

业绩增长稳定，投资不乏亮点

帝龙新材调研快报

报告关键点:

- 装饰纸业务增长稳定，产业延伸提升附加值
- 新产品成长迅猛，产能明年进一步释放

报告摘要:

- 新工厂产能释放，盈利逐步好转。**公司成都、北京工厂年初建成以来，随着产能逐步释放，盈利能力渐有好转；其中北京工厂自5月份以来已开始实现盈利，成都工厂预计将在4季度扭亏为盈。受此产能扩张的影响，我们预计公司今明两年装饰纸的产销量将达到1.2、1.58万吨，增速分别达到44%与32%。
- CPL浸渍纸前景较佳。**CPL浸渍纸是市场上的新型异型材包覆材料，通过对装饰纸的浸渍及复合处理工艺，比起市面其它装饰材料表面更耐划，花色纹理逼真，且防火，防水性能显著，包覆后无需油漆及相关表面处理。CPL包覆贴面技术可以解决传统板式家具难以形成异型贴面以及实木、木皮的凸凹设计，目前是除木皮之外在欧洲被最为广泛采用的室内门环保型材料。国内门窗及家具制作厂商对异型包覆材料应用近两年逐步增多，而国内CPL材料主要依赖进口。目前，部分下游一些较大规模的厂商也向公司提出了CPL的需求，由于该类产品毛利率相对较高，我们预计公司有望通过CPL浸渍纸的生产延伸，进一步提升产品附加值与盈利能力。
- 关注装饰纸行业消费升级。**随着市场以及消费者对环保观念的加强，之前市场应用较多的30g薄装饰纸由于甲醛等非环保因素，去年以来已经逐步向70g厚装饰纸发展，公司作为国内70g厚装饰纸的生产龙头，将积极受益。
- 金属饰面板及阳极氧化铝面板业务快速成长。**随着公司去年开始逐步调整了对新产品的定价策略，并大幅加大了对新业务的拓展，2季度以来，公司金属饰面板、阳极氧化铝的产销量得到了大幅提升。其中困扰于产能利用率不足的阳极氧化铝产品，随着市场的打开，目前产能利用率已基本饱和；公司未来有意向在现有设备的基础上，再行扩建产能，其设计产能将达到目前生产线的3倍，预计有望于今年年底或明年年初投产。
- 增长相对确定，建议增持。**我们预计公司2010-2012年的EPS分别为0.59、0.8、1.07元，公司的成长性相对确定。按照2011年25倍的PE，6个月目标价20元，维持“增持-A”的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	216.2	242.1	356.8	515.5	704.5
Growth(%)	9.5%	12.0%	47.4%	44.5%	36.7%
净利润	25.3	39.4	58.6	79.7	106.7
Growth(%)	-35.0%	55.8%	48.8%	35.9%	34.0%
毛利率(%)	25.8%	28.2%	29.0%	29.2%	29.0%
净利润率(%)	11.7%	16.3%	16.4%	15.5%	15.1%
每股收益(元)	0.25	0.39	0.59	0.80	1.07
每股净资产(元)	3.95	4.28	4.72	5.32	6.12
市盈率	59.7	38.3	25.7	18.9	14.1
市净率	3.8	3.5	3.2	2.8	2.5
净资产收益率(%)	6.4%	9.1%	12.4%	14.9%	17.4%
ROIC(%)	24.4%	26.0%	44.5%	35.0%	39.1%
EV/EBITDA	29.7	18.6	21.4	14.6	10.6
股息收益率	0.0%	0.4%	1.0%	1.3%	1.8%

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

20.00 元

期限:

6 个月 上次预测: 38.40 元

现价: 15.12 元

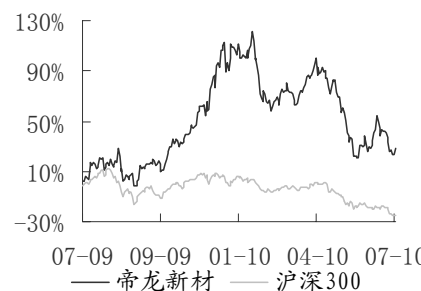
报告日期:

2010-07-06

市场数据

总市值(百万元)	1,515.02
流通市值(百万元)	551.12
总股本(百万股)	100.20
流通股本(百万股)	36.45
12 个月最高/最低	13.63/39.87 元
十大流通股(%)	7.14%
股东户数	9,282

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	6.60	(5.08)	53.63
绝对收益	(1.84)	(31.29)	28.08

研究员

石磊	首席行业分析师
021-68765916	shilei@essence.com.cn
证书编号	S1450209090259
王天睿	助理行业分析师
021-68765363	wangtr@essence.com.cn
李孔逸	行业分析师
0755-82558026	liky@essence.com.cn
证书编号	S1450209090282

前期研究成果

需求或放量，发展步入快速成长期	2010-04-12
帝龙新材：关注新型装饰建材营销拓展	2010-03-14

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-7-4

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	216.2	242.1	356.8	515.5	704.5	成长性					
减: 营业成本	160.4	173.9	253.4	364.7	500.4	营业收入增长率	9.5%	12.0%	47.4%	44.5%	36.7%
营业税费	1.1	1.2	1.8	2.6	3.5	营业利润增长率	-36.9%	62.2%	64.2%	43.1%	37.0%
销售费用	11.5	11.4	16.4	23.7	31.7	净利润增长率	-35.0%	55.8%	48.8%	35.9%	34.0%
管理费用	24.2	26.9	35.7	51.6	66.9	EBITDA 增长率	-33.3%	50.9%	55.3%	45.0%	37.9%
财务费用	-2.4	-5.3	-5.3	-5.6	-5.6	EBIT 增长率	-44.5%	55.0%	76.1%	47.2%	39.9%
资产减值损失	0.9	0.6	-	-	-	NOPLAT 增长率	-41.5%	48.3%	59.2%	38.7%	36.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	39.3%	-6.9%	76.2%	21.8%	28.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	234.0%	8.5%	10.2%	12.6%	15.0%
营业利润	20.6	33.4	54.9	78.5	107.6	利润率					
加: 营业外净收支	7.6	9.6	11.0	11.5	13.0	毛利率	25.8%	28.2%	29.0%	29.2%	29.0%
利润总额	28.2	43.0	65.9	90.0	120.6	营业利润率	9.5%	13.8%	15.4%	15.2%	15.3%
减: 所得税	3.0	3.8	7.2	10.4	13.9	净利润率	11.7%	16.3%	16.4%	15.5%	15.1%
净利润	25.3	39.4	58.6	79.7	106.7	EBITDA/营业收入	11.5%	15.5%	16.4%	16.4%	16.6%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	8.4%	11.6%	13.9%	14.1%	14.5%
货币资金	265.4	262.0	270.5	288.5	309.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	106	131	122	103	89
应收帐款	16.4	25.9	31.3	46.6	63.7	流动营业资本周转天数	-11	1	26	39	40
应收票据	0.5	0.4	0.5	0.7	1.0	流动资产周转天数	348	521	379	302	261
预付帐款	30.6	29.3	41.9	56.5	76.5	应收帐款周转天数	25	31	27	25	26
存货	32.7	38.2	52.1	74.9	102.8	存货周转天数	48	53	46	44	45
其他流动资产	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	556	753	555	434	378
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	186	187	169	165	152
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	6.4%	9.1%	12.4%	14.9%	17.4%
投资性房地产	-	46.1	-	-	-	ROA	5.3%	7.4%	10.3%	11.8%	13.3%
固定资产	69.3	106.7	134.4	161.0	187.5	ROIC	24.4%	26.0%	44.5%	35.0%	39.1%
在建工程	14.9	10.0	15.0	18.7	25.3	费用率					
无形资产	50.2	12.8	21.3	29.2	36.6	销售费用率	5.3%	4.7%	4.6%	4.6%	4.5%
其他非流动资产	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	管理费用率	11.2%	11.1%	10.0%	10.0%	9.5%
资产总额	480.5	531.9	567.4	676.7	803.4	财务费用率	-1.1%	-2.2%	-1.5%	-1.1%	-0.8%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	15.4%	13.6%	13.1%	13.5%	13.2%
应付帐款	18.6	31.0	26.4	45.0	48.0	偿债能力					
应付票据	45.6	46.5	55.5	84.9	116.5	资产负债率	17.7%	19.3%	16.6%	21.2%	23.7%
其他流动负债	13.1	15.9	15.9	17.7	39.2	负债权益比	21.4%	23.9%	19.9%	27.0%	31.0%
长期借款	-	-	-	-	10.0	流动比率	4.44	3.77	4.65	3.49	3.26
其他非流动负债	7.0	8.3	8.9	9.7	10.6	速动比率	4.01	3.37	4.04	2.93	2.66
负债总额	84.9	102.6	94.2	143.7	190.3	利息保障倍数	-7.42	-5.33	-9.30	-13.05	-18.20
少数股东权益	-	0.9	0.9	0.9	0.9	分红指标					
股本	66.8	66.8	100.2	100.2	100.2	DPS(元)	-	0.07	0.15	0.20	0.27
留存收益	328.9	361.6	372.1	431.9	511.9	分红比率	0.0%	17.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股东权益	395.7	429.3	473.3	533.0	613.1	股息收益率	0.0%	0.4%	1.0%	1.3%	1.8%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	25.3	39.1	58.6	79.7	106.7	EPS(元)	0.25	0.39	0.59	0.80	1.07
加: 折旧和摊销	7.6	10.0	8.8	11.7	14.6	BVPS(元)	3.95	4.28	4.72	5.32	6.12
资产减值准备	0.9	0.6	-	-	-	PE(X)	59.7	38.3	25.7	18.9	14.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.8	3.5	3.2	2.8	2.5
财务费用	-0.6	-2.9	-5.7	-5.3	-5.6	P/FCF	-131.6	31.2	-44.8	45.6	35.9
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	7.0	6.2	4.2	2.9	2.1
少数股东损益	-	-0.3	-	-	-	EV/EBITDA	29.7	18.6	21.4	14.6	10.6
营运资金的变动	0.6	13.0	-26.9	-2.5	-8.1	CAGR(%)	46.6%	39.7%	30.5%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	31.6	55.1	35.2	83.3	107.6	PEG	1.3	1.0	0.8	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-46.0	-46.0	-50.0	-50.0	-55.0	ROIC/WACC	2.4	2.6	4.4	3.5	3.9
融资活动产生现金流量	251.6	-5.5	-9.3	-14.3	-11.1	REP	2.3	2.2	1.3	1.4	0.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 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% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

南方	上海联系人	梁涛	上海联系人
010-59113572	nanfang@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034