

金发科技 (600143.SH)

改性塑料盈利改善，产业链一体化布局成长可期

买入

核心观点

2021年原料价格上涨毛利率承压业绩下滑，2022年一季度环比改善。2021全年营收402.0亿元(+14.7%)，归母净利润16.6亿元(-63.8%)，扣非归母净利润15.4亿元(-65.4%)，主要由于原材料价格上涨毛利率承压以及金奥保理股权转让让款计提减值准备所致，全年毛利率降低9.2pp至16.6%，金奥保理计提减值3.0亿元。其中四季度单季营收106.0亿元(+19.7%)，归母净利润-0.7亿元(-108.8%)，扣非归母净利润-1.5亿元(-122.7%)。公司2022年一季度单季营收94.6亿元(+4.4%)，归母净利润4.2亿元(-45.1%)，扣非归母净利润4.0亿元(-44.3%)。

公司改性塑料与新材料业务稳健，医疗健康业务景气下滑。公司2021年改性塑料产成品销量174.5万吨(+12.8%)；营业收入253.3亿元(+24.1%)，其中车用/家电/电子电气/环保再生材料销量分别为61.8/37.0/16.9/18.2万吨，分别同比增长26.8%/26.3%/36.3%/31.2%；新材料销量10.2万吨(+29.3%)，其中生物降解塑料/特种塑料/碳纤维及复材销量分别为8.0/1.8/0.42万吨，分别同比增长+22.3%/+68.9%/+40.0%；绿色石化板块丙烯销量62.1万吨(-35.0%)，板块营收同比40.1亿元(-16.3)。公司全年改性塑料/新材料/绿色石化毛利率同比分别为19.7%(-6.5pp)/33.9%(-5.8pp)/7.4%(-7.2pp)，主要由于聚烯烃、丙烷BD0等原料涨价上涨所致。由于疫情缓解，公司医疗健康业务景气下滑，全年营收15.3亿元(-43.7%)，毛利率大幅下滑60.8pp至15.3%。

在建工程稳步推进，产业链一体化布局增强抗风险能力。改性塑料板块60万吨ABS及配套项目计划22Q3投产，推进年产10.9万吨的环保再生前处理与改性一体化产线建设，2022年内投放5万吨产能；新材料板块，公司新增1.5万吨PA10T/PA6T合成树脂项目，其中一期0.4万吨已投产；启动0.6万吨/年LCP树脂、0.5万吨/年聚芳醚砜树脂和3万吨/年共混改性产能建设项目；3万吨PLA计划22Q2投产，适时推进12万吨/年PBAT和6万吨/年PLA产能建设；1万吨生物基BD0规划23年底建成；绿色石化板块中120万吨PTPE及改性新材料一体化项目预计23Q2投产。医疗健康板块已建成40条丁腈手套产线并实现平稳运行，后续视市场情况推进剩余产线建设。

风险提示：原材料价格大幅上涨；公司产品下游需求不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。预计2022-2024年归母净利润19.8/22.2/25.6亿元(原22-23年预测38.6/42.0亿元)，同比增速19.2%/11.9%/15.7%；摊薄EPS=0.77/0.86/1.00元，当前股价对应PE=19/9/8x。公司是国内改性塑料龙头，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	35,061.17	40,198.62	41,207.61	43,371.01	47,833.88
(+/-%)	19.72%	14.65%	2.51%	5.25%	10.29%
净利润(百万元)	4,587.70	1,661.50	1,980.54	2,216.37	2,564.42
(+/-%)	268.64%	-63.78%	19.20%	11.91%	15.70%
每股收益(元)	1.78	0.65	0.77	0.86	1.00
EBIT Margin	20.15%	11.22%	7.11%	7.35%	7.45%
净资产收益率(ROE)	30.91%	11.09%	12.55%	13.30%	14.50%
市盈率(PE)	4.44	12.25	10.28	9.19	7.94
EV/EBITDA	4.58	8.90	11.09	9.76	9.26
市净率(PB)	1.37	1.36	1.29	1.22	1.15

公司研究·财报点评

基础化工·塑料

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：薛聪

010-88005107

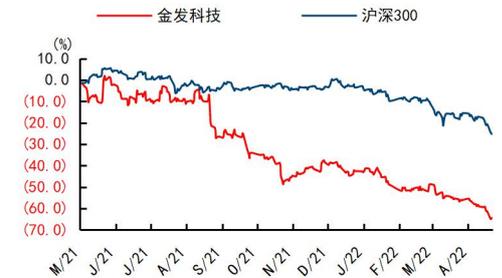
xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	7.91元
总市值/流通市值	20360/20360百万元
52周最高价/最低价	23.82/7.78元
近3个月日均成交额	220.30百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《金发科技-600143-财报点评：主营业务增长稳健，打造一体化新材料企业》——2021-08-27
- 《金发科技-600143-2021Q1财报点评：改性塑料和石化业务明显改善，新项目快速推进保持成长》——2021-04-28
- 《金发科技-600143-财报点评：业绩符合预期，改性塑料与医疗健康板块爆发增长》——2021-03-30
- 《国信证券-金发科技-600143.SH-财报点评：半年度业绩创历史新高，产业链上下游同时布局-200814》——2020-08-14
- 《金发科技-600143-2020半年度业绩预告点评：上半年业绩爆发式增长，公司发展进入快车道》——2020-07-13

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

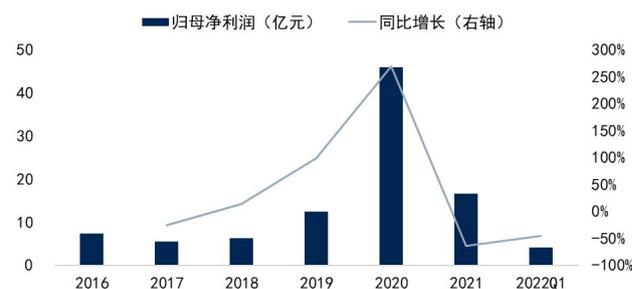
2021 年原料价格上涨毛利率承压业绩下滑，2022 年一季度环比改善。2021 年全年营收 402.0 亿元 (+14.7%)，归母净利润 16.6 亿元 (-63.8%)，扣非归母净利润 15.4 亿元 (-65.4%)，主要由于原材料价格上涨毛利率承压以及金奥保理股权转让款计提减值准备所致，全年毛利率降低 9.2pp 至 16.6%，金奥保理计提减值 3.0 亿元。其中四季度单季营收 106.0 亿元 (+19.7%)，归母净利润-0.7 亿元 (-108.8%)，扣非归母净利润-1.5 亿元 (-122.7%)。公司 2022 年一季度单季营收 94.6 亿元 (+4.4%)，归母净利润 4.2 亿元 (-45.1%)，扣非归母净利润 4.0 亿元 (-44.3%)。

图1：金发科技营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：金发科技归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2021 年毛利率回归常态，三费率保持平稳，持续增加研发投入。2021 年公司销售毛利率 16.6% (-9.2pp)，主要由于公司改性塑料板块熔喷料、医疗健康板块口罩、防护服等产品利润水平从 2020 年回归常态。公司 2021 年三费率 6.7%，同比基本持平，其中销售费用率 1.4% (-0.4pp)；管理费用率 3.4% (+0.2pp)；财务费用率 2.3% (-0.3pp)；公司持续增加研发投入，2021 年研发费用 14.6 亿元，较 2020 年增加 2000 万元。

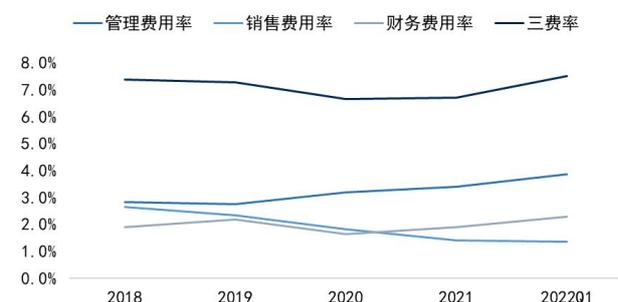
2022 年一季度公司销售毛利率 16.9%，环比增加 3.4pp，三费率小幅提高 0.4pp 至 7.5%，其中销售费用率 1.4% (-0.9pp)；管理费用率 3.9% (+1.2pp)；财务费用率 2.3% (+0.2pp)。

图3：金发科技毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：金发科技三项费用率变化情况



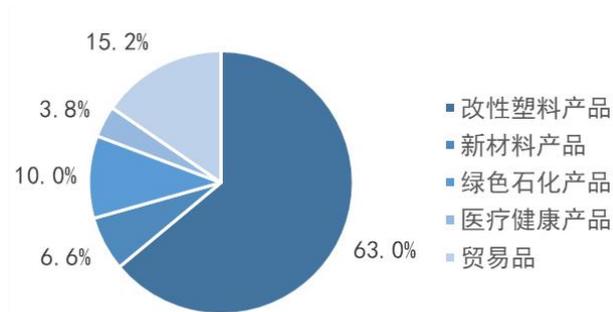
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司改性塑料与新材料业务稳健，医疗健康业务景气下滑。公司 2021 年改性塑料产成品销量 174.5 万吨 (+12.8%)；营业收入 253.3 亿元，(+24.1%)，其中车用/家电/电子电气/环保再生材料销量分别为 61.8/37.0/16.9/18.2 万吨，分别同比增长 26.8%/26.3%/36.3%/31.2%；新材料销量 10.2 万吨 (+29.3%)，其中生

物降解塑料/特种塑料/碳纤维及复材销量分别为 8.0/1.8/0.42 万吨,分别同比增长+22.3%/+68.9%/+40.0%;绿色石化板块丙烯销量 62.1 万吨(-35.0%),板块营收同比 40.1 亿元(-16.3)。公司全年改性塑料/新材料/绿色石化毛利率同比分别为 19.7%(-6.5pp)/33.9%(-5.8pp)/7.4%(-7.2pp),主要由于聚烯烃、丙烷 BDO 等原料涨价上涨所致。由于疫情缓解,公司医疗健康业务景气下滑,全年营收 15.3 亿元(-43.7%),毛利率大幅下滑 60.8pp 至 15.3%。

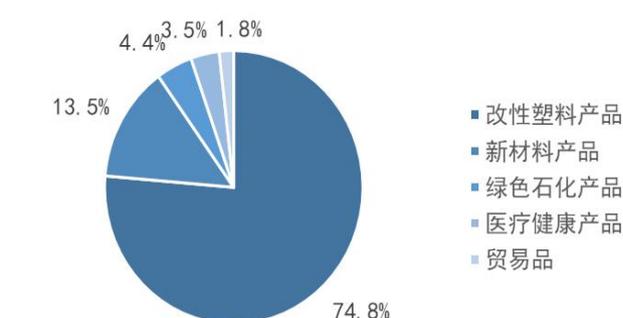
2022 年一季度公司改性塑料/新材料/绿色石化板块销量分别 40.5/3.4/7.6 万吨,分别同比 -3.5%/5.3%/46.5%,实现营收 59.7/8.7/5.5 亿元,分别同比 5.3%/22.1%/-37.1%,改性塑料板块成本压力有所缓解,公司盈利能力有望底部复苏。

图5: 2021 年金发科技主营收入占比



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 2021 年金发科技毛利润占比



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

在建工程稳步推进,产业链一体化布局增强抗风险能力。改性塑料板块 60 万吨 ABS 及配套项目计划 22Q3 投产,推进年产 10.9 万吨的环保再生前处理与改性一体化产线建设,2022 年内投放 5 万吨产能;新材料板块,公司新增 1.5 万吨 PA10T/PA6T 合成树脂项目,其中一期 0.4 万吨已投产;启动 0.6 万吨/年 LCP 树脂、0.5 万吨/年聚芳醚砜树脂和 3 万吨/年共混改性能建设项目;3 万吨 PLA 计划 22Q2 投产,适时推进 12 万吨/年 PBAT 和 6 万吨/年 PLA 产能建设;1 万吨生物基 BDO 规划 23 年底建成;绿色石化板块中 120 万吨 PTPE 及改性新材料一体化项目预计 23Q2 投产。医疗健康板块已建成 40 条丁腈手套产线并实现平稳运行,后续视市场情况推进剩余产线建设。

未来公司将聚焦千亿产值的宏伟目标,统筹、协同四大业务板块实现可持续的高质量发展。在改性塑料板块实现 300 万吨/年的产销量;在新材料板块实现超过 60 万吨/年的产销量;在绿色石化板块实现年产 240 万吨丙烯和聚丙烯、60 万吨 ABS 产销量;在医疗健康板块实现年产 100 亿只口罩、400 亿只丁腈手套等医疗健康高分子材料产品的产能布局。

投资建议:下调盈利预测,维持“买入”评级。预计 2022-2024 年归母净利润 19.8/22.2/25.6 亿元(原 22-23 年预测 38.6/42.0 亿元),同比增速 19.2%/11.9%/15.7%;摊薄 EPS=0.77/0.86/1.00 元,当前股价对应 PE=19/9/8x。公司是国内改性塑料龙头,维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	3871	4047	2000	2000	5014	营业收入	35061	40199	41208	43371	47834
应收款项	4258	7812	8008	8428	9296	营业成本	26025	33518	34198	35898	39559
存货净额	3998	5164	5227	5429	5986	营业税金及附加	211	237	247	260	287
其他流动资产	2539	2672	2739	2883	3180	销售费用	637	565	824	867	957
流动资产合计	14666	19696	17975	18740	23475	管理费用	1124	1368	3006	3158	3470
固定资产	12158	20369	21816	22842	21697	财务费用	576	766	737	732	656
无形资产及其他	2444	3047	2925	2803	2681	投资收益	32	(10)	0	0	0
投资性房地产	1610	3955	3955	3955	3955	资产减值及公允价值变动	13	496	0	0	0
长期股权投资	1577	1234	1234	1234	1234	其他收入	(1273)	(2313)	0	0	0
资产总计	32455	48300	47904	49573	53042	营业利润	5261	1917	2194	2456	2906
短期借款及交易性金融负债	3877	4718	4817	3177	0	营业外净收支	(58)	(15)	0	0	0
应付款项	4213	6107	6182	6419	7078	利润总额	5204	1902	2194	2456	2906
其他流动负债	1512	6608	7044	11229	16688	所得税费用	594	245	219	246	349
流动负债合计	9603	17433	18043	20825	23766	少数股东损益	22	(5)	(6)	(6)	(7)
长期借款及应付债券	6213	12534	12734	12734	12734	归属于母公司净利润	4588	1661	1981	2216	2564
其他长期负债	1622	1613	(387)	(2387)	(2887)						
长期负债合计	7836	14148	12348	10348	9848	现金流量表（百万元）					
负债合计	17439	31581	30391	31172	33613	净利润	4588	1661	1981	2216	2564
少数股东权益	174	1732	1734	1735	1737	资产减值准备	(49)	24	32	6	(1)
股东权益	14842	14987	15779	16666	17691	折旧摊销	1186	1327	1643	2090	2268
负债和股东权益总计	32455	48300	47904	49573	53042	公允价值变动损失	(13)	(496)	0	0	0
						财务费用	576	766	737	732	656
关键财务与估值指标						营运资本变动	427	(194)	(1783)	1663	3895
每股收益	1.78	0.65	0.77	0.86	1.00	其它	67	(23)	(30)	(4)	3
每股红利	0.31	0.81	0.46	0.52	0.60	经营活动现金流	6206	2300	1842	5971	8729
每股净资产	5.77	5.82	6.13	6.48	6.87	资本开支	0	(9959)	(3000)	(3000)	(1000)
ROIC	28%	14%	8%	9%	11%	其它投资现金流	16	0	0	0	0
ROE	31%	11%	13%	13%	14%	投资活动现金流	25	(9616)	(3000)	(3000)	(1000)
毛利率	26%	17%	17%	17%	17%	权益性融资	(76)	12	0	0	0
EBIT Margin	20%	11%	7%	7%	7%	负债净变化	1188	6321	200	0	0
EBITDA Margin	24%	15%	11%	12%	12%	支付股利、利息	(810)	(2090)	(1188)	(1330)	(1539)
收入增长	20%	15%	3%	5%	10%	其它融资现金流	(5934)	(982)	99	(1641)	(3177)
净利润增长率	269%	-64%	19%	12%	16%	融资活动现金流	(5255)	7493	(889)	(2971)	(4715)
资产负债率	54%	69%	67%	66%	67%	现金净变动	975	176	(2047)	0	3014
息率	4.0%	10.3%	5.8%	6.5%	7.6%	货币资金的期初余额	2895	3871	4047	2000	2000
P/E	4.4	12.3	10.3	9.2	7.9	货币资金的期末余额	3871	4047	2000	2000	5014
P/B	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2	企业自由现金流	0	(4898)	(501)	3621	8297
EV/EBITDA	4.6	8.9	11.1	9.8	9.3	权益自由现金流	0	441	(866)	1322	4543

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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