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	25316.62	28686.10	31927.85	34178.50	净利润	624.99	902.07	946.62	1067.20
营业成本	21902.93	24384.82	27213.02	29084.24	折旧与摊销	590.79	649.84	708.27	752.61
营业税金及附加	107.33	141.72	148.55	235.83	财务费用	479.28	413.17	467.60	481.31
销售费用	670.89	717.15	798.20	854.46	资产减值损失	79.42	50.00	50.00	50.00
管理费用	716.95	1950.65	2171.09	2255.78	经营营运资本变动	-583.07	-1205.20	-1059.42	-327.76
财务费用	479.28	413.17	467.60	481.31	其他	-801.07	-60.38	-47.72	-49.39
资产减值损失	79.42	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	390.34	749.50	1065.36	1973.97
投资收益	-4.14	0.00	0.00	0.00	资本支出	-372.45	-700.00	-700.00	-700.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1856.31	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2228.77	-700.00	-700.00	-700.00
营业利润	688.31	1028.59	1079.39	1216.87	短期借款	2744.63	2135.60	606.56	-378.55
其他非经营损益	-2.21	0.00	0.00	0.00	长期借款	-283.51	0.00	0.00	0.00
利润总额	686.10	1028.59	1079.39	1216.87	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	61.12	126.52	132.76	149.68	支付股利	-271.68	-124.81	-180.14	-189.04
净利润	624.99	902.07	946.62	1067.20	其他	-47.91	-719.94	-467.60	-481.31
少数股东损益	0.94	1.36	1.43	1.61	筹资活动现金流净额	2141.54	1290.86	-41.18	-1048.91
归属母公司股东净利润	624.04	900.71	945.20	1065.59	现金流量净额	300.47	1340.36	324.17	225.07
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1528.25	2868.61	3192.79	3417.85	成长能力				
应收和预付款项	6409.22	7472.57	8224.06	8818.01	销售收入增长率	9.42%	13.31%	11.30%	7.05%
存货	2989.16	4464.90	4879.74	4864.13	营业利润增长率	1.75%	49.44%	4.94%	12.74%
其他流动资产	279.37	316.55	352.33	377.16	净利润增长率	13.32%	44.33%	4.94%	12.74%
长期股权投资	2065.77	2065.77	2065.77	2065.77	EBITDA 增长率	14.97%	18.95%	7.82%	8.67%
投资性房地产	67.39	67.39	67.39	67.39	获利能力				
固定资产和在建工程	6900.70	7004.45	7049.77	7050.75	毛利率	13.48%	14.99%	14.77%	14.90%
无形资产和开发支出	1691.04	1646.40	1601.76	1557.13	三费率	7.38%	10.74%	10.76%	10.51%
其他非流动资产	529.59	520.63	511.68	502.72	净利率	2.47%	3.14%	2.96%	3.12%
资产总计	22460.49	26427.28	27945.29	28720.92	ROE	6.04%	8.11%	7.96%	8.36%
短期借款	5767.09	7902.69	8509.25	8130.70	ROA	2.78%	3.41%	3.39%	3.72%
应付和预收款项	2470.79	3789.90	3887.50	4132.19	ROIC	6.52%	7.12%	7.04%	7.37%
长期借款	117.89	117.89	117.89	117.89	EBITDA/销售收入	6.95%	7.29%	7.06%	7.17%
其他负债	3751.68	3495.70	3543.06	3574.40	营运能力				
负债合计	12107.44	15306.18	16057.71	15955.18	总资产周转率	1.17	1.17	1.17	1.21
股本	2716.78	2716.78	2716.78	2716.78	固定资产周转率	3.94	4.26	4.54	4.85
资本公积	3484.56	3484.56	3484.56	3484.56	应收账款周转率	5.46	5.58	5.44	5.38
留存收益	4064.57	4840.47	5605.53	6482.08	存货周转率	6.81	6.49	5.79	5.94
归属母公司股东权益	10233.40	11000.09	11765.15	12641.70	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.54%	—	—	—
少数股东权益	119.65	121.01	122.43	124.04	资本结构				
股东权益合计	10353.05	11121.10	11887.58	12765.74	资产负债率	53.91%	57.92%	57.46%	55.55%
负债和股东权益合计	22460.49	26427.28	27945.29	28720.92	带息债务/总负债	65.11%	65.45%	66.17%	64.22%
					流动比率	1.26	1.25	1.30	1.37
					速动比率	0.92	0.88	0.92	0.99
					股利支付率	43.54%	13.86%	19.06%	17.74%
					每股指标				
					每股收益	0.23	0.33	0.35	0.39
					每股净资产	3.77	4.05	4.33	4.65
					每股经营现金	0.14	0.28	0.39	0.73
					每股股利	0.10	0.05	0.07	0.07
业绩和估值指标									
EBITDA	1758.38	2091.60	2255.27	2450.79					
PE	23.33	16.17	15.41	13.67					
PB	1.42	1.32	1.24	1.15					
PS	0.58	0.51	0.46	0.43					
EV/EBITDA	11.70	10.07	9.47	8.47					
股息率	1.87%	0.86%	1.24%	1.30%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn