

证券研究报告—动态报告

基础化工

化学制品

金发科技(600143)

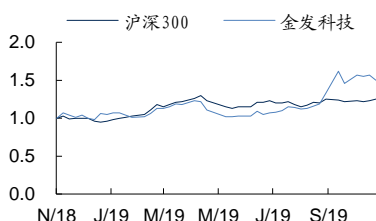
买入

2019年三季报点评

(维持评级)

2019年11月05日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

| | |
|--------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 2,717/2,560 |
| 总市值/流通(百万元) | 18,393/17,331 |
| 上证综指/深圳成指 | 2,975/9,868 |
| 12个月最高/最低(元) | 8.25/4.38 |

相关研究报告:

《金发科技-600143-2014 年年报及 2015 年一季报点评: 新材料开花, 供应链金融将落地》——2015-04-21
《金发科技-600143-塑料巨头迈出供应链金融第一步》——2015-03-23

证券分析师: 龚诚

电话: 010-88005306
E-MAIL: gongcheng@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519040001

证券分析师: 商艾华

电话:
E-MAIL: shangaihua@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519090001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

改性塑料迎来拐点+PDH 项目并表, Q3 业绩创历史新高

事件: 公司发布 2019 年三季报, 公司前三季度实现营业收入 203.76 亿元(同比+9.85%), 归母净利润 9.44 亿元(同比+44.34%), 经营活动现金净流量 18.72 亿元, 同比增长 415%。其中, 2019 年 Q3 单季度实现营业收入 80.34 亿元(同比+21.88%, 环比 24.69%), 归母净利润 4.35 亿元(同比+43.24%, 环比 52.63%), 都创下单季度历史新高。

● 改性塑料行业回暖+PDH 项目并表, 单季度业绩历史新高

公司三季报业绩大幅增长, 主要得益于改性塑料行业回暖以及宁波金发并表贡献业绩。国内改性塑料的下游主要是家电和汽车行业, 虽然今年下游家电和汽车的产量增速较为低迷, 但是国内塑料改性率逐年提高, 对改性塑料的需求也稳定增长。改性塑料的主要上游原材料是聚烯烃和聚苯乙烯树脂, 国内近年新增产能陆续投产, 市场供给较为宽松, 因此上游原材料价格持续下行, 有利于改性塑料行业恢复盈利空间。从公司过去三个季度的毛利率持续增长, 印证行业出现拐点。另外一个重要的业绩增长点, 就是 6 月份宁波金发顺利并表之后, 公司新增 60 万吨 PDH 项目(一期项目建成部分包括 60 万吨丙烯、60 万吨异辛烷、4 万吨甲乙酮等石化产品), 参考宁波金发上半年情况以及当前行业经营状况, 我们预计其每个月至少贡献 0.2 亿元净利润。

● 新材料业务多点开花, 公司业绩有望持续增长

9 月份中央全面深化改革委员会审议通过《关于进一步加强塑料污染治理的意见》, 塑料污染治理已经引起各级政府的重视, 国内对完全生物降解塑料的需求量有望快速增长。另外, 公司近年成功量产的 LCP 材料在 5G 天线有重要应用, 受益于国内 5G 产业链的快速发展, 公司 LCP 材料的市场需求量也快速增长。在长期大量研发资金的投入下, 公司另外还有多个化工新材料产品顺利量产或者逐步扩大产能, 是公司长期成长的重要保障。

● 投资建议: 维持“买入”评级。

改性塑料行业迎来盈利拐点, 我们看好公司长期布局上游产业链, 预计公司 2019-2021 年归母净利润 12.8/16.5/18.9 亿元, 同比增速 105/29/14%, 摊薄 EPS=0.47/0.61/0.69 元, 当前股价对应 PE=12.7/11.2/10.4, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 原材料价格大幅上涨; PDH 项目建设进展不达预期。

盈利预测和财务指标

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 23,137 | 25,317 | 29,340 | 35,984 | 41,309 |
| (+/-%) | 28.6% | 9.4% | 15.9% | 22.6% | 14.8% |
| 净利润(百万元) | 548 | 624 | 1281.58 | 1653.05 | 1886.02 |
| (+/-%) | -25.7% | 13.9% | 105.4% | 29.0% | 14.1% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.20 | 0.23 | 0.47 | 0.61 | 0.69 |
| EBIT Margin | 3.1% | 7.6% | 6.3% | 6.5% | 6.5% |
| 净资产收益率(ROE) | 5.5% | 6.1% | 12.1% | 15.1% | 16.5% |
| 市盈率(PE) | 33.6 | 29.5 | 15.1 | 11.7 | 10.3 |
| EV/EBITDA | 23.7 | 12.3 | 12.7 | 11.2 | 10.4 |
| 市净率(PB) | 1.85 | 1.80 | 1.83 | 1.76 | 1.69 |

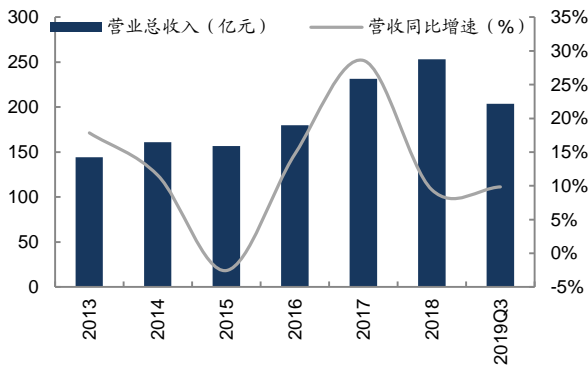
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

改性塑料行业回暖+PDH项目并表，单季度业绩历史新高

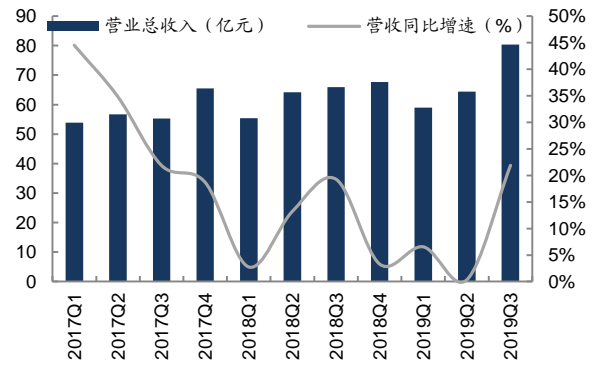
公司发布 2019 年三季报，公司前三季度实现营业收入 203.76 亿元（同比+9.85%），归母净利润 9.44 亿元（同比+44.34%），经营活动现金净流量 18.72 亿元，同比增长 415%。其中，2019 年 Q3 单季度实现营业收入 80.34 亿元（同比+21.88%，环比 24.69%），归母净利润 4.35 亿元（同比+43.24%，环比 52.63%），都创下单季度历史新高。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



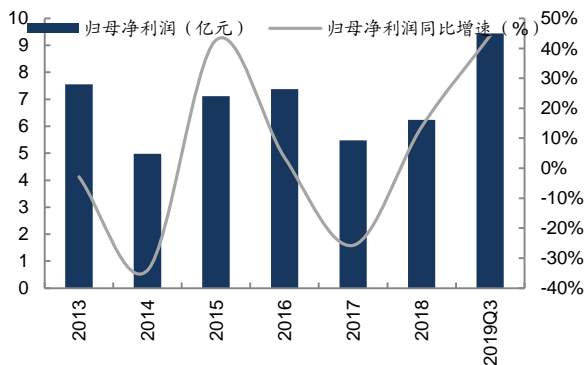
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



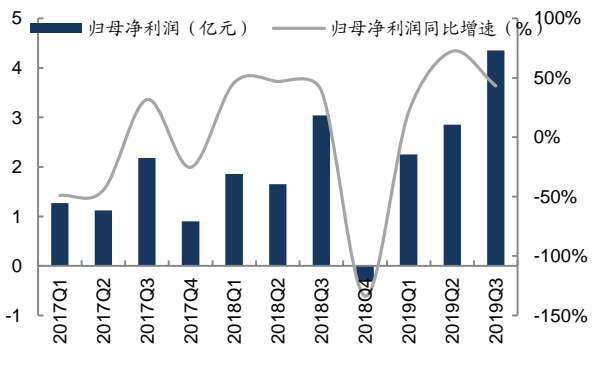
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



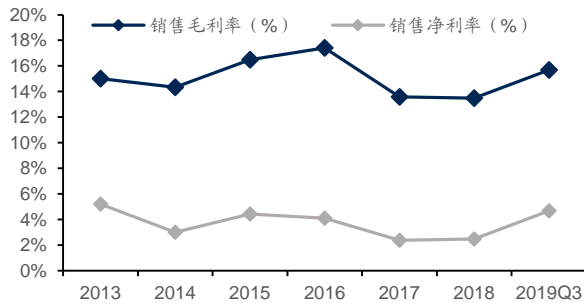
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

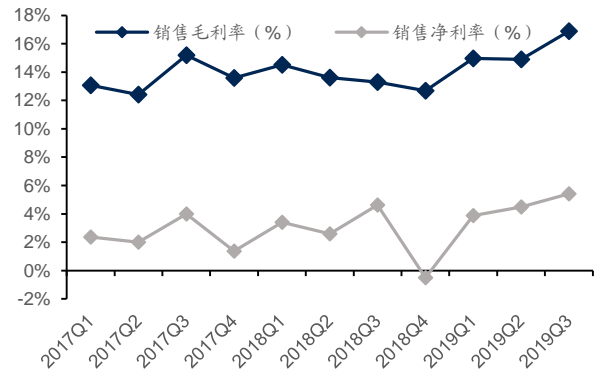


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司三季报业绩大幅增长，主要得益于改性塑料行业回暖以及宁波金发并表贡献业绩。国内改性塑料的下游主要是家电和汽车行业，虽然今年下游家电和汽车的产量增速较为低迷，但是国内塑料改性率逐年提高，对改性塑料的需求也稳定增长。改性塑料的主要上游原材料是聚烯烃和聚苯乙烯树脂，国内近年新增产能陆续投产，市场供给较为宽松，因此上游原材料价格持续下行，有利于改性塑料行业恢复盈利空间。从公司过去三个季度的毛利率持续增长，印证行业出现拐点。另外一个重要的业绩增长点，就是 6 月份宁波金发顺利并表之后，公司新增 60 万吨 PDH 项目（一期项目建成部分包括 60 万吨丙烯、60 万吨异辛烷、4 万吨甲乙酮等石化产品），参考宁波金发上半年情况以及当前行业经营状况，我们预计其每个月至少贡献 0.2 亿元净利润。

图 5: 公司毛利率和净利率变化 (单位: %)


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司单季度毛利率和净利率变化 (单位: %)


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

新材料业务多点开花, 公司业绩有望持续增长

9 月份中央全面深化改革委员会审议通过《关于进一步加强塑料污染治理的意见》, 塑料污染治理已经引起各级政府的重视, 国内对完全生物降解塑料的需求量有望快速增长。另外, 公司近年成功量产的 LCP 材料在 5G 天线有重要应用, 受益于国内 5G 产业链的快速发展, 公司 LCP 材料的市场需求量也快速增长。在长期大量研发资金的投入下, 公司另外还有多个化工新材料产品顺利量产或者逐步扩大产能, 是公司长期成长的重要保障。

并购宁波金发, 布局上游产业链

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。

宁波金发成立于 2011 年 4 月, 坐落于宁波经济技术开发区青峙工业园内, 毗邻中国第二大港北仑港, 宁波金发项目是国家级石化产业基地的重要配套项目, 也是浙江省和宁波市“十二五”重点建设工程。其主要装置 2014 年 10 月开始试运营, 2015 年 4 月正式投入生产, 主要进行丙烯、异辛烷、甲乙酮、液化石油气等的生产销售。从生产装置运营情况来看, 宁波金发 138 万吨/年丙烷和混合碳四利用项目的一期工程于 2014 年全部建成并顺利投产, 主要建设项目有: 60 万吨/年丙烷脱氢装置、60 万吨/年异辛烷装置、4 万吨/年甲乙酮装置、100 万吨/年气体分离装置、80 万吨/年原材料预处理装置、3 万吨/年废酸再生装置、5 万吨级化工专用码头、40.82 万立方罐容及公用工程和辅助生产设施等。所有生产装置都采用国内外最先进的工艺技术, 具有低能耗、高环保、高效益、高稳定性、高质量等优势。收购宁波金发后有望实现上游丙烯等原材料的全面布局, 进一步增强协同性和竞争力。

此外根据公司公告, 2019 年 7 月 1 日, 宁波金发与宁波经济技术开发区管委会签署了《宁波金发新材料有限公司投资框架协议》, 拟在原生产规模基础上开展新项目的建设, 主要以取代国外进口中高端聚丙烯市场为方向, 以中高端改性塑料新材料产业为目标, 采用国际国内先进生产工艺, 新建“120 万吨/年聚丙烯热塑性弹性体 (PTPE) 及改性新材料一体化项目”, 该项目包括 120 万吨/年丙烷脱氢、120 万吨/年中高端聚丙烯和 40 万吨/年改性聚丙烯联合生产线。该一体化项目计划分两个阶段建设, 预计分别于 2023 年和 2026 年建成。若新

项目全部建成并达产，公司将具有 7.5 万吨/年的供氢能力。

2019 年 6 月，宁波金发主装置的生产负荷持续稳定在 100% 满负荷状态，对降低制造成本有显著作用。6 月份丙烯销量 5.50 万吨，异辛烷销量 3.58 万吨，甲乙酮销量 0.37 万吨，当月实现净利润 2122.74 万元。

与浙江省能源集团签订框架协议，携手进行氢能建设

浙能集团与金发科技子公司宁波金发于 2019 年 8 月 15 日在浙江省宁波市签署了氢能综合利用战略合作框架协议。浙能集团成立于 2001 年，主要从事电源建设、电力热力生产、石油煤炭天然气开发贸易流通、能源服务和能源金融等业务，是省属国企中能源产业门类较全、电力装机容量最大的能源企业。浙能集团可发挥其省属能源企业全产业链优势，依托综合供能站建设，布局覆盖全省的氢能供给网络。宁波金发可发挥其工业副产氢富余优势，为浙能集团氢能供应提供保障，并探索更深层次的氢能开发合作模式。

在氢资源开发与利用方面，宁波金发具有较大的区位优势，宁波金发已建成的 60 万吨/年丙烷脱氢装置和 4 万吨/年甲乙酮装置均有副产品氢气产出，正常情况下年产量可达 2.5 万吨左右。现有氢资源主要作为燃料气使用，收益有限。目前宁波金发正在积极谋划氢资源综合利用，提高氢气利用价值。宁波金发已与园区内企业签订富氢气管输供应合同，该项目正在设计建设中。同时也与园区外企业签订高纯氢气项目合作框架协议，建设氢气提纯装置，积极拓展工业高纯氢市场。预计上述项目展开后，将成为宁波金发新的业务增长点。

投资建议：改性塑料迎来拐点，看好公司长期布局上游产业链，维持“买入”评级。

改性塑料行业迎来盈利拐点，我们看好公司长期布局上游产业链，预计公司 2019-2021 年归母净利润 12.8/16.5/18.9 亿元，同比增速 105/29/14%，摊薄 EPS=0.47/0.61/0.69 元，当前股价对应 PE=12.7/11.2/10.4，维持“买入”评级

风险提示：原材料价格大幅上涨；PDH 项目建设进展不达预期。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 现金及现金等价物 | 1528 | 1500 | 1500 | 1500 | 营业收入 | 25317 | 29340 | 35984 | 41309 |
| 应收款项 | 6067 | 7031 | 8623 | 9899 | 营业成本 | 21903 | 25077 | 30622 | 35082 |
| 存货净额 | 2989 | 3414 | 4177 | 4789 | 营业税金及附加 | 107 | 194 | 237 | 273 |
| 其他流动资产 | 622 | 721 | 884 | 1015 | 销售费用 | 671 | 845 | 1036 | 1190 |
| 流动资产合计 | 11206 | 12666 | 15184 | 17203 | 管理费用 | 717 | 1385 | 1756 | 2088 |
| 固定资产 | 6901 | 7528 | 8220 | 8819 | 财务费用 | 479 | 373 | 440 | 517 |
| 无形资产及其他 | 1609 | 1544 | 1480 | 1416 | 投资收益 | (4) | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 679 | 679 | 679 | 679 | 资产减值及公允价值变动 | (79) | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 2066 | 2066 | 2066 | 2066 | 其他收入 | (667) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 22460 | 24483 | 27629 | 30182 | 营业利润 | 688 | 1467 | 1892 | 2159 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 6065 | 7118 | 9068 | 10520 | 营业外净收支 | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 2013 | 2299 | 2814 | 3226 | 利润总额 | 686 | 1467 | 1892 | 2159 |
| 其他流动负债 | 824 | 1186 | 1455 | 1672 | 所得税费用 | 61 | 183 | 237 | 270 |
| 流动负债合计 | 8902 | 10604 | 13336 | 15418 | 少数股东损益 | 1 | 2 | 3 | 3 |
| 长期借款及应付债券 | 2115 | 2115 | 2115 | 2115 | 归属于母公司净利润 | 624 | 1282 | 1653 | 1886 |
| 其他长期负债 | 1090 | 1090 | 1090 | 1090 | | | | | |
| 长期负债合计 | 3205 | 3205 | 3205 | 3205 | | | | | |
| 负债合计 | 12107 | 13809 | 16541 | 18623 | | | | | |
| 少数股东权益 | 120 | 120 | 120 | 121 | | | | | |
| 股东权益 | 10233 | 10554 | 10967 | 11439 | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 22460 | 24483 | 27629 | 30182 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 净利润 | 624 | 1282 | 1653 | 1886 |
| 资产减值准备 | 23 | 10 | 6 | 7 |
| 折旧摊销 | 552 | 770 | 866 | 958 |
| 公允价值变动损失 | 79 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 479 | 373 | 440 | 517 |
| 营运资本变动 | (685) | (829) | (1729) | (1383) |
| 其它 | (23) | (10) | (6) | (6) |
| 经营活动现金流 | 571 | 1223 | 790 | 1462 |
| 资本开支 | (839) | (1343) | (1500) | (1500) |
| 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (2153) | (1343) | (1500) | (1500) |
| 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | (284) | 0 | 0 | 0 |
| 支付股利、利息 | (533) | (961) | (1240) | (1415) |
| 其它融资现金流 | 3465 | 1054 | 1950 | 1452 |
| 融资活动现金流 | 1832 | 92 | 710 | 38 |
| 现金净变动 | 250 | (28) | 0 | 0 |
| 货币资金的期初余额 | 1278 | 1528 | 1500 | 1500 |
| 货币资金的期末余额 | 1528 | 1500 | 1500 | 1500 |
| 企业自由现金流 | 776 | 207 | (322) | 417 |
| 权益自由现金流 | 3957 | 935 | 1242 | 1417 |

| 关键财务与估值指标 | | | | |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 每股收益 | 0.23 | 0.47 | 0.61 | 0.69 |
| 每股红利 | 0.20 | 0.35 | 0.46 | 0.52 |
| 每股净资产 | 3.77 | 3.88 | 4.04 | 4.21 |
| ROIC | 11% | 10% | 11% | 11% |
| ROE | 6% | 12% | 15% | 16% |
| 毛利率 | 13% | 15% | 15% | 15% |
| EBIT Margin | 8% | 6% | 6% | 6% |
| EBITDA Margin | 10% | 9% | 9% | 9% |
| 收入增长 | 9% | 16% | 23% | 15% |
| 净利润增长率 | 14% | 105% | 29% | 14% |
| 资产负债率 | 54% | 57% | 60% | 62% |
| 息率 | 2.9% | 5.2% | 6.7% | 7.7% |
| P/E | 29.5 | 14.4 | 11.1 | 9.8 |
| P/B | 1.8 | 1.7 | 1.7 | 1.6 |
| EV/EBITDA | 12.3 | 12.3 | 10.9 | 10.2 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032