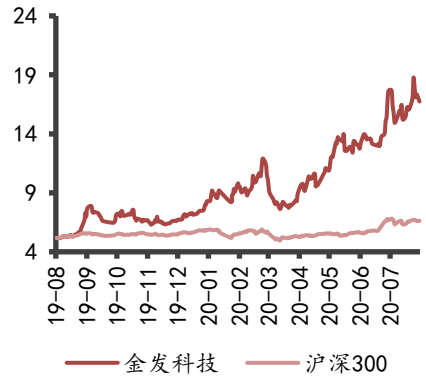
# 净利润大幅增长，医疗健康业务带来新增量

**投资评级：买入（首次）**

| 报告日期： | 2020-08-11 |
|---|---|
| 近 12 个月最高/最低（元） | 19.13/5.02 |
| 总股本（百万股） | 2573.62 |
| 流通股本（百万股） | 2573.62 |
| 流通股比例（%） | 100% |
| 总市值（亿元） | 430.82 |
| 流通市值（亿元） | 430.82 |

公司股价与沪深 300 走势比较




**分析师：刘万鹏**
执业证书号：S0010520060004
电话：18811591551
邮箱：liuwp@hazq.com

**相关报告：**

《利尔化学：疫情影响基本结束，农药板块再回正轨》2020.8.7
《新宙邦：含氟化学品领跑，电解液后劲十足》2020.7.31
《卫星石化：二季度产品景气度回暖，业绩有改善》2020.7.30
《华峰氨纶：氨纶业务优势稳定，新材料业务成主力》2020.07.29
《万华化学：全球 MDI、TDI 产能密集检修，价格或反弹》2020.07.29

**事件描述：**

8 月 11 日，公司公告 2020 年半年报。据公告，2020H1 公司实现营收 169.30 亿元，同比增加 37.17%；归母净利润 24.12 亿元，同比增长 373%；扣非后归母净利润 23.9 亿元，同比增加 19.5 亿元；加权平均净资产收益率为 20.25%，同比上升 15 个百分点；经营活动现金流净额为 58.9 亿元，同比上升 466.3%。

➢ **改性塑料板块贡献了主要利润，医疗健康板块成为新增量。**

2020H1，公司实现毛利 50.1 亿元，毛利率为 172%；其中，改性塑料系列贡献了主要利润，该系列毛利为 29.9 亿元（占总毛利的 59.7%），毛利率为 32.4%；新增的医疗健康系列（口罩、熔喷布）毛利为 13.5 亿元（26.9%），毛利率为 82.9%，成为 20H1 新的业绩增长点；完全生物降解塑料系列毛利为 2.4 亿元（4.8%），毛利率为 42%；特种工程塑料系列毛利为 0.7 亿元（1.4%），毛利率为 32.7%；碳纤维及复合材料系列毛利为 0.07 亿元（0.1%），毛利率为 23.8%；环保高性能再生塑料系列毛利为 0.4 亿元（0.8%），毛利率为 8.5%。与 2019 年 H1 比较，公司 2020H1 毛利上升 31.7 亿元，其中改性塑料系列毛利上升 15.5 亿元，完全生物降解塑料系列毛利上升 1 亿元，其余主要的业绩增量都来源与医疗健康系列。从地区经营看，2020H1，公司国内主营业务毛利为 41.8 亿元（同比上升 28.6 亿元），国外主营毛利为 7.3 亿元（同比上升 3 亿元），利润增量主要来自国内，主要是因为疫情影响了产品的出口。公司研发费用支出 3.5 亿元，同比上升 29.6%。此外，公司货币资金从去年年末的 28.9 亿元增加到 20H1 的 37.4 亿元，应收账款从 39.1 亿元减少到 34.6 亿元，应付款项从 28.14 亿元减少到 25.09 亿元。

➢ **Q2 整体净利润环比大幅增长，净现比大幅提升。**

2020Q2，公司实现营收 113.9 亿元，环比增加 77%；归母净利润 22.7 亿元，环比增长 697%；扣非后归母净利润 23.8 亿元，环比增长 2875%；整体销售毛利率为 36.1%，环比增加 20 个百分点，主要原因是二季度国内疫情情况好转，开始复工复产。净现比从 Q1 的 21%上升到 44%，盈利质量也改善明显。

➢ **改性塑料板块：二季度价格回暖，毛利同比大幅提高。**

2020H1 改性塑料业务实现营收 92.5 亿元，同比上升 19.2%，营收占比 54.6%；实现毛利润 29.9 亿元，毛利同比上升 107.6%，毛利占比 59.8%。与 19H1 和 19H2 相比，公司 20H1 的改性塑料业务状况大幅改善，主要是因为 20H1 改性塑料均价上升，盈利能力增强。20H1 改性塑料均价为 14945 元/吨，同比上升 12.2%，环比上升 16.5%。2020 年以来，改性塑料均价从 Q1 的 11710 元/吨上升至 Q2 的 16025 元/吨（+36.8%）。

➢ **完全生物降解塑料板块：营收毛利大幅增加，价格略有下降。**

2020H1 完全生物降解塑料业务实现营收 5.6 亿元，同比增长 51.3%，营收占比 3.3%（同比增加 0.3 个百分点）；实现毛利润 2.4 亿元，毛利同比增长 71.4%，毛利占比 4.8%（同比下降 2.7 个百分点）。与 19H1 和 19H2 相比，公司 20H1 的完全生物降解塑料业务在上升阶段，主要是因为政策红利，并且未来还将释放出更多的需求。20H1 完全生物降解塑料均价为 17829 元/吨，同比下降 0.6%，环比下降 2.8%。2020 年以来，

完全生物降解塑料均价从Q1的18165元/吨下降至Q2的17843元/吨。

➢ **特种工程塑料板块：价格稳定，销量大幅提高。**

2020H1特种工程塑料业务实现营收2.1亿元，同比增长40%，营收占比1.2%；实现毛利润0.7亿元，毛利同比上涨75%，毛利占比1.4%（同比下降0.8个百分点）。特种工程塑料销售量为4406吨，同比增长33.33%，其中，LCP销量984.81吨，同比增加50.10%。虽然汽车零部件等应用对材料的需求量相应减少，但家用办公设备需求增长带来连接器应用大幅增加，同时在防疫物资生产设备上的应用也初见成效，因而总体上销量实现较大幅度增长。

➢ **9.75亿美元口罩订单终止，但是影响有限。**

8月9日，公司公告美国某公司9.75亿美元KN95口罩订单实际已经终止，原因是对方逾期未回复。这类事件不是第一例，比亚迪与美国加州政府价值10亿美元口罩采购合同，因美国联邦机构拒绝认证，退还定金。因此，我们认为对本次事件市场早有准备，也不影响公司业务的独立性。此外，2020H1公司医疗健康产品（口罩和熔喷布）依旧实现营收16.30亿元，毛利13.51亿元，毛利率高达82.88%，贡献率公司整体营收的9.63%，口罩订单终止对于公司该产品影响有限，不会影响主营业务。

➢ **可降解塑料和特种工程塑料新增产能投产在即，带来业绩增量。**

可降解塑料：目前公司拥有生物降解聚酯合成产能6万吨，并配有专业生物降解塑料改性生产线，产品涵盖PBAT、PBS、PLA树脂及相关改性材料。随着国内“禁塑令”的推行，公司正加紧建设新产能和开发新的生物降解塑料以应用于更多领域。新增产能方面，6万吨PBAT生产线进展顺利，预计于2021年投产；3万吨PLA生产线也在建设当中，工程进度33.5%，预计于2021年四季度投产。

特种工程塑料：对于5G通信应用领域，公司开发的LCP薄膜专用树脂，已具备量产能力；对于5G基站天线振子，公司开发了超低介电损耗LCP材料并进行了验证，得到客户认可。新增产能方面，公司新的3000吨LCP产能预计在2020年8月投产，使公司LCP总产能将达到6000吨；公司年产10000吨PA10T/PA6T项目，计划于2020年10月开始设备安装和调试，2021年第二季度投产；千吨级PPSU/PES中试产业化装置正在进行设备安装，预计在2020年底投产。

## 投资建议

预计公司2020-2022年收入分别为355亿元、359亿元、373亿元，归母净利润分别为30.2、22.0、24.9亿元，同比增速为142.4%、-27.1%、13.2%。对应PE分别为14.3、19.6和17.3倍。公司首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

禁塑政策不及预期的风险；新建产能不能按时投产风险；原材料价格波动的风险；产品价格下跌的风险；疫情影响持续的风险。

**盈利预测：**

| 单位/百万 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业总收入 | 29286 | 35503 | 35942 | 37287 |
| (+/-)(%) | 15.7% | 21.2% | 1.2% | 3.7% |
| 归母净利润 | 1245 | 3017 | 2199 | 2488 |
| (+/-)(%) | 99.4% | 142.4% | -27.1% | 13.2% |
| EPS(元) | 0.48 | 1.17 | 0.85 | 0.97 |
| P/E | 15.05 | 14.28 | 19.60 | 17.32 |

资料来源：wind，华安证券研究所

# 正文目录

1. 公司整体经营状况与财务数据 ..... 5
2. 公司分业务经营状况及重大事件 ..... 8
3. 风险提示 ..... 12

# 图表目录

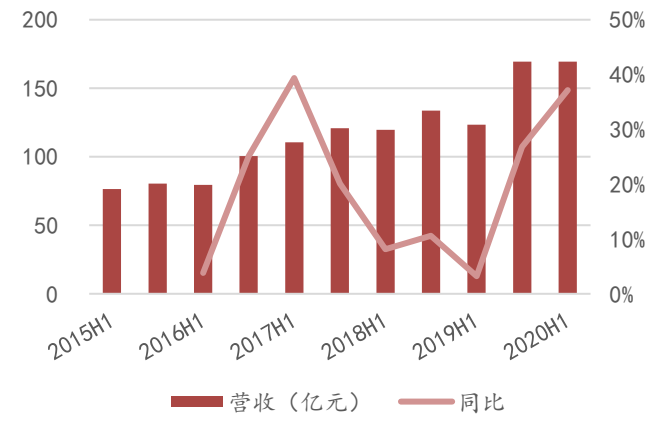
图表 1 公司营收半年度变化情况 ..... 5
图表 2 公司营收季度变化情况 ..... 5
图表 3 公司毛利半年度变化情况 ..... 6
图表 4 公司毛利季度变化情况 ..... 6
图表 5 公司归母净利润半年度变化情况 ..... 6
图表 6 公司归母净利润季度变化情况 ..... 6
图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况 ..... 6
图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况 ..... 6
图表 9 公司三项项费用占比半年度变化情况 ..... 7
图表 10 公司三项费用占比季度变化情况 ..... 7
图表 11 公司现金流半年度变化情况 ..... 7
图表 12 公司现金流季度变化情况 ..... 7
图表 13 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况 ..... 7
图表 14 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季度变化情况 ..... 7
图表 15 公司净现比半年度变化情况 ..... 8
图表 16 公司净现比季度变化情况 ..... 8
图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况 ..... 8
图表 18 公司存货周转天数季度变化情况 ..... 8
图表 19 各系列产品经营数据 ..... 9
图表 20 2020H1 公司及所处行业发生的重大事件 ..... 11

# 1. 公司整体经营状况与财务数据

8 月 11 日，金发科技发布 2020 半年报。据公告，2020H1 公司共实现营收 169.3 亿元，同比上升 37%；实现毛利 50.1 亿元，同比上升 172%，环比上升 75.2%；实现归母净利润 24.1 亿元，同比上升 373%，环比上升 230.1%；整体毛利率为 29.5%（同比上升 14 个百分点）；整体净利率为 14.4%（同比下降 10 个百分点）；三项费用率为 11.5%（同比上升 1.5 个百分点），销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 2.6%、2.9%、2.1%、3.9%（；经营活动现金流净额为 58.9 亿元，同比上升 466%，环比上升 246%；购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为 13.1 亿元，同比上升 147%；净现比为 41.3 倍，同比下降 8.5%；存货周转天数为 52 天，同比上升 1 天。

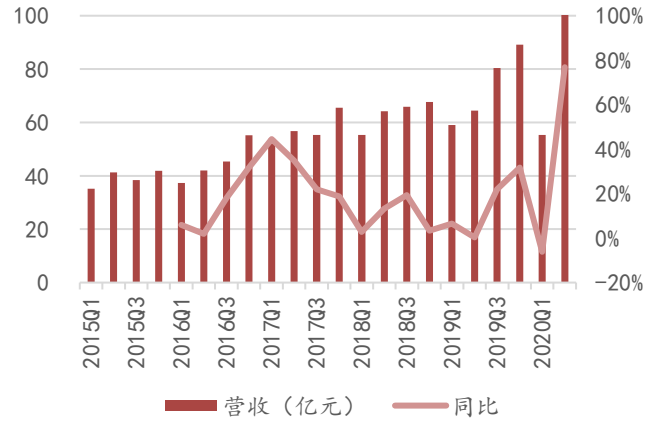
2020Q2 公司经营状况相较 Q1 有所改善，超过去年同期水平。据计算，2020Q2 公司共实现营收 113.9 亿元，同比上升 77%，环比上升 105%；实现毛利 41.2 亿元，同比上升 329%，环比上升 362.9%；实现归母净利润 22.7 亿元，同比下降 697%，环比上升 1521%；整体毛利率为 36.1%（同比下降 21.2 个百分点）；整体净利率为 20.1%（同比下降 15.6 个百分点）；三项费用率为 10.5%（同比增加 0.5 个百分点），销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 2.7%、2.8%、1.1%、3.7%；经营活动现金流净额为 52.2 亿元，同比增加 49.9 亿元，环比增加 45.5 亿元；购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为 8.8 亿元，同比上升 203%；净现比为 44 倍，同比下降 84%，盈利质量下降；存货周转天数为 41 天，同比下降 10 天，经营效率提高。

**图表 1 公司营收半年度变化情况**



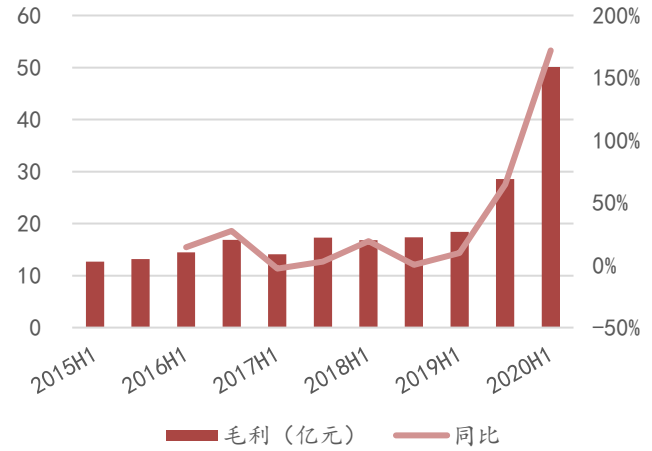

资料来源：wind，华安证券研究所

**图表 2 公司营收季度变化情况**



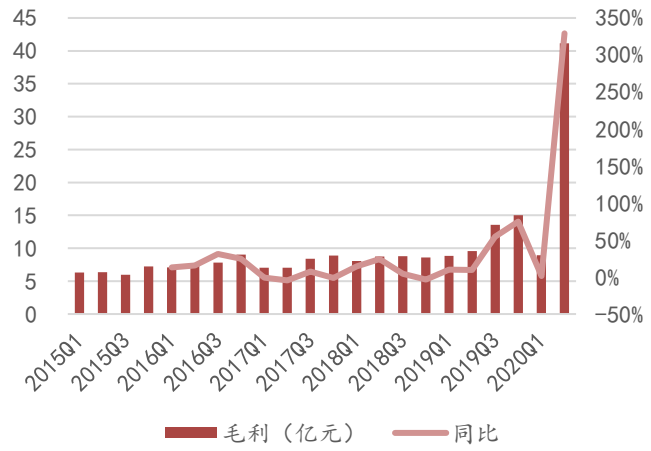

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 公司毛利半年度变化情况



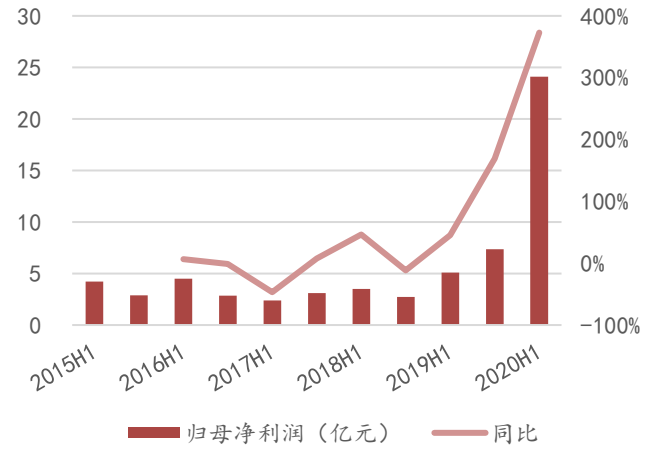

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 公司毛利季度变化情况



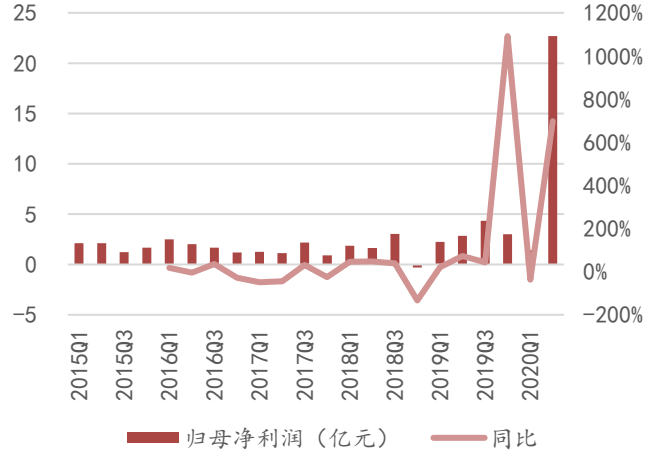

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 公司归母净利润半年度变化情况



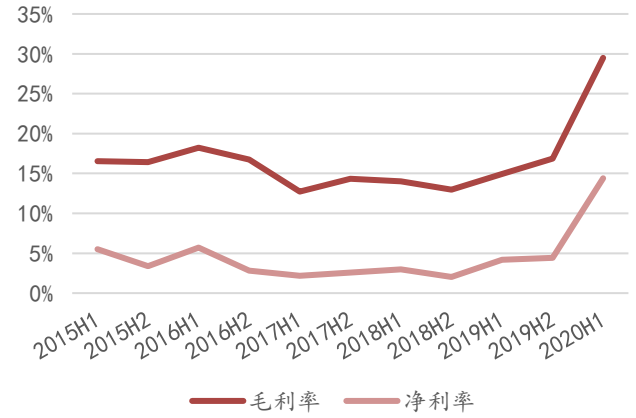

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 公司归母净利润季度变化情况



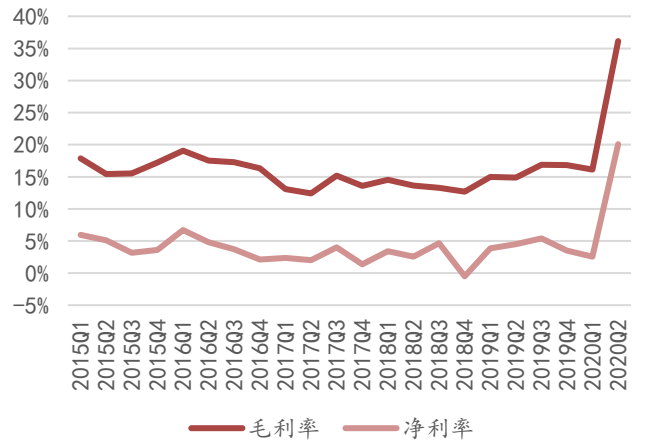

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况



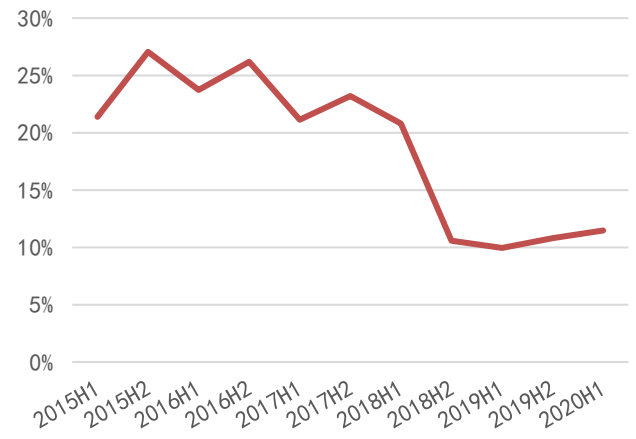

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况



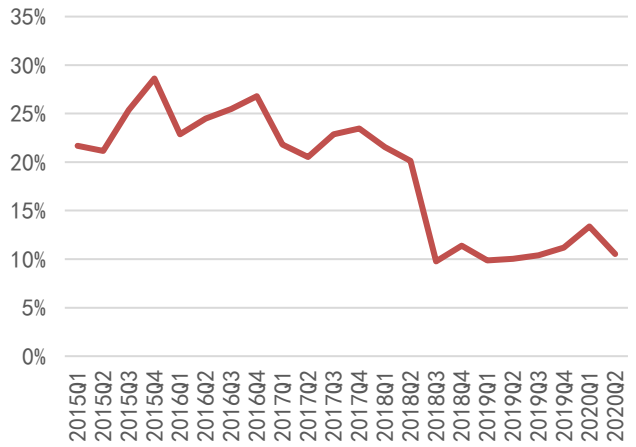

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 公司三项项费用占比半年度变化情况



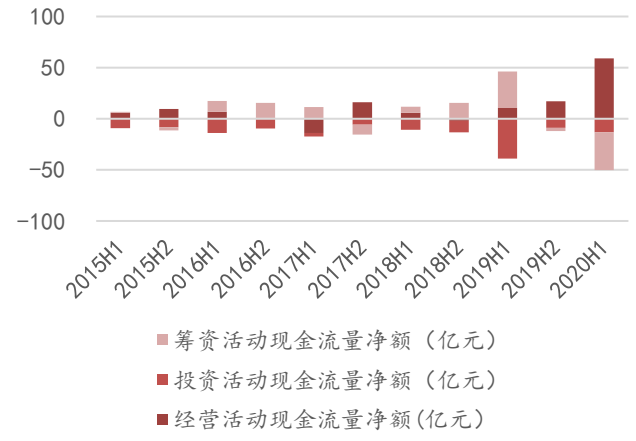

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 公司三项费用占比季度变化情况



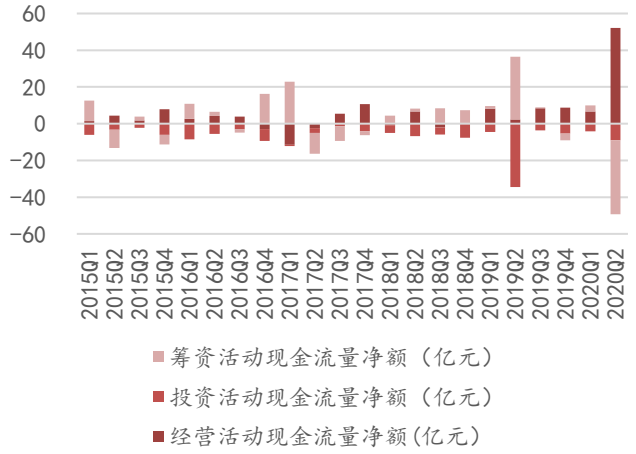

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 公司现金流半年度变化情况



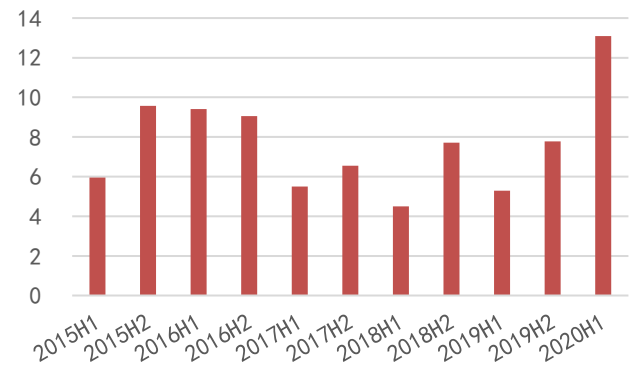

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 公司现金流季度变化情况



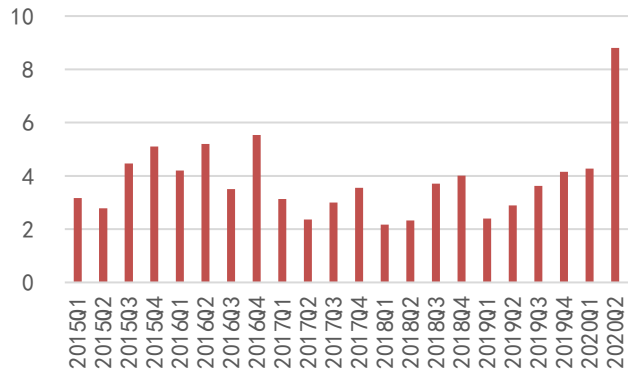

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况



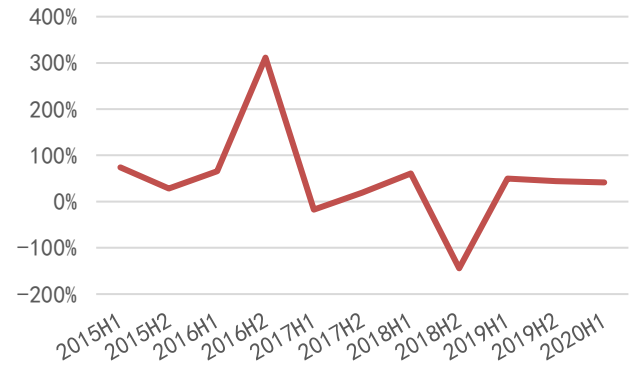

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 14 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季度变化情况




资料来源：wind，华安证券研究所

图表 15 公司净现比半年度变化情况



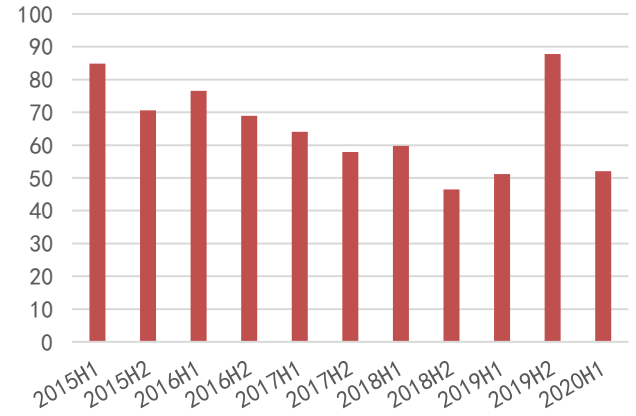

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 16 公司净现比季度变化情况



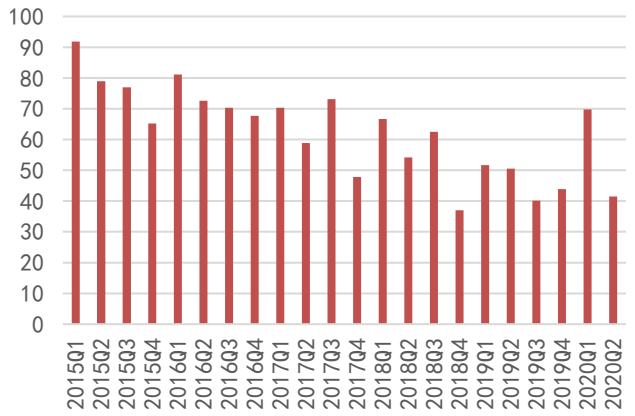

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况




资料来源：wind，华安证券研究所

图表 18 公司存货周转天数季度变化情况




资料来源：wind，华安证券研究所

## 2. 公司分业务经营状况及重大事件

2020H1 改性塑料业务实现营收 92.5 亿元，同比上升 19.2%，营收占比 54.6%；实现毛利润 29.9 亿元，毛利同比上升 107.6%，毛利占比 59.8%。与 19H1 和 19H2 相比，公司 20H1 的改性塑料业务成为新利润的增长点，主要是因为 20H1 改性塑料均价上升，成本降低，提高了收益率。20H1 改性塑料均价为 14945 元/吨，同比上升 12.2%，环比上升 16.5%。2020 年以来，改性塑料均价从 Q1 的 11710 元/吨上升至 Q2 的 16025 元/吨（+36.8%）。

2020H1 特种工程塑料业务实现营收 2.1 亿元，同比增长 40%，营收占比 1.2%；实现毛利润 0.7 亿元，毛利同比上涨 75%，毛利占比 1.4%（同比下降 0.8 个百分点）。20H1 特种工程塑料均价为 49500 元/吨，同比下降 2.4%，2020 年以来，特种工程塑料均价从 Q1 的 48142 元/吨下降至 Q2 的 46594 元/吨（-3.2%）。

2020H1 碳纤维及复合材料业务实现营收 0.3 亿元，同比增长 18.5%，营收占比 0.2%；实现毛利润 0.07 亿元，毛利同比上升 250%，毛利占比 0.15%。

20H1 碳纤维及复合材料均价为 26401 元/吨，同比上升 2.3%，2020 年以来，碳纤维及复合材料均价从 Q1 的 23661 元/吨上升至 Q2 的 27472 元/吨(+16.1%)。

2020H1 环保高性能再生塑料业务实现营收 4.6 亿元，同比增长 1.6%，营收占比 2.7%（同比下降 0.9 个百分点）；实现毛利润 0.39 亿元，毛利同比上升 50%，毛利占比 0.07%。基础化工产品营业收入同比增加，主要是销量增加所致。20H1 环保高性能再生塑料均价为 8459 元/吨，同比下降 7.7%，2020 年以来，环保高性能再生塑料均价从 Q1 的 8660 元/吨下降至 Q2 的 7943 元/吨（-8.3%）。

**图表 19 各系列产品经营数据**

| 改性塑料 | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 营收 | 产量 | 销量 | 均价 | 营收 | 成本 | 毛利 | 产量 | 销量 | 均价 | 单吨成本 | 单吨毛利 | 毛利率 |
| | 亿元 | 万吨 | 万吨 | 元/吨 | 亿元 | 亿元 | 亿元 | 万吨 | 万吨 | 元/吨 | 元/吨 | 元/吨 | % |
| 17Q1 | 32.1 | 26.5 | 27.4 | 13088 | 65.9 | 56.5 | 9.4 | 55.6 | 56.2 | 11727 | 10053 | 1674 | 14% |
| 17Q2 | 33.8 | 29.1 | 28.8 | 12568 | | | | | | | | | |
| 17Q3 | 36.3 | 30.4 | 30.6 | 13143 | 104.2 | 67.5 | 36.7 | 81.6 | 79.6 | 13097 | 8485 | 4611 | 35% |
| 17Q4 | 67.9 | 51.2 | 49.0 | 13476 | | | | | | | | | |
| 18Q1 | 40.0 | 30.4 | 28.5 | 13168 | 84.3 | 72.4 | 11.9 | 66.4 | 64.1 | 13141 | 11287 | 1854 | 14% |
| 18Q2 | 44.2 | 36.0 | 35.6 | 13299 | | | | | | | | | |
| 18Q3 | 45.6 | 36.9 | 33.7 | 13535 | 94.5 | 82.4 | 12.1 | 71.9 | 70.5 | 13412 | 11692 | 1720 | 13% |
| 18Q4 | 48.9 | 35.0 | 36.8 | 12415 | | | | | | | | | |
| 19Q1 | 38.5 | 28.6 | 29.3 | 14049 | 75.3 | 63.3 | 12.0 | 58.1 | 56.5 | 13317 | 11189 | 2128 | 16% |
| 19Q2 | 36.8 | 29.6 | 27.3 | 13869 | | | | | | | | | |
| 19Q3 | 41.9 | 32.9 | 31.8 | 11861 | 89.6 | 69.6 | 20.0 | 70.8 | 69.9 | 12830 | 9963 | 2868 | 22% |
| 19Q4 | 47.8 | 37.8 | 38.0 | 11744 | | | | | | | | | |
| 20Q1 | 30.0 | 22.3 | 23.0 | 11710 | 92.4 | 62.5 | 29.9 | 63.1 | 61.9 | 14945 | 10104 | 4841 | 32% |
| 20Q2 | 62.4 | 40.8 | 38.9 | 16025 | | | | | | | | | |
| 17FY | 170.1 | 137.1 | 135.7 | 12530 | 170.1 | 124.0 | 46.1 | 137.1 | 135.7 | 12530 | 9134 | 3396 | 27% |
| 18FY | 178.8 | 138.3 | 134.6 | 13325 | 178.8 | 154.8 | 24.0 | 138.3 | 134.6 | 13325 | 11499 | 1784 | 13% |
| 19FY | 164.9 | 128.9 | 126.4 | 13089 | 164.9 | 132.9 | 32.1 | 128.9 | 126.4 | 13089 | 10511 | 2537 | 19% |
| **完全生物降解塑料** | | | | | | | | | | | | | |
| | 营收 | 产量 | 销量 | 均价 | 营收 | 成本 | 毛利 | 产量 | 销量 | 均价 | 单吨成本 | 单吨毛利 | 毛利率 |
| | 亿元 | 万吨 | 万吨 | 元/吨 | 亿元 | 亿元 | 亿元 | 万吨 | 万吨 | 元/吨 | 元/吨 | 元/吨 | % |
| 18Q1 | 1.2 | 0.7 | 0.6 | 17916 | 2.2 | 1.7 | 0.5 | 1.4 | 1.3 | 17717 | 13396 | 4321 | 24% |
| 18Q2 | 1.1 | 0.8 | 0.6 | 17511 | | | | | | | | | |
| 18Q3 | 1.2 | 1.0 | 0.7 | 18007 | 2.4 | 1.8 | 0.6 | 1.6 | 1.3 | 18420 | 13619 | 4801 | 26% |
| 18Q4 | 1.2 | 0.6 | 0.6 | 18858 | | | | | | | | | |
| 19Q1 | 1.7 | 1.2 | 1.0 | 17776 | 3.8 | 2.4 | 1.4 | 2.8 | 2.1 | 17949 | 11446 | 6503 | 36% |
| 19Q2 | 2.1 | 1.7 | 1.1 | 18094 | | | | | | | | | |
| 19Q3 | 2.2 | 1.3 | 1.2 | 18122 | 4.9 | 2.9 | 2.0 | 3.3 | 2.7 | 18345 | 10985 | 7360 | 40% |
| 19Q4 | 2.7 | 1.9 | 1.4 | 18535 | | | | | | | | | |
| 20Q1 | 2.8 | 1.5 | 1.6 | 18165 | 5.6 | 3.3 | 2.3 | 3.6 | 3.2 | 17829 | 10436 | 7392 | 41% |
| 20Q2 | 2.8 | 2.1 | 1.6 | 17843 | | | | | | | | | |

| | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 18FY | 4.7 | 3.0 | 2.6 | 18073 | 4.7 | 3.5 | 1.2 | 3.0 | 2.6 | 18073 | 13509 | 4565 | 25% |
| 19FY | 8.6 | 6.1 | 4.8 | 18132 | 8.6 | 5.3 | 3.3 | 6.1 | 4.8 | 18132 | 11188 | 6983 | 38% |
| **特种工程塑料** | | | | | | | | | | | | | |
| | 营收 | 产量 | 销量 | 均价 | 营收 | 成本 | 毛利 | 产量 | 销量 | 均价 | 单吨成本 | 单吨毛利 | 毛利率 |
| | 亿元 | 万吨 | 万吨 | 元/吨 | 亿元 | 亿元 | 亿元 | 万吨 | 万吨 | 元/吨 | 元/吨 | 元/吨 | % |
| 18Q1 | 0.7 | 0.1 | 0.1 | 48592 | 1.7 | 1.2 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 48051 | 35430 | 12622 | 26% |
| 18Q2 | 1.0 | 0.2 | 0.2 | 47697 | | | | | | | | | |
| 18Q3 | 1.0 | 0.2 | 0.2 | 47144 | 2.1 | 1.6 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 47788 | 35775 | 12012 | 25% |
| 18Q4 | 1.1 | 0.2 | 0.2 | 48726 | | | | | | | | | |
| 19Q1 | 0.6 | 0.1 | 0.1 | 50335 | 1.5 | 1.1 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 50728 | 38350 | 12377 | 24% |
| 19Q2 | 0.9 | 0.2 | 0.2 | 51001 | | | | | | | | | |
| 19Q3 | 0.9 | 0.2 | 0.2 | 49901 | 2.1 | 1.5 | 0.6 | 0.5 | 0.4 | 49500 | 36000 | 13501 | 27% |
| 19Q4 | 1.2 | 0.3 | 0.2 | 49189 | | | | | | | | | |
| 20Q1 | 0.9 | 0.2 | 0.2 | 48142 | 2.1 | 1.4 | 0.7 | 0.4 | 0.4 | 54334 | 36553 | 17781 | 33% |
| 20Q2 | 1.2 | 0.2 | 0.2 | 46594 | | | | | | | | | |
| 18FY | 3.8 | 0.8 | 0.8 | 48040 | 3.8 | 2.8 | 1.0 | 0.8 | 0.8 | 48040 | 35623 | 12281 | 26% |
| 19FY | 3.6 | 0.8 | 0.7 | 50107 | 3.6 | 2.7 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 50107 | 36956 | 13044 | 26% |
| **碳纤维及复合材料** | | | | | | | | | | | | | |
| | 营收 | 产量 | 销量 | 均价 | 营收 | 成本 | 毛利 | 产量 | 销量 | 均价 | 单吨成本 | 单吨毛利 | 毛利率 |
| | 亿元 | 万吨 | 万吨 | 元/吨 | 亿元 | 亿元 | 亿元 | 万吨 | 万吨 | 元/吨 | 元/吨 | 元/吨 | % |
| 18Q1 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 26324 | 0.4 | 0.4 | 0.1 | 0.3 | 0.1 | 29430 | 25860 | 3570 | 12% |
| 18Q2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 33267 | | | | | | | | | |
| 18Q3 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 25576 | 0.3 | 0.3 | 0.1 | 0.4 | 0.1 | 25341 | 21593 | 3747 | 15% |
| 18Q4 | 0.2 | 0.3 | 0.1 | 25085 | | | | | | | | | |
| 19Q1 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 27276 | 0.3 | 0.2 | 0.0 | 0.3 | 0.1 | 25789 | 23231 | 2558 | 10% |
| 19Q2 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 24004 | | | | | | | | | |
| 19Q3 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 22888 | 0.4 | 0.3 | 0.1 | 0.4 | 0.2 | 24266 | 17954 | 6313 | 26% |
| 19Q4 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 25584 | | | | | | | | | |
| 20Q1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 23661 | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 26401 | 15940 | 10460 | 40% |
| 20Q2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 27472 | | | | | | | | | |
| 18FY | 0.8 | 0.8 | 0.3 | 27563 | 0.8 | 0.7 | 0.1 | 0.8 | 0.3 | 27563 | 23820 | 3655 | 13% |
| 19FY | 0.6 | 0.7 | 0.3 | 24938 | 0.6 | 0.5 | 0.1 | 0.7 | 0.3 | 24938 | 20110 | 4779 | 19% |
| **环保高性能再生塑料** | | | | | | | | | | | | | |
| | 营收 | 产量 | 销量 | 均价 | 营收 | 成本 | 毛利 | 产量 | 销量 | 均价 | 单吨成本 | 单吨毛利 | 毛利率 |
| | 亿元 | 万吨 | 万吨 | 元/吨 | 亿元 | 亿元 | 亿元 | 万吨 | 万吨 | 元/吨 | 元/吨 | 元/吨 | % |
| 18Q1 | 2.1 | 2.2 | 2.3 | 9366 | 4.6 | 4.2 | 0.4 | 4.6 | 4.5 | 10145 | 9183 | 962 | 9% |
| 18Q2 | 2.5 | 2.4 | 2.2 | 10939 | | | | | | | | | |
| 18Q3 | 2.2 | 2.5 | 2.4 | 9101 | 5.7 | 5.4 | 0.3 | 6.6 | 6.3 | 9041 | 8576 | 465 | 5% |
| 18Q4 | 3.5 | 4.1 | 3.9 | 9005 | | | | | | | | | |
| 19Q1 | 2.7 | 2.5 | 2.9 | 9409 | 4.6 | 4.3 | 0.3 | 4.9 | 5.0 | 9165 | 8648 | 517 | 6% |
| 19Q2 | 1.8 | 2.5 | 2.1 | 8820 | | | | | | | | | |
| 19Q3 | 2.3 | 2.8 | 2.6 | 8711 | 4.8 | 4.2 | 0.6 | 6.2 | 5.7 | 8438 | 7360 | 1078 | 13% |
| 19Q4 | 2.5 | 3.4 | 3.1 | 8203 | | | | | | | | | |

| | | | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 20Q1 | 2.3 | 2.6 | 2.6 | 8660 | 4.7 | 4.2 | 0.5 | 5.5 | 5.5 | 8459 | 7594 | 864 | 10% |
| 20Q2 | 2.4 | 2.9 | 2.9 | 7943 | | | | | | | | | |
| 18FY | 10.3 | 11.2 | 10.8 | 9603 | 10.3 | 9.6 | 0.7 | 11.2 | 10.8 | 9603 | 8831 | 673 | 7% |
| 19FY | 9.4 | 11.2 | 10.7 | 8786 | 9.4 | 8.5 | 0.9 | 11.2 | 10.7 | 8786 | 7960 | 817 | 9% |

资料来源：wind，华安证券研究所

**图表 20 2020H1 公司及所处行业发生的重大事件**

| 时间 | 事件 | 描述 |
|---|---|---|
| 重点项目进展 | | |
| 2020H1 | 2 万吨特种工程塑料改性项目 | 项目计划投资2.1亿元，2020H1期间投入0.5亿元，目前项目进度32.5% |
| 2020H1 | 金发中试车间项目 | 项目计划投资6.18亿元，2020H1期间投入0.8亿元，目前项目进度55.47% |
| 2020H1 | 江苏金发二期工程 | 项目计划投资1.7亿元，2020H1期间投入0.14亿元，目前项目进度71.14% |
| 2020H1 | WTE 项目 | 项目计划投资2.47亿元，2020H1期间投入0.1亿元，目前项目进度5.33% |
| 2020H1 | 3 万吨PLA 项目 | 项目计划投资2.1亿元，2020H1期间投入0.7亿元，目前项目进度33.47% |
| 2020H1 | 天津金发二期工程 | 项目计划投资1.38亿元，2020H1期间投入200万元，目前项目进度98.58% |
| 2020H1 | 成都创新园项目 | 项目计划投资3.3亿元，2020H1期间投入500万元，目前项目进度2.46% |
| 2020H1 | 普奈基地设备安装 | 项目计划投资1.5亿元，2020H1期间投入0.2亿元，目前项目进度97.38% |
| 2020H1 | 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一阶段 | 项目计划投资57.2亿元，2020H1期间投入0.16亿元，目前项目进度0.29% |
| 重大事件 | | |
| 2020/4/27 | 拟发行债券、资产支持证券及非金融企业债务融资工具 | 公司拟发行非金融企业债务融资工具、公司债、企业债、资产支持证券、自贸区和境外债券等，合计金额不超过人民币60亿元（含60亿元） |
| 2020/5/17 | 董事会和监事会延期换届选举 | 第六届董事会和第六届监事会将于2020年5月20日任期届满。鉴于公司新一届董事会董事候选人和新一届监事会监事候选人提名工作仍在进行中，为有利于相关工作安排，保持董事会和监事会工作的连续性及稳定性，公司董事会和监事会换届选举工作将适当延期。同时，公司董事会各专门委员会和高级管理人员任期亦相应顺延。 |
| 2020/6/16 | 2019年年度权益分派 | A股每股现金红利0.1元，股权登记日2020年6月23日，除权（息）日2020年6月24日，现金红利发放日2020年6月24日。 |
| 2020/6/30 | 控股股东部分股份解除质押 | 控股股东袁志敏先生原持有公司股份510,380,393股，占公司总股本的19.83%，本次股份解除质押后，袁志敏先生累计质押股份数量为255,190,197股，占其持股总数的50.00%，占公司总股本的9.92%. |
| 2020/8/9 | 子公司签订特别重大合同进展 | 9.75亿美元KN95口罩订单出口美国特别重大合同因买方未履行合同要求而终止 |
| 行业重大事件 | | |
| 2020/1/19 | 《关于进一步加强塑料污染治理的意见》 | 到2020年，率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用。到2022年，一次性塑料制品消费量明显减少，替代产品得到推广，塑料废弃物资源化能源化利用比例大幅提升；在塑料污染问题突出领域和电商、快递、外卖等新兴领域，形成一批可复制、可推广的塑料减量和绿色物流模式。到2025年，塑料制品生产、流通、消费和回收处置等环节的管理制度基本建立，多元共治体系基本形成，替代产品开发应用水平进一步提升，重点城市塑料垃圾填埋量大幅降低，塑料污染得到有效控制。 |

| | | |
|---|---|---|
| 2020/7/10 | 《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》 | 国家发展改革委联合生态环境部、工业和信息化部等部门就落实“意见”发布了《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》，通知要求各地在8月中旬前出台省级实施方案，重点围绕2020年底阶段性目标，确保如期完成目标任务。不仅加大了防治 “白色污染”力度，还释放了生物降解塑料领域巨大的市场潜力，可降解塑料迎黄金发展期。 |

资料来源：wind，公司公告，政府网站，华安证券研究所

# 3. 风险提示

禁塑政策不及预期的风险；新建产能不能按时投产风险；原材料价格波动的风险；产品价格下跌的风险；疫情影响持续的风险。

## 附录：公司财务预测表

单位：百万元

**资产负债表**

| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 12665 | 14021 | 13689 | 19985 |
| 现金 | 2895 | 0 | 86 | 6483 |
| 应收账款 | 3913 | 6119 | 5884 | 5838 |
| 其他应收款 | 95 | 262 | 302 | 236 |
| 预付账款 | 441 | 530 | 514 | 548 |
| 存货 | 3305 | 4134 | 4097 | 4249 |
| 其他流动资产 | 2016 | 2976 | 2807 | 2632 |
| **非流动资产** | 16504 | 16694 | 14249 | 10853 |
| 长期投资 | 1586 | 1586 | 1586 | 1586 |
| 固定资产 | 11002 | 11002 | 8868 | 6005 |
| 无形资产 | 2286 | 2286 | 1755 | 1042 |
| 其他非流动资产 | 1630 | 1821 | 2039 | 2219 |
| **资产总计** | 29170 | 30716 | 27938 | 30838 |
| **流动负债** | 12261 | 10742 | 5732 | 6103 |
| 短期借款 | 6936 | 4942 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 2814 | 2915 | 2935 | 3211 |
| 其他流动负债 | 2512 | 2886 | 2797 | 2893 |
| **非流动负债** | 6202 | 6202 | 6202 | 6202 |
| 长期借款 | 5026 | 5026 | 5026 | 5026 |
| 其他非流动负债 | 1176 | 1176 | 1176 | 1176 |
| **负债合计** | 18463 | 16945 | 11934 | 12306 |
| 少数股东权益 | 167 | 215 | 249 | 289 |
| 股本 | 2574 | 2574 | 2574 | 2574 |
| 资本公积 | 2900 | 2900 | 2900 | 2900 |
| 留存收益 | 5066 | 8083 | 10281 | 12770 |
| 归属母公司股东权益 | 10540 | 13557 | 15755 | 18243 |
| **负债和股东权益** | 29170 | 30716 | 27938 | 30838 |

**现金流量表**

| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 2738 | -53 | 2327 | 2224 |
| 净利润 | 1245 | 3017 | 2199 | 2488 |
| 折旧摊销 | 915 | 0 | -741 | -1134 |
| 财务费用 | 484 | 649 | 475 | 352 |
| 投资损失 | -54 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -61 | -3776 | 349 | 472 |
| 其他经营现金流 | 1516 | 6851 | 1893 | 2062 |
| **投资活动现金流** | -4804 | -200 | 3177 | 4524 |
| 资本支出 | -1303 | -200 | 3177 | 4524 |
| 长期投资 | -529 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -2973 | 0 | 0 | 0 |
| **筹资活动现金流** | 3263 | -2643 | -5417 | -352 |
| 短期借款 | 1169 | -1994 | -4942 | 0 |
| 长期借款 | 4908 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | -143 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -584 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -2085 | -649 | -475 | -352 |
| **现金净增加额** | 1202 | -2895 | 86 | 6396 |

**利润表**

| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 29286 | 35503 | 35942 | 37287 |
| 营业成本 | 24589 | 28191 | 29437 | 30333 |
| 营业税金及附加 | 156 | 178 | 198 | 224 |
| 销售费用 | 685 | 923 | 1006 | 1119 |
| 管理费用 | 805 | 959 | 1042 | 1156 |
| 财务费用 | 644 | 605 | 474 | 253 |
| 资产减值损失 | -65 | 0 | 0 | 3 |
| 公允价值变动收益 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 54 | 0 | 0 | 0 |
| **营业利润** | 1410 | 3406 | 2491 | 2826 |
| 营业外收入 | 32 | 32 | 32 | 32 |
| 营业外支出 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| **利润总额** | 1401 | 3396 | 2482 | 2816 |
| 所得税 | 137 | 331 | 248 | 289 |
| **净利润** | 1264 | 3065 | 2233 | 2528 |
| 少数股东损益 | 20 | 48 | 35 | 39 |
| **归属母公司净利润** | 1245 | 3017 | 2199 | 2488 |
| EBITDA | 2794 | 3833 | 2044 | 1756 |
| EPS（元） | 0.48 | 1.17 | 0.85 | 0.97 |

**主要财务比率**

| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入 | 15.7% | 21.2% | 1.2% | 3.7% |
| 营业利润 | 104.9% | 141.5% | -26.9% | 13.4% |
| 归属于母公司净利润 | 99.4% | 142.4% | -27.1% | 13.2% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率（%） | 16.0% | 20.6% | 18.1% | 18.7% |
| 净利率（%） | 4.2% | 8.5% | 6.1% | 6.7% |
| ROE（%） | 11.8% | 22.3% | 14.0% | 13.6% |
| ROIC（%） | 7.1% | 13.9% | 11.3% | 10.5% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率（%） | 63.3% | 55.2% | 42.7% | 39.9% |
| 净负债比率（%） | 172.5% | 123.0% | 74.6% | 66.4% |
| 流动比率 | 1.03 | 1.31 | 2.39 | 3.27 |
| 速动比率 | 0.73 | 0.87 | 1.58 | 2.49 |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 1.00 | 1.16 | 1.29 | 1.21 |
| 应收账款周转率 | 7.48 | 5.80 | 6.11 | 6.39 |
| 应付账款周转率 | 8.74 | 9.67 | 10.03 | 9.45 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益 | 0.48 | 1.17 | 0.85 | 0.97 |
| 每股经营现金流薄） | 1.06 | -0.02 | 0.90 | 0.86 |
| 每股净资产 | 4.10 | 5.27 | 6.12 | 7.09 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 15.05 | 14.28 | 19.60 | 17.32 |
| P/B | 1.78 | 3.18 | 2.73 | 2.36 |
| EV/EBITDA | 10.39 | 14.16 | 24.09 | 24.41 |

资料来源：wind，华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**刘万鹏：**化工行业首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2 年化工战略规划经验，4 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

## 重要声明

**分析师声明**

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**免责声明**

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

**行业评级体系**

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

**公司评级体系**

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。