

分析师： 严鹏 (8621) 68751065 yanpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209040220

联系人： 刘舒畅 (8621) 68751070 liusc@cjsc.com.cn

出口订单饱满，国内市场有待开拓

事件描述

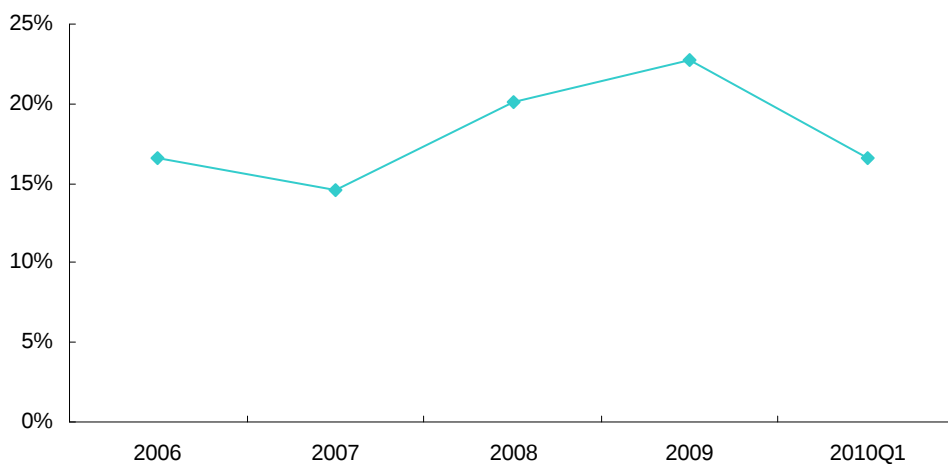
近期，我们调研了国内最大的医疗级 PVC 手套生产商之一的蓝帆股份，就经营状况和未来发展与公司高管进行了交流，主要内容及观点如下。

事件评论

第一，原材料涨价是一季度毛利率下滑的主要原因；

一季度，原材料 PVC 糊树脂、增塑剂 DINP 涨价，而产品价格则是季度调整，相对于成本上涨，存在一个滞后期，导致毛利率下滑，仅有 16.6%，低于去年同期 6 个百分点。从而，一季度业绩低于市场普遍预期。预计公司从二季度开始，产品由季度定价改为月度定价，产品出口价格将提高，成本压力或将缓解。

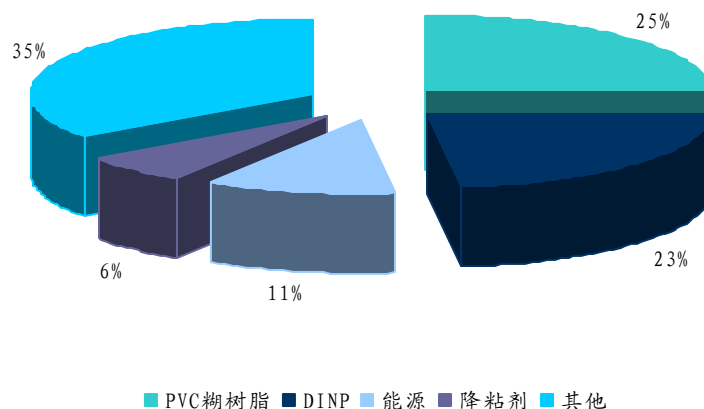
图 1：2010 年一季度毛利率下滑明显



资料来源：Wind，长江证券研究部

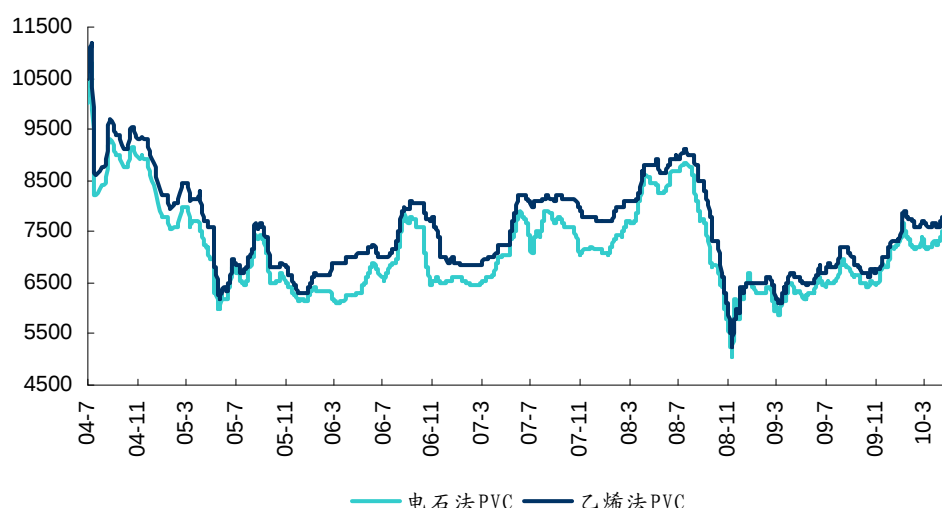
2009 年 12 月已经通过了有关部门的高新技术企业资格认定，并进行了公示，但一季度尚未获得高新技术企业证书。因此，一季度所得税率仍按 25% 缴纳。预计下半年，公司将采用 15% 的所得税税率，这将对公司净利润产生重大影响。

图 2: PVC 手套成本构成



资料来源：化工在线 长江证券研究部

图 3: 2008 年底以来 PVC 价格上涨明显



资料来源：化工在线 长江证券研究部

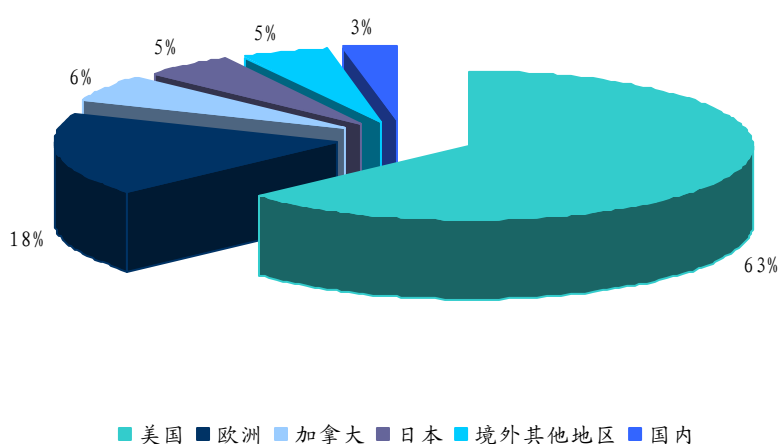
第二，公司出口订单饱满，国内市场有待开拓；

公司收入的主要来源是产品出口，主要出口至美国、欧洲、日本等国家，占比达 97%，国内部分一直属于被动销售，并未进行大规模市场拓展，收入占比较小。公司目前出口订单饱满，产品供不应求，产能是收入增长的瓶颈。

公司国内市场营销计划正在制定中，预计下半年公司将大力开拓国内市场，逐步提高国内收入占比。公司未来收入将由内销与出口双轮驱动。

相对于出口 ODM 盈利模式，我们更看好公司国内蓝海市场的开拓。自主品牌产品的毛利率高，公司盈利能力将增强，中长期发展值得期待。

图 4: 公司收入来源构成



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，产能有望 2010 年下半年释放；

河北鸿锐、蓝帆、上海金山是医疗级 PVC 手套行业的领先者。产能最大的是河北鸿锐，拥有 78 条生产线，但设备较老；上海金山由于环保压力，预计工厂将从上海松江搬迁到徐州，将影响其产能。公司计划迅速扩产，扩大市场份额，3 年内将达到 120 余条生产线。

公司目前拥有 47 条 PVC 手套生产线，每条生产线的设计产能是 1 亿只/年，实际产量是 1.1 亿只/年。每条生产线投产后，平均一个月即可达产。下半年，将有 20 条左右的生产线陆续投产，是产能释放的高峰期。

表 1: 主要 PVC 手套厂商产能情况

企业名称	生产线（条）	实际产能
河北鸿锐集团	78	73
蓝帆股份	47	51.7
石家庄万历塑胶	36	35
唐山中红食品	34	33
上海金山集团	30	19.4

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司超募资金约 4.4 亿元，除了小部分用于归还银行贷款，其余大部分将新建生产线，做大主业。3 年内，公司将形成 120 余条生产线的规模，估计届时将成为国内最大的 PVC 手套生产企业。

第四，预计 2010 年 EPS 为 0.85 元，给予“谨慎推荐”评级。

我们预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.85 元、0.99 元和 1.35 元，考虑到 PVC 手套市场空间较大，公司产能将较快增长，给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：新生产线投产及国内市场开拓低于预期；税率及汇率波动。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	478	621	807	1050	货币资金	128	62	81	105
营业成本	369	506	658	855	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	109	115	149	194	应收账款	76	73	94	123
% 营业收入	22.7%	18.5%	18.5%	18.5%	存货	33	114	148	192
营业税金及附加	0	0	0	0	预付账款	17	24	31	40
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	10	13	17	22	流动资产合计	254	272	354	460
% 营业收入	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	12	16	20	26	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	5	10	19	18	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.1%	1.7%	2.3%	1.7%	固定资产合计	103	1123	1280	1151
资产减值损失	0	-4	0	0	无形资产	18	17	16	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	3	0	0	0
营业利润	80	80	93	127	其他非流动资产	2	2	2	2
% 营业收入	16.8%	12.8%	11.5%	12.1%	资产总计	380	1415	1653	1629
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	30	270	408	250
利润总额	81	80	93	127	应付款项	60	81	105	137
% 营业收入	16.9%	12.8%	11.5%	12.1%	预收账款	3	3	4	5
所得税费用	21	12	14	19	应付职工薪酬	5	7	9	12
净利润	60	68	79	108	应交税费	3	2	2	3
归属于母公司所有者					其他流动负债	1	16	21	27
的净利润	59.8	67.7	79.3	108.3	流动负债合计	101	379	550	434
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	70	70	70	70
EPS (元/股)	0.75	0.85	0.99	1.35	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	5	5	5	5
经营活动现金流净额	62	113	238	308	负债合计	176	454	624	509
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	203	961	1028	1120
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	203	961	1028	1120
固定资产投资	-24	-1098	-327	-91	负债及股东权益	380	1415	1653	1629
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-24	-1098	-327	-91		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.748	0.847	0.991	1.354
股权融资	0	700	0	0	BVPS	3.39	16.01	17.14	18.67
银行贷款增加 (减少)	20	240	138	-158	PE	48.12	42.52	36.34	26.60
筹资成本	20	-20	-31	-35	PEG	2.20	1.95	1.66	1.22
其他	-41	0	0	0	PB	10.63	2.25	2.10	1.93
筹资活动现金流净额	0	920	107	-193	EV/EBITDA	29.86	18.73	11.58	8.45
现金净流量	38	-65	19	24	ROE	29.4%	7.0%	7.7%	9.7%

分析师介绍

严鹏，华中科技大学财务管理硕士/生物技术学士，研究领域为生物制药、化学制剂和原料药

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。