



中信证券研究部

核心观点



王喆
首席化工分析师
S1010513110001



袁健聪
化工分析师
S1010517080005



联系人：陈渤阳

三季度内，公司主业靓丽、新材料业务推进顺利，尤其在生物可降解塑料和 LCP 等领域，多因素下公司单季业绩超过此前市场预期。我们认为伴随各项新材料业务稳步发展，公司业绩将长期保持快速增长态势，强烈看好公司观点不变。

主业靓丽，海越并表，三季度业绩大增。公司披露 2019 年三季度报，Q1-3 分别实现营业收入和归母净利 203.76 和 9.44 亿，分别同比增长 9.85%和 44.34%。其中 Q3 单季实现营业收入和归母净利 80.34 和 4.35 亿，分别同比增长 21.88%和 43.24%。刨除宁波海越并表因素，公司业绩主要得益于以下几个方面：1) 改性塑料原材料价格下滑，公司成本端改善；2) 完全生物降解塑料需求旺盛，新增产能完全被市场吸收；3) LCP 产品销量同比大幅提升。

新材料稳步放量，多点开花有望助力业绩增长。公司各项新产品正处在应用场景不断扩展的阶段。其中，1) 生物可降解塑料受益于国内外禁塑令，市场需求迅速扩张，此项业务新产能的投放有望很快被市场所吸收；2) LCP 凭借较低的吸湿性、介电常数和介电损耗随着频率的低波动性等方面优势有望成为 5G 天线主流材料；3) PA101 及 PA6T（产能料将于 2019 年底投产）等借助良好的高强度、耐高温等性能有望广泛应用于航空航天和军工领域。上述新型材料市场均在迅速培育过程中，我们看好公司利用自身的率先布局，实现业绩快速增长的同时继续保持新材料领域领先地位。

布局氢能，提升资源利用效率。此前，公司子公司宁波金发与浙江省能源集团签订氢能综合利用战略合作框架协议。宁波金发将发挥其工业副产氢优势（60 万吨 PDH 装置，预计具备 2.5 万吨/年供氢能力），为浙能集团氢能供应提供保障，而后者也将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。在当前氢能源快速发展的时点下，此项布局有望为公司带来崭新增长契机。

风险因素：1) 原材料价格大幅波动；2) 国际市场扩张不及预期。

投资建议：我们认为伴随各项新材料业务稳步发展，公司业绩将长期保持快速增长态势，强烈看好公司成长性观点不变。维持公司 2019-21 年 EPS 预测分别为 0.33/0.38/0.45 元，维持目标价 9.3 元（对应 2020 年 25 倍 PE）和“买入”评级。

金发科技	600143
评级	买入（维持）
当前价	7.63 元
目标价	9.3 元
总股本	2,717 百万股
流通股本	2,560 百万股
52 周最高/最低价	7.94/4.19 元
近 1 月绝对涨幅	14.05%
近 6 月绝对涨幅	50.00%
近 12 月绝对涨幅	84.91%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	23,137.38	25,316.62	28,243.52	32,287.40	37,406.28
营业收入增长率	29%	9%	12%	14%	16%
净利润(百万元)	547.94	624.04	885.26	1,027.74	1,213.42
净利润增长率	-26%	14%	42%	16%	18%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.20	0.23	0.33	0.38	0.45
毛利率%	14%	13%	15%	15%	15%
净资产收益率 ROE%	5.52%	6.10%	8.16%	8.94%	9.92%
每股净资产(元)	3.65	3.77	3.99	4.23	4.50
PE	38	33	23	20	17
PB	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 10 月 28 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	23,137	25,317	28,244	32,287	37,406
营业成本	19,999	21,903	24,115	27,522	31,894
毛利率	13.57%	13.48%	14.62%	14.76%	14.74%
营业税金及附加	107	107	156	155	181
销售费用	709	671	814	925	1,047
营业费用率	3.07%	2.65%	2.88%	2.87%	2.80%
管理费用	1,603	717	800	914	1,059
管理费用率	6.93%	2.83%	2.83%	2.83%	2.83%
财务费用	330	479	256	296	346
财务费用率	1.43%	1.89%	0.91%	0.92%	0.92%
投资收益	82	(4)	37	38	24
营业利润	676	688	966	1,164	1,350
营业利润率	2.92%	2.72%	3.42%	3.60%	3.61%
营业外收入	11	25	78	38	47
营业外支出	52	27	35	38	34
利润总额	635	686	1,008	1,163	1,363
所得税	83	61	121	132	147
所得税率	13.12%	8.91%	12.01%	11.34%	10.75%
少数股东损益	4	1	2	4	3
归属于母公司股东的净利润	548	624	885	1,028	1,213
净利率	2.37%	2.46%	3.13%	3.18%	3.24%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,278	1,528	2,025	2,016	2,425
存货	3,381	2,989	4,267	4,419	5,039
应收账款	5,598	5,699	6,811	7,631	8,761
其他流动资产	1,072	989	1,120	1,146	1,331
流动资产	11,330	11,206	14,222	15,212	17,556
固定资产	6,400	6,455	6,919	7,330	7,688
长期股权投资	752	2,066	2,066	2,066	2,066
无形资产	1,592	1,609	1,609	1,609	1,609
其他长期资产	676	1,125	1,138	1,156	1,169
非流动资产	9,420	11,254	11,732	12,160	12,531
资产总计	20,750	22,460	25,954	27,371	30,087
短期借款	3,022	5,767	6,800	7,728	9,166
应付账款	2,837	2,013	3,763	3,576	4,018
其他流动负债	1,283	1,122	1,217	1,246	1,332
流动负债	7,143	8,902	11,780	12,550	14,516
长期借款	401	118	118	118	118
其他长期负债	3,159	3,087	3,087	3,087	3,087
非流动性负债	3,561	3,205	3,205	3,205	3,205
负债合计	10,703	12,107	14,985	15,755	17,722
股本	2,717	2,717	2,717	2,717	2,717
资本公积	3,485	3,485	3,485	3,485	3,485
归属于母公司所有者权益合计	9,925	10,233	10,847	11,491	12,237
少数股东权益	122	120	122	125	128
股东权益合计	10,047	10,353	10,969	11,616	12,365
负债股东权益总计	20,750	22,460	25,954	27,371	30,087

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	635	686	1,008	1,163	1,363
所得税支出	-83	-61	-121	-132	-147
折旧和摊销	523	591	465	522	581
营运资金的变化	-1,165	-1,594	-718	-1,213	-1,461
其他经营现金流	302	768	262	314	377
经营现金流合计	212	390	896	654	712
资本支出	-1,205	-1,221	-942	-950	-952
投资收益	82	-4	37	38	24
其他投资现金流	227	-1,003	0	0	0
投资现金流合计	-896	-2,229	-905	-912	-928
发行股票	46	0	0	0	0
负债变化	16,292	15,530	1,033	928	1,438
股息支出	-272	-272	-272	-384	-467
其他融资现金流	-15,911	-13,117	-256	-296	-346
融资现金流合计	156	2,142	505	248	625
现金及现金等价物净增加额	-529	303	497	-9	409

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	28.61%	9.42%	11.56%	14.32%	15.85%
营业利润增长率	-1.14%	1.75%	40.29%	20.50%	15.98%
净利润增长率	-25.68%	13.89%	41.86%	16.10%	18.07%
毛利率	13.57%	13.48%	14.62%	14.76%	14.74%
EBITDA Margin	0.00%	0.00%	6.12%	6.13%	6.11%
净利率	2.37%	2.46%	3.13%	3.18%	3.24%
净资产收益率	5.52%	6.10%	8.16%	8.94%	9.92%
总资产收益率	2.64%	2.78%	3.41%	3.75%	4.03%
资产负债率	51.58%	53.91%	57.74%	57.56%	58.90%
所得税率	13.12%	8.91%	12.01%	11.34%	10.75%
股利支付率	49.58%	43.54%	43.32%	45.48%	44.11%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和 markets 法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。