

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 买入

新材料发力, 经营性现金流超预期, roe 持续修复中

公司 2019 年前三季度实现营业收入 203.76 亿元 (同比+9.85%), 实现归属母净利润 9.44 亿元 (同比+44.34%), 实现扣非后归母净利润 7.77 亿元 (同比+87.43%), 其中收到非经常性政府补助 1.19 亿元。单三季度公司实现营收 80.34 亿元 (同比+21.88%, 环比+24.69%); 实现归母净利润 4.34 亿元 (同比+42.76%, 环比+52.28%), 实现扣非后净利润 4.02 亿元 (同比+191.30%, 环比+106.15%), 其中非经常性政府补助 0.37 亿元。公司三季度经营现金流 18.72 亿, 同比大幅提升 415.12%, 其中单三季度经营性现金流为 8.33 亿元, 环比大幅增长。

新材料逐渐发力。公司三季度实现改性塑料销量 31.84 万吨 (同比-5.59%, 环比+16.76%); 受国外禁塑令以及国内垃圾分类政策驱动, 完全生物降解塑料销量同比大幅提升, 三季度销量 1.22 万吨 (同比+80.82%, 环比+7.71%); 特种工程塑料受搬迁影响, 三季度实现销量 1870 吨 (同比-14.34%, 环比+8.16%), 产能利用率逐渐爬升, 看好未来 5G 带动 LCP 材料放量。在传统塑料下游弱势影响下, 公司新材料发力明显, 以生物可降解塑料和特种工程塑料同时放量的产品结构将成为四季度及明年主要业绩增长贡献。

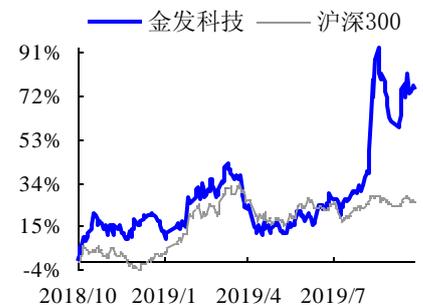
成本下降带动利润率持续回升。三季度主要原材料价格继续保持下降趋势, 公司三季度采购均价聚烯烃系树脂 8277 元/吨 (同比-10.92%、环比-2.13%)、聚苯乙烯系树脂 9856 元/吨 (同比-24.66%、环比-1.57%)、工程树脂 13225 元/吨 (同比-23.65%、环比-3.94%)、填料 3831 元/吨 (同比-5.88%、环比-6.38%)、助剂 27079 元/吨 (同比-14.92%、环比 12.69%)。除了助剂价格环比有所提升外, 其余原材料价格同比环比均呈现下降趋势, 带动公司毛利率回升。公司单三季度实现毛利率 16.88% (同比+3.58pct, 环比+1.99pct), 预计在油价下行及国内大炼化投产周期双重影响下, 公司整体毛利率有望维持上升趋势。

经营效益提升, 宁波金发并表大幅改善现金流, ROE 呈趋势性上升。前三季度公司销售费用率 2.26% (-0.18pct), 管理费用率 2.60% (-0.07pct), 财务费用 2.32% (+0.30pct), 研发费用率 3.83% (+0.23pct), 整体来看公司前三季度实现三费率 11.01% (+0.28pct), 主要系公司研发费用与财务费用率有所提升, 随着规模效应的逐渐显现, 公司销

股票数据 2019/10/28

| | |
|-------------|-----------|
| 6个月目标价(元) | 9.42 |
| 收盘价(元) | 7.63 |
| 12个月股价区间(元) | 4.18~8.25 |
| 总市值(百万元) | 20,729 |
| 总股本(百万股) | 2,717 |
| A股(百万股) | 2,717 |
| B股/H股(百万股) | 0/0 |
| 日均成交量(百万股) | 45 |

历史收益率曲线



| | | | |
|---------|-----|-----|-----|
| 涨跌幅 (%) | 1M | 3M | 12M |
| 绝对收益 | 14% | 45% | 85% |
| 相对收益 | 12% | 43% | 61% |

相关报告

《金发科技 (600143): 十年磨剑新材料终突破, 并购宁波海越改性塑料盈利》-20191015

《金发科技

(600143): 十年磨剑新材料终突破, 并购宁波海越改性塑料盈利》-20191015

《沃特股份 (002886.SZ): 高频基站 PCB 板基材龙头, 迎 5G 终端机遇》-20190624

| 财务摘要 (百万元) | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入 | 23,137 | 25,317 | 27,675 | 30,228 | 31,367 |
| (+/-)% | 28.61% | 9.42% | 9.32% | 9.22% | 3.77% |
| 归属母公司净利润 | 548 | 624 | 1,282 | 1,545 | 1,792 |
| (+/-)% | -25.68% | 13.89% | 105.50% | 20.45% | 16.02% |
| 每股收益 (元) | 0.20 | 0.23 | 0.47 | 0.57 | 0.66 |
| 市盈率 | 32.58 | 21.55 | 16.16 | 13.42 | 11.57 |
| 市净率 | 1.80 | 1.31 | 1.80 | 1.59 | 1.40 |
| 净资产收益率 (%) | 5.52% | 6.10% | 11.14% | 11.83% | 12.07% |
| 股息收益率 (%) | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 总股本 (百万股) | 2,717 | 2,717 | 2,717 | 2,717 | 2,717 |

证券分析师: 陈俊杰

执业证书编号: S0550518100001

(010) 58034571 chenjunjie@nesc.cn

研究助理: 王栋

执业证书编号: S0550118090024

(021) 20363248 wangdong@nesc.cn

售和管理费用率有所回落，带动前三季度公司净利率 4.68% (+2.21pct)，单三季度净利率 5.28% (同比+0.65pct，环比+0.80pct)。同时受到宁波金发并表及票据贴现增加的影响，公司三季度经营现金流 18.72 亿，同比大幅提升 415.12%。ROE (摊薄) 持续回升至 9.23%，为近 5 年来最好水平，将有望继续向好趋势。

维持盈利预测,维持投资评级: 预计 2019-2021 年实现营收 276.8、302.3、313.7 亿元，实现归母净利润 12.8、15.5、17.9 亿元，对应 PE 分别为 16X、13X、11X，维持“买入”评级。

风险提示: 改性塑料需求大幅下降、产能释放不及预期的风险。

附表：财务报表预测摘要及指标

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 1,528 | 2,995 | 1,800 | 2,000 | 净利润 | 625 | 1,287 | 1,549 | 1,797 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值准备 | 79 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 5,699 | 6,066 | 6,460 | 6,703 | 折旧及摊销 | 591 | 180 | 206 | 215 |
| 存货 | 2,989 | 3,251 | 3,393 | 3,445 | 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 989 | 869 | 898 | 915 | 财务费用 | 275 | 523 | 676 | 603 |
| 流动资产合计 | 11,206 | 13,180 | 12,550 | 13,064 | 投资损失 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 可供出售金融资产 | 67 | 67 | 67 | 67 | 运营资本变动 | -1,214 | 471 | -388 | -116 |
| 长期投资净额 | 2,066 | 2,066 | 2,066 | 2,066 | 其他 | 30 | -40 | -50 | -50 |
| 固定资产 | 6,455 | 12,547 | 12,915 | 13,075 | 经营活动净现金流量 | 390 | 2,421 | 1,993 | 2,449 |
| 无形资产 | 1,609 | 2,337 | 2,313 | 2,288 | 投资活动净现金流量 | -2,229 | -4,321 | -1,000 | -700 |
| 商誉 | 82 | 273 | 273 | 273 | 融资活动净现金流量 | 2,142 | 3,372 | -2,188 | -1,549 |
| 非流动资产合计 | 11,254 | 18,964 | 19,809 | 20,344 | 企业自由现金流 | 956 | -6,542 | 1,533 | 1,740 |
| 资产总计 | 22,460 | 28,621 | 28,835 | 29,884 | 财务与估值指标 | | | | |
| 短期借款 | 5,767 | 8,907 | 7,595 | 6,849 | 每股指标 | | | | |
| 应付款项 | 2,013 | 2,886 | 3,003 | 3,156 | 每股收益 (元) | 0.23 | 0.47 | 0.57 | 0.66 |
| 预收款项 | 210 | 258 | 272 | 285 | 每股净资产 (元) | 3.77 | 4.24 | 4.81 | 5.47 |
| 一年内到期的非流动负债 | 298 | 298 | 298 | 298 | 每股经营性现金流量 (元) | 0.14 | 0.89 | 0.73 | 0.90 |
| 流动负债合计 | 8,902 | 13,021 | 11,886 | 11,338 | 成长性指标 | | | | |
| 长期借款 | 118 | 2,874 | 2,674 | 2,474 | 营业收入增长率 | 9.42% | 9.32% | 9.22% | 3.77% |
| 其他长期负债 | 3,087 | 1,090 | 1,090 | 1,090 | 净利润增长率 | 13.89% | 105.50% | 20.45% | 16.02% |
| 长期负债合计 | 3,205 | 3,964 | 3,764 | 3,564 | 盈利能力指标 | | | | |
| 负债合计 | 12,107 | 16,984 | 15,650 | 14,901 | 毛利率 | 13.48% | 17.56% | 18.07% | 18.18% |
| 归属于母公司股东权益合计 | 10,233 | 11,513 | 13,057 | 14,849 | 净利率 | 2.46% | 4.63% | 5.11% | 5.71% |
| 少数股东权益 | 120 | 124 | 128 | 133 | 运营效率指标 | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 22,460 | 28,621 | 28,835 | 29,884 | 应收账款周转率 (次) | 81.44 | 80.00 | 78.00 | 78.00 |
| | | | | | 存货周转率 (次) | 53.07 | 52.00 | 50.00 | 49.00 |
| 利润表 (百万元) | | | | | 偿债能力指标 | | | | |
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 资产负债率 | 53.91% | 59.34% | 54.27% | 49.86% |
| 营业收入 | 25,317 | 27,675 | 30,228 | 31,367 | 流动比率 | 1.26 | 1.01 | 1.06 | 1.15 |
| 营业成本 | 21,903 | 22,817 | 24,766 | 25,665 | 速动比率 | 0.88 | 0.73 | 0.73 | 0.81 |
| 营业税金及附加 | 107 | 137 | 141 | 147 | 费用率指标 | | | | |
| 资产减值损失 | 79 | 0 | 0 | 0 | 销售费用率 | 2.65% | 2.98% | 2.87% | 2.81% |
| 销售费用 | 671 | 825 | 867 | 881 | 管理费用率 | 2.83% | 3.30% | 3.24% | 3.14% |
| 管理费用 | 717 | 913 | 979 | 985 | 财务费用率 | 1.89% | 1.60% | 1.96% | 1.71% |
| 财务费用 | 479 | 444 | 592 | 537 | 分红指标 | | | | |
| 公允价值变动净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 分红比例 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 投资净收益 | -4 | 0 | 0 | 0 | 股息收益率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 营业利润 | 688 | 1,394 | 1,668 | 1,947 | 估值指标 | | | | |
| 营业外收支净额 | -2 | 40 | 50 | 50 | P/E (倍) | 21.55 | 16.16 | 13.42 | 11.57 |
| 利润总额 | 686 | 1,434 | 1,718 | 1,997 | P/B (倍) | 1.31 | 1.80 | 1.59 | 1.40 |
| 所得税 | 61 | 148 | 169 | 200 | P/S (倍) | 0.82 | 0.75 | 0.69 | 0.66 |
| 净利润 | 625 | 1,287 | 1,549 | 1,797 | 净资产收益率 | 6.10% | 11.14% | 11.83% | 12.07% |
| 归属于母公司净利润 | 624 | 1,282 | 1,545 | 1,792 | | | | | |
| 少数股东损益 | 1 | 4 | 4 | 5 | | | | | |

资料来源：东北证券

分析师简介:

陈俊杰: 基础化工行业主管, 2018年6月1日入职东北证券。2015年、2016年新财富最佳分析师入围。在农化、有机硅、玻纤等领域具有独到深刻见解。

王栋: 中国科学院工学硕士, 2017年加入东北证券研究咨询分公司, 任基础化工行业分析师。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

| | | |
|----------------------|------|------------------------------|
| 股票 投资 评级 说明 | 买入 | 未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。 |
| | 增持 | 未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。 |
| | 中性 | 未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。 |
| | 减持 | 在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。 |
| | 卖出 | 未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。 |
| 行业 投资 评级 说明 | 优于大势 | 未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。 |
| | 同步大势 | 未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。 |
| | 落后大势 | 未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。 |

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

| 地址 | 邮编 |
|---------------------------------------|--------|
| 中国吉林省长春市生态大街 6666 号 | 130119 |
| 中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座 | 100033 |
| 中国上海市浦东新区杨高南路 729 号 | 200127 |
| 中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A | 518038 |
| 中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼 | 510630 |

机构销售联系方式

| 姓名 | 办公电话 | 手机 | 邮箱 |
|-----------------|---------------|-------------|-------------------|
| 华东地区机构销售 | | | |
| 阮敏 (副总监) | 021-20361121 | 13564972909 | ruanmin@nesc.cn |
| 吴肖寅 | 021-20361229 | 17717370432 | wuxiaoyin@nesc.cn |
| 齐健 | 021-20361258 | 18221628116 | qijian@nesc.cn |
| 陈希豪 | 021-20361267 | 13262728598 | chen_xh@nesc.cn |
| 李流奇 | 021-20361258 | 13120758587 | Lilq@nesc.cn |
| 孙斯雅 | 021-20361121 | 18516562656 | sunsiya@nesc.cn |
| 李瑞暄 | 021-20361112 | 18801903156 | lirx@nesc.cn |
| 董冠辉 | 021-20361267 | 17602180663 | donggh@nesc.cn |
| 周嘉茜 | 021-20361133 | 18516728369 | zhoujq@nesc.cn |
| 刘彦琪 | 021-20361133 | 13122617959 | liuyq@nesc.cn |
| 华北地区机构销售 | | | |
| 李航 (总监) | 010-58034553 | 18515018255 | lihang@nesc.cn |
| 殷璐璐 | 010-58034557 | 18501954588 | yinlulu@nesc.cn |
| 温中朝 | 010-58034555 | 13701194494 | wenzc@nesc.cn |
| 曾彦戈 | 010-58034563 | 18501944669 | zengyg@nesc.cn |
| 安昊宁 | 010-58034561 | 18600646766 | anhn@nesc.cn |
| 周颖 | 010-63210813 | 18153683452 | zhouying1@nesc.cn |
| 华南地区机构销售 | | | |
| 刘璇 (副总监) | 0755-33975865 | 18938029743 | liu_xuan@nesc.cn |
| 刘曼 | 0755-33975865 | 15989508876 | liuman@nesc.cn |
| 周逸群 | 0755-33975865 | 18682251183 | zhouyq@nesc.cn |
| 王泉 | 0755-33975865 | 18516772531 | wangquan@nesc.cn |
| 周金玉 | 0755-33975865 | 18620093160 | zhoujy@nesc.cn |
| 陈励 | 0755-33975865 | 18664323108 | Chenli1@nesc.cn |