

业绩符合预期

中性维持

当前价格：17.55 元

投资要点：

- 毛利率仍在环比下滑
- 费用仍然会上涨

报告摘要：

事件：

- 27 日，公司发布三季报，1-9 月共实现主营业务收入 9.15 亿元，同比增长 65%，实现净利润为 7700 万元，同比增长 8.98%，基本每股收益为 0.46 元，三季度实现营业收入 3.81 亿元，基本每股收益为 0.17 元。

点评：

- 业绩符合预期。**三季度公司共实现销售收入 3.81 亿元，较二季度环比增长了 18.47%，符合我们之前认为由于节假日增多导致产品销量增长的预期，但从毛利率变化来看，仍在进一步恶化，三季度的综合毛利率为 18.64%，比二季度的 19.36% 低 0.72%，我们认为 4 季度公司毛利率仍然不会有太大改变，全年综合毛利率基本为 19% 左右。业绩符合预期。
- 费用大幅增加。**1-9 月管理费用较上年同期增长了 112%，财务费用较上年同期增长了 114%，费用大幅增加，考虑到国内通胀预期，利率处于上行周期，预计管理费用与财务费用仍然会上涨。
- 业绩预测与投资评级。**我们预计 2010-2011 年公司 EPS 分别为 0.53、0.60 元/股，对应 PE 分别为 33X 和 29X，维持中性的评级。

主要经营指标	009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	826	1,224	1,407	1,459
(+/-%)	13.1%	48.1%	15.0%	3.6%
净利润(百万元)	102	89	100	121
(+/-%)	134.6%	--	13.1%	21.1%
每股收益(元)	0.61	0.53	0.60	0.72
市盈率(PE)	28.8	33.2	29.4	24.3

分析师

张延明

电话：01088085975

Email: zhangyanming@hysec.com

康铁牛

电话：01088085991

kangtieniu@hysec.com

祖广平

电话：01088085610

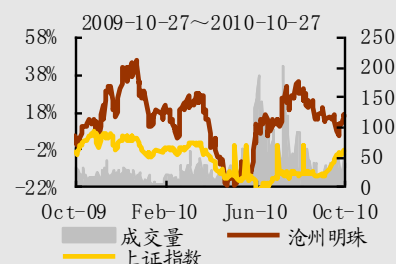
zuguangping@hysec.com

柴沁虎

电话：01088085267

chaiqinhu@hysec.com

市场表现



数据来源：港澳资讯

相关研究

- 1 《宏源证券 * 公司研究 * BOPA 膜竞争加剧, 估值趋于合理 * 002108 * 化工行业 * 张延明》, 2010.8
- 2 《宏源证券 * 公司研究 * 沧州明珠: 下半年好于上半年 * 002108 * 化工行业 * 张延明》, 2010.8

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E	
现金及现金等价物	183	183	183	183	营业收入	826	1224	1407	1459
应收款项	192	284	327	339	营业成本	598	981	1128	1149
存货净额	144	241	277	282	营业税金及附加	3	5	6	6
其他流动资产	52	78	89	93	销售费用	55	73	84	88
流动资产合计	572	786	877	897	管理费用	29	32	36	37
固定资产	323	318	315	311	财务费用	13	22	28	30
无形资产及其他	29	28	27	26	投资收益	3	0	0	0
投资性房地产	8	8	8	8	资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
长期股权投资	40	40	39	39	其他收入	0	0	0	0
资产总计	973	1180	1267	1282	营业利润	131	111	124	149
短期借款及交易性金融负债	289	430	484	485	营业外净收支	(4)	0	0	0
应付款项	33	55	63	64	利润总额	126	111	124	149
其他流动负债	57	93	107	109	所得税费用	16	14	16	19
流动负债合计	379	577	654	658	少数股东损益	8	8	8	8
长期借款及应付债券	70	70	70	70	归属于母公司净利润	102	89	100	121
其他长期负债	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)				
长期负债合计	70	70	70	70	2009	2010E	2011E	2012E	
负债合计	449	647	724	728	净利润	102	89	100	121
少数股东权益	26	34	42	50	资产减值准备	(4)	(1)	0	0
股东权益	497	499	501	503	折旧摊销	23	22	24	25
负债和股东权益总计	973	1180	1267	1282	公允价值变动损失	1	0	0	0
关键财务与估值指标					财务费用	13	22	28	30
2009	2010E	2011E	2012E		营运资本变动	(109)	(157)	(68)	(17)
每股收益	0.61	0.53	0.60	0.72	其它	9	9	8	8
每股红利	0.41	0.52	0.59	0.71	经营活动现金流	22	(39)	64	138
每股净资产	5.04	2.98	2.99	3.00	资本开支	(149)	(15)	(20)	(20)
ROIC	19%	13%	13%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	21%	18%	20%	24%	投资活动现金流	(149)	(15)	(20)	(20)
毛利率	28%	20%	20%	21%	权益性融资	109	0	0	0
EBIT Margin	17%	11%	11%	12%	负债净变化	70	0	0	0
EBITDA Margin	20%	13%	13%	14%	支付股利、利息	(40)	(87)	(98)	(119)
收入增长	13%	48%	15%	4%	其它融资现金流	83	141	54	1
净利润增长率	135%	--	13%	21%	融资活动现金流	252	54	(44)	(118)
资产负债率	49%	58%	60%	61%	现金净变动	125	0	0	0
息率	2.3%	5.0%	5.7%	6.9%	货币资金的期初余额	58	183	183	183
P/E	28.8	33.2	29.4	24.3	货币资金的期末余额	183	183	183	183
P/B	3.5	5.9	5.9	5.8	企业自由现金流	(94)	(35)	68	144
EV/EBITDA	13.2	23.2	20.8	18.0	权益自由现金流	59	87	98	119

资料来源：宏源证券

分析师简介:

张延明: 宏源证券研究所化工行业研究员, 三年证券行业从业经验。主要覆盖塑料、化纤、轮胎等行业。

康铁牛: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化工组组长, 农药学博士, 5年农药行业工作经验, 2008年加盟宏源证券研究所。

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化学工程与工艺学士, 金融学硕士, 3年化工行业工作经验, 3年证券行业从业经验。主要研究覆盖行业: 化工新材料、染料、民爆、涂料、日化等。

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员, 管理学博士。主要研究覆盖行业: 石化、煤化工等。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%~+20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。