

分析师： 冯先涛 (8621)68751310 fengxt@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490511040004

联系人： 张翔 (8621) 68751310 zhangxiang1@cjsc.com.cn

聚酯薄膜行业的龙头

事件描述

● 发行与募投项目

双星新材本次拟发行不超过 5,200 万股人民币普通股，发行后总股本不超过 20,800 万股。本次发行募集资金将用于年产 30,000 吨新型功能性聚酯薄膜项目；项目建设期为一年半。

● 国内聚酯薄膜的龙头企业

公司主要从事新型塑料包装薄膜的研发、生产和销售。公司主要产品为聚酯薄膜、镀铝膜及 PVC 功能膜等新型塑料包装薄膜，其中，聚酯薄膜的生产能力为 12.8 万吨/年，产能位居全国第二位；镀铝膜的产能为 1.5 万吨/年，产能位居国内第一位。聚酯薄膜是公司的主打产品，2010 年占销售收入的 70.54%。

● 盈利预测与申购价格

我们预测公司 2011—2013 年摊薄后每股收益为 2.73、3.31、3.57 元。给予 2011 年 20—25 倍定价，公司合理价格区间为 54.60—68.25 元。

事件评论

主营聚酯薄膜

实际控制人为吴培服

本次公开发行不超过 5,200 万股人民币普通股，发行后总股本为 20,800 万股。本次发行前，吴培服持有公司 57.69% 的股份，为最大股东。本次发行完成后，吴培服持有比例将变更为 43.27%，仍处于控股地位，是公司的实际控制人。

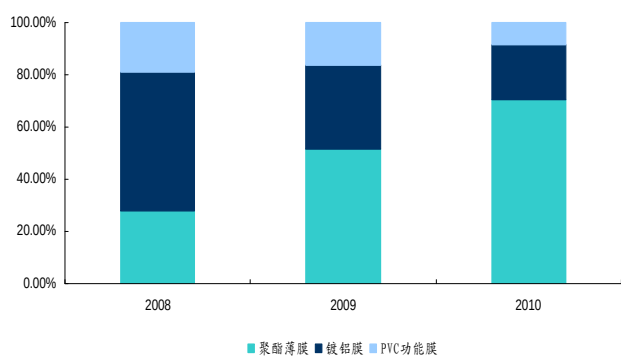
公司主营业务收入主要来自于聚酯薄膜

公司主要从事新型塑料包装薄膜的研发、生产和销售。公司主要产品为聚酯薄膜、镀铝膜及 PVC 功能膜等新型塑料包装薄膜，其中，聚酯薄膜的生产能力为 12.8 万吨/年，产能位居全国第二位；镀铝膜的产能为 1.5 万吨/年，产能位居国内第一位。公司是国内少数能够规模化生产 8 微米厚度以下聚酯薄膜的生产企业之一。

聚酯薄膜公司的主打产品。近年来，公司更是积极主动调整产品结构，大力发展盈利水平较强的聚酯薄膜业务，其占比逐年提高，从 2008 年度的 27.73% 上升到 2010 年度的 70.54%。随着公司募投项目的达产，公司在聚酯薄膜的投入将会继续加大，盈利能力将会稳步提升。

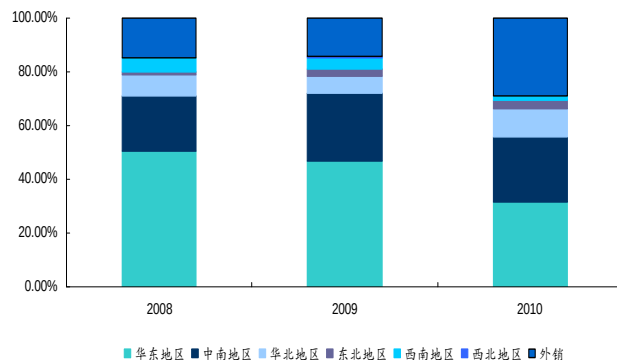
公司客户主要集中在华东及中南地区，其中华东地区是公司产品的主要销售市场。今年公司采取多元化发展策略，现在已经形成国际市场和国内市场齐头并进的市场格局。

图 1：聚酯薄膜是公司的主营业务



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：公司收入地区来源多元化

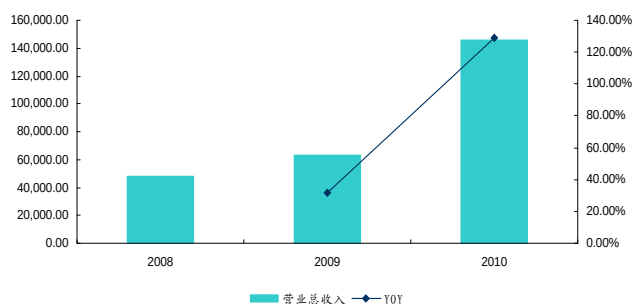


资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司经营情况看好，营业收入和净利润高速增长

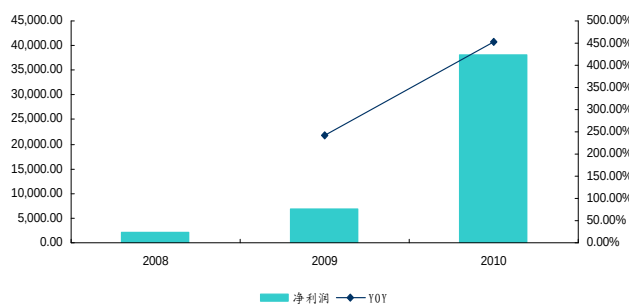
发行人近几年产能快速扩张的同时，产品结构持续优化，规模化优势凸显，导致公司收入和净利润实现了较快增长。2009 年和 2010 年公司营业收入同比增长 31.97%、128.85%，净利润同比增长 241.88% 和 451.43%。公司盈利能力稳定，期间费用率稳重有降，且受益于产品结构的持续优化，公司毛利率和净利率实现了大幅提高。

图 3：近三年公司营业收入高速增长（单位：万元）



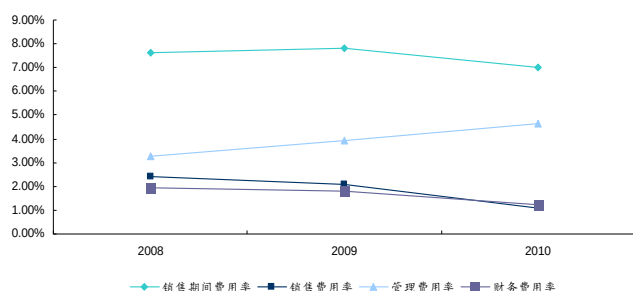
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：近三年公司净利润高速增长（单位：万元）



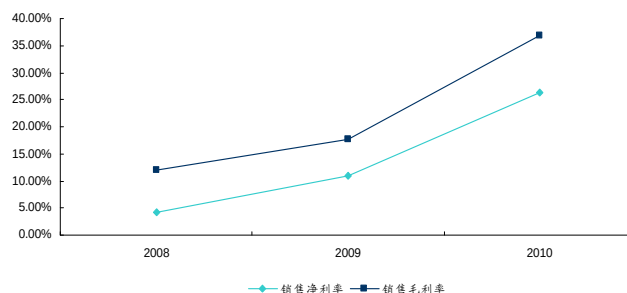
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5: 近三年公司期间费用率稳中有降



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6: 近三年公司毛利率和净利润率大幅提高



资料来源：公司公告，长江证券研究部

募投项目有助公司扩充产能，巩固行业龙头地位

公司募集资金将用于年产 30,000 吨新型功能性聚酯薄膜项目。如果本次发行的实际募集资金量少于项目的资金需求量，公司将通过申请银行贷款等途径自筹资金来解决资金缺口问题，从而保证项目的实施。

表 1: 公司募投项目资金使用情况 单位：万元

项目名称	投资总额	建设周期	年营业收入	年利润总额
年产 30,000 吨新型功能性聚酯薄膜项目	66,163	1.5 年	66,667	10,108

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

上述项目投资总额 6.62 亿元。本次募集资金投资项目将在公司已有的产能基础上，新增 3 万吨的聚酯薄膜产能。达产后，公司将有希望成为国内聚酯薄膜行业的产能第一。公司募投项目有助于公司的技术升级和产品结构的调整，满足市场需求，巩固公司在聚酯薄膜行业的优势地位。

盈利预测与申购价格

我们预测公司 2011—2013 年摊薄后每股收益为 2.73、3.31、3.57 元。给予 2011 年 20—25 倍定价，公司合理价格区间为 54.60—68.25 元。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1454	2698	3344	3659	货币资金	106	4228	4855	5500
营业成本	920	1880	2363	2599	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	535	818	981	1060	应收账款	52	96	119	130
% 营业收入	36.8%	30.3%	29.3%	29.0%	存货	133	271	341	375
营业税金及附加	1	1	2	2	预付账款	87	178	224	246
% 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	16	30	37	40	流动资产合计	387	4791	5560	6275
% 营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	67	125	155	170	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	长期股权投资	5	5	5	5
财务费用	18	-1	-14	-16	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.2%	0.0%	-0.4%	-0.4%	固定资产合计	795	899	910	924
资产减值损失	-2	3	1	1	无形资产	63	60	57	54
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	0	0	0	0
营业利润	435	660	800	864	其他非流动资产	85	85	85	85
% 营业收入	29.9%	24.5%	23.9%	23.6%	资产总计	1335	5840	6617	7342
营业外收支	8	0	0	0	短期贷款	202	0	0	0
利润总额	443	660	800	864	应付款项	213	435	547	602
% 营业收入	30.5%	24.5%	23.9%	23.6%	预收账款	135	251	311	341
所得税费用	61	92	111	120	应付职工薪酬	6	12	16	17
净利润	382	568	689	743	应交税费	35	53	64	69
归属于母公司所有者					其他流动负债	59	20	26	28
的净利润	382.4	568.2	688.6	743.3	流动负债合计	650	772	964	1057
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	49	49	49	49
EPS (元/股)	1.84	2.73	3.31	3.57	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
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	19	19	19	19
经营活动现金流净额	508	663	783	814	负债合计	718	840	1032	1125
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	617	5000	5586	6218
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	617	5000	5586	6218
固定资产投资	-557	-154	-67	-73	负债及股东权益	1335	5840	6617	7342
其他	-2	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-558	-154	-67	-73		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.838	2.732	3.311	3.574
股权融资	30	3900	0	0	BVPS	3.96	32.05	35.81	39.86
银行贷款增加 (减少)	64	-202	0	0	PE	11.97	8.05	6.65	6.16
筹资成本	16	-85	-90	-96	PEG	0.48	0.32	0.27	0.25
其他	-55	0	0	0	PB	5.56	0.69	0.61	0.55
筹资活动现金流净额	54	3613	-90	-96	EV/EBITDA	9.23	0.56	-0.27	-0.96
现金净流量	4	4123	626	645	ROE	61.9%	11.4%	12.3%	12.0%

分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

张翔，获南京大学经济学硕士学位，武汉大学化学、管理学双学士学位，目前在长江证券研究所从事基础化工行业研究。

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。