

2010 年 12 月 16 日

蓝帆股份

PVC 手套巨擘

A

未有评级

002382.SZ - 人民币 39.72

陈恬

(8610) 6622 9360

tian.chen@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110253

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	-	4	8	-
相对新华富时 A50 指数(%)	-	7	1	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	80
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	797
3 个月日均交易额(人民币 百万)	34
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
蓝帆集团	52.5

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

山东蓝帆股份有限公司是世界主要的医疗级 PVC 手套制造商之一, 专门从事一次性 PVC 手套的研发、生产和销售。公司是能够高比例持续稳定生产医疗级手套的极少数企业之一。公司产品的医疗级品率已超过 90%, 远高于行业平均水平, 战略定位于高端一次性 PVC 手套(医疗级手套)的生产。公司已获得美国 510K 认证、美国 NSF 食品体系认证、加拿大 CMDCAS 认证、欧盟 CE 认证等准入资质认证, 产品质量达到并超过 FDA 和 ASTM 标准。

主要发现

- **行业概述。**一次性 PVC 手套是一种快速消费品, 广泛应用于医疗检查、医疗护理、实验室、电子产品加工、食品加工、快餐服务等领域。目前一次性 PVC 手套的消费市场主要集中在美国、欧洲、日本、加拿大等经济发达国家和地区, 上述国家和地区均已通过立法形式, 要求有关行业必须配备一次性手套。医疗级 PVC 手套是一次性 PVC 手套的高端产品, 行业准入门槛较高。近年来, PVC 手套市场需求不断增长, 美日欧地区主要国家的消费总量从 2002 年的 390.21 亿支增长到 2008 年的 703.30 亿支, 需求增长强劲。
- **产能扩张。**在 2010 年上市前, 公司实际拥有的生产线为 41 条, 设计产能为 40 亿只, 而在本次募集项目达产后, 我们预计公司 PVC 手套总产能将达到 54 亿只。公司在 2010 年十月再次公告将利用超募资金在公司下属蓝帆新材料公司增加 24 条生产线, 同时于公司总部再增加 9 条生产线, 如果项目全部达产, 我们预计公司在 2012 年的总产能将接近 100 亿只/年, 较上市前的 41 亿只增长 143.9%。
- **主要风险。**公司主要的原材料是 PVC 糊树脂、DINP 增塑剂等。2009 年度, 公司 PVC 糊树脂和 DINP 增塑剂两种原材料分别占营业成本的比重分别为 25.38% 和 23.35%, 这些原材料价格主要会受到上游石油和天然气以及其他化工原材料价格波动的影响, 从而导致公司业绩波动。

图表 1. 投资摘要(市场一致性预期)

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	516.65	477.70	603.37	815.67	1,073.87
变动(%)	27.6	(7.5)	26.3	35.2	31.7
净利润(人民币 百万)	61.36	59.85	46.89	60.89	93.85
变动(%)	(8.80)	(2.46)	(21.65)	29.87	54.11
全面摊薄每股收益(人民币)	1.02	1.00	0.78	1.13	1.50
变动(%)	100.00	(1.96)	(22.05)	44.96	32.74
市盈率(倍)	38.94	39.72	50.96	35.15	26.48
每股帐面价值(人民币)	2.64	3.39	13.51	14.4	15.5

资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

公司背景

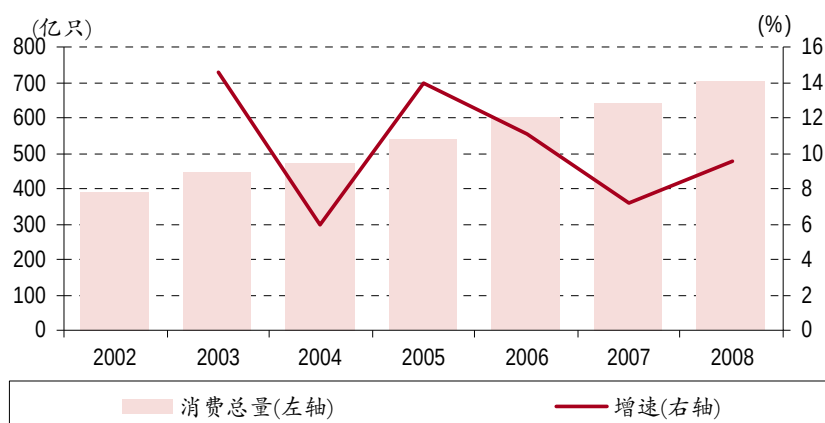
山东蓝帆股份有限公司是世界主要的医疗级PVC手套制造商之一，专门从事一次性PVC手套的研发、生产和销售。公司是能够高比例持续稳定生产医疗级手套的极少数企业之一，上市前PVC手套的产能是41亿支/年，产品广泛应用于医疗卫生、日常清洁、精密器件加工、家庭保洁、化学试验以及食品加工等领域，与美国、德国、法国、英国、意大利、日本等几十个国家和地区的客户建立了良好的合作关系。公司产品的医疗级品率已超过90%，远高于行业平均水平，战略定位于高端一次性PVC手套(医疗级手套)的生产。公司已获得美国510K认证、美国NSF食品体系认证、加拿大CMDCAS认证、欧盟CE认证等准入资质认证，产品质量达到并超过FDA和ASTM标准。2010年3月，公司在深圳证券交易所中小企业板首次公开发行2,000万A股股票并成功上市。目前公司总股本8,000万股，流通股本为2,000万股，控股股东是蓝帆集团股份有限公司，持有4,200万股，占公司总股本的52.5%。

行业概览

一次性PVC手套是一种快速消费品，广泛应用于医疗检查、医疗护理、实验室、电子产品加工、食品加工、快餐服务等领域。与其他材质的一次性手套相比，PVC手套具有穿戴方便、透气性好、手感舒适、耐酸碱、隔离效果好、不会引起皮肤过敏、价格便宜等优点，同时还具备抗静电的特性。目前一次性PVC手套的消费市场主要集中在美国、欧洲、日本、加拿大等经济发达国家和地区，上述国家和地区均已通过立法形式，要求有关行业必须配备一次性手套。

医疗级PVC手套是一次性PVC手套的高端产品，具有准入门槛高的特点：PVC手套生产企业首先要通过目标市场所在国家的准入资质认证，才能在相关目标市场销售；其次要通过相关分销商的产品认可，才能成为其供货商。

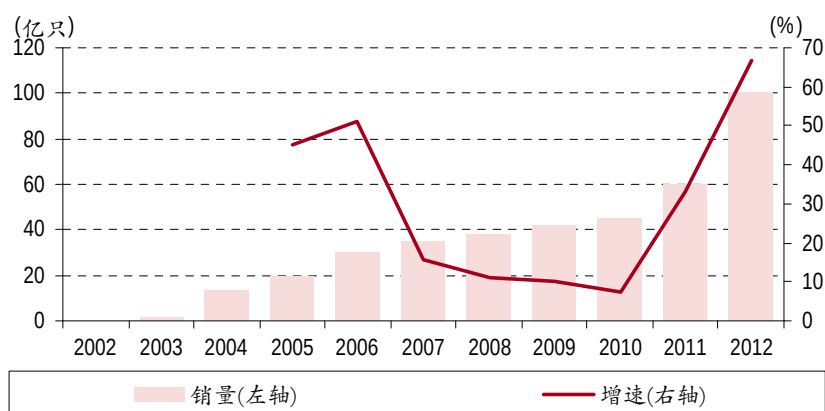
近年来，PVC手套市场需求不断增长，美日欧地区主要国家的消费总量从2002年的390.21亿支增长到2008年的703.30亿支，增长了313.09亿支。美日欧地区主要国家PVC手套消费总量情况如下图：

图表 2. 美日欧主要国家 PVC 手套消费总量及增长


资料来源：公司季报及中银国际研究

主业分析

公司专注于一次性 PVC 手套的研发和销售。本公司从发展初期就准确把握了行业的发展趋势，战略定位于医疗级 PVC 手套的研发、生产与销售，确定了“高端化、差异化”的竞争策略，现已发展成为 PVC 手套生产行业最具成长性的龙头企业，生产总规模和医疗级手套生产规模均位居行业前列。2003 年至 2009 年，蓝帆 PVC 手套销售量从 1.78 亿支迅速增长到 41.99 亿支，销售额从 1,665.23 万元增长到 47,770.29 万元，年复合增长率分别为 69.35% 和 74.96%。

图表 3. 公司一次性 PVC 手套销量及增长预测


资料来源：公司季报及中银国际研究

产能水平

2010 年上市之前，公司 PVC 手套的设计产能为 33 亿只/年，实际产量在 2007 年已达 34.6 亿只，已经超过了设计产能。鉴于产品供不应求，为尽快提高产能，公司决定自筹资金先期投资建设年产 21 亿支 PVC 手套装置项目中的 8 条生产线及其相关的配套设施。目前，上述 8 条生产线已建成并投入生产，因此在 2010 年上市前，公司实际拥有的生产线为 41 条，设计产能为 40 亿只。

在本次募集项目达产后，我们预计公司 PVC 手套总产能将达到 54 亿只。公司在 2010 年十月再次公告将利用超募资金在原有基础上于公司总部再增加 9 条生产线，以及在公司下属蓝帆新材料公司再次增加 24 条生产线，如果项目全部达产，我们预计公司在 2012 年的总产能将超过 100 亿只/年，较上市前的 41 亿只增长 143.9%。

图表 4. 募集资金用途

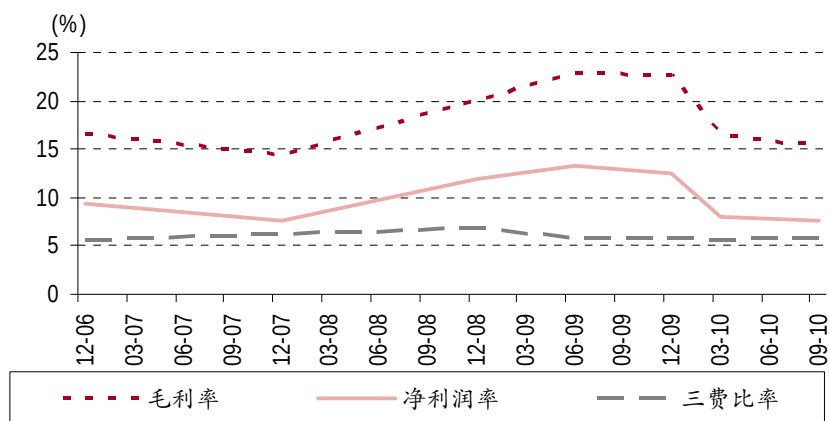
项目	投资额	资金来源
新增 21 亿只 PVC 手套生产线	210,000 万只 13,691 万元	募投项目
现有 33 亿只生产线技改	330,000 万只 4,634 万元	募投项目
研发中心建设	30,000 万只 1,677 万元	募投项目
超募资金总部新建	100,000 万只 6,608 万元	超募资金
蓝帆新材料新建	260,000 万只 16,515.43 万元	超募资金
合计	930,000 万只 43,125.43 万元	

资料来源：公司公告及中银国际研究

财务分析

公司产品主要下游为医疗消费领域，所以需求平稳，受经济波动影响较小。但是由于公司产品主要原料为 PVC 糊树脂和其他相关化工产品，公司利润水平同原油价格负相关度较高。2008 年，由于国际原油价格大涨，公司成本大幅增加，虽然有所提价，但是毛利率仍然受到比较严重的影响。而进入 2009 年以后，公司毛利率不断提升的主要原因也是国际原油价格下跌所致。公司一直来管理要求严格，成本控制力图精益求精，三费控制到位，我们预计随着公司利用超募资金偿还银行贷款，未来公司的财务费用将大幅减少，三费水平将进一步降低。

图表 5. 公司营业收入和净利润水平



资料来源：公司年报

风险

原料成本上涨风险。公司主要的原材料是 PVC 糊树脂、DINP 增塑剂等。2009 年度，公司 PVC 糊树脂和 DINP 增塑剂两种原材料分别占营业成本的比重分别为 25.38%和 23.35%，这些原材料价格主要会受到上游石油和天然气以及其他化工原材料价格波动的影响，从而导致公司业绩波动。

汇率变动风险。公司 PVC 手套产品 95%以上出口，主要出口市场为美国、欧洲、日本、加拿大等国家和地区，美元为公司的主要结算货币。自人民币汇率制度改革至 2009 年 12 月 31 日，人民币对美元累计升值幅度达 17.50%。人民币对美元升值，将会降低公司产品的人民币折算价，从而影响公司的营业收入和产品的毛利率水平。

初步结论

作为一次性 PVC 手套的龙头企业，蓝帆股份的产品结构、技术水平和市场份额都处于国内领先，而且一直处在不断提升和发展的阶段，公司目前在全球 PVC 手套行业内竞争优势明显，我们看好其未来长期的发展。但是，经过我们的初步预测，公司 2010、2011 及 2012 年的每股收益分别为 0.59 元、0.76 元和 1.17 元，公司目前股价为 39.72 元，相当于预测 2011 年市盈率为 52 倍，估值吸引力不大。

图表 6. 公司业绩简单预测

一般企业一简表：利润表 (单位：百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	516.65	477.70	540.00	720.00	1,200.00
营业收入	516.65	477.70	540.00	720.00	1,200.00
二、营业总成本	448.38	397.47	477.48	638.81	1,074.87
营业成本	413.03	369.19	453.60	604.80	1,020.00
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	11.05	10.45	8.64	13.64	20.96
管理费用	12.96	12.12	13.62	18.21	30.31
财务费用	11.10	5.33	1.62	2.16	3.60
资产减值损失	0.24	0.38	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	68.27	80.23	62.52	81.19	125.13
加：营业外收入	0.01	0.51	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.19	0.10	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	68.09	80.64	62.52	81.19	125.13
减：所得税	6.73	20.79	15.63	20.30	31.28
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	61.36	59.85	46.89	60.89	93.85
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	61.36	59.85	46.89	60.89	93.85
七、每股收益：					
(一) 基本每股收益(元)	1.02	1.00	0.59	0.76	1.17
营业利润率(%)	20.06	22.72	16.00	16.00	15.00
息税前利润率(%)	15.36	17.91	11.88	11.58	10.73
净利率(%)	11.88	12.53	8.68	8.46	7.82

资料来源：公司数据及中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1% 的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 12 月 14 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371