

# 毛利率提升，期间费用率大幅降低，带动业绩高成长

公司研究简报

## ◆上半年收入增长 20.3%，净利润增长 94.1%，EPS 为 0.31 元：

上半年公司实现营业收入 2.18 亿元，同比增速为 20.3%。分产品看，POF 普通膜实现收入 1.54 亿元，同比增长 15.3%；交联膜实现收入 4609 万元，较去年同期增长 22.9%；高性能膜同比增长 45.4%至 1139 万元。我们认为在产能无法增加的情况下，公司收入的增长主要来自于产品提价以及高端产品销售占比提升所致。上半年公司实现净利润 5321 万元，同比增速为 94.1%，折合每股收益 0.31 元。

分季度看，二季度收入同比增速为 16.1%，较一季度下滑 9 个百分点；净利润同比增速为 91%，环比下滑 6 个百分点。总体上看，公司在产能扩充有限的情况下，业绩保持快速增长势头。

## ◆上半年毛利率提升 1 个百分点，期间费用率控制不俗：

上半年公司的毛利率为 34.6%，较去年同期增加 1 个百分点。分产品看，POF 普通膜的毛利率为 0.5 个百分点至 30%；交联膜的毛利率提升 1.3 个百分点至 47.9%；高性能膜的毛利率增加 1 个百分点至 42.2%。分季度看，公司的综合毛利率为 36.2%，环比一季度提升 3.4 个百分点，我们认为这与二季度企业开工率提高、产品结构调整以及提价相关。在高通胀的环境下，公司的毛利率仍能保持提升，表明其成本转嫁能力超强。

近期由于欧美经济的疲软导致石油价格下跌，同时随着卡扎菲政权的倒台，利比亚石油有望恢复供应更是压制国际原油价格反弹的空间。此外公司的原材料基本从海外进口，人民币升值能带来原料采购成本的节约。我们认为如果订单结构不发生变化，下半年公司的毛利率有望进一步提升。

上半年公司的期间费用率为 5.3%，较去年同期降低 7.1 个百分点。其中，销售费用率下降 0.4 个百分点至 3.4%；管理费用率减少 0.2 个百分点至 6.6%，财务费用率因上市和汇兑损益增加而大幅减少 6.5 个百分点至 -4.7%。

## ◆行业发展前景光明，但受制于产能瓶颈，短期业绩缺乏持续爆发性：

POF 热收缩膜较一般的塑料包装材料具备轻质环保、收缩率高等方面的优势，属于塑料包装新材料领域，而且其下游 60%-70%应用于稳步增长的食品行业，未来发展前景值得看好。

由于公司的募投项目设备必须依靠自身研发制造，虽然当下新型 3.4 米生产线的关键部件收卷机的加工工作取得初步成效，但产能短期仍然无法扩充，其业绩缺乏持续的爆发性。

## ◆给予公司 2012 年 30 倍 PE，对应目标价 24.3 元，维持“增持”评级：

我们预测公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.67 元、0.81 元，考虑公司所属市场具备高门槛和消费属性，且公司为行业龙头，给予 2012 年 30 倍 PE，目标价 24.3 元，维持“增持”评级。

## ◆风险提示：欧美经济严重衰退

### 业绩预测和估值指标

| 指标        | 2009    | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 326     | 397    | 472    | 577    | 747    |
| 营业收入增长率   | -18.89% | 21.94% | 18.77% | 22.43% | 29.46% |
| 净利润（百万元）  | 49      | 74     | 114    | 139    | 180    |
| 净利润增长率    | 69.16%  | 51.74% | 53.04% | 21.98% | 29.47% |
| EPS（元）    | 0.29    | 0.44   | 0.67   | 0.81   | 1.05   |
| ROE       | 30.18%  | 7.49%  | 10.60% | 11.79% | 13.66% |

## 增持（维持）

当前价/目标价：21.97 / 24.30 元

目标期限：6 个月

### 分析师

李婕

证书编号：S0930511010001

联系人：

姜浩

021-22169125

jianghao@ebsecn.com

### 市场数据

总股本(亿股)：1.71

总市值(亿元)：37.50

一年最低/最高(元)：18.38/48.50

近 3 月换手率：48.05%

### 股价表现(一年)



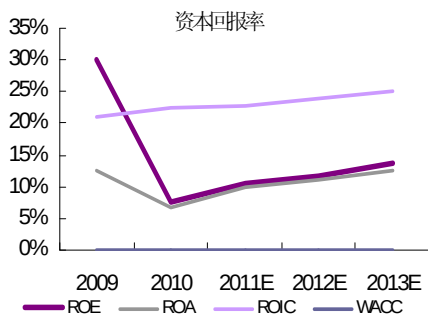
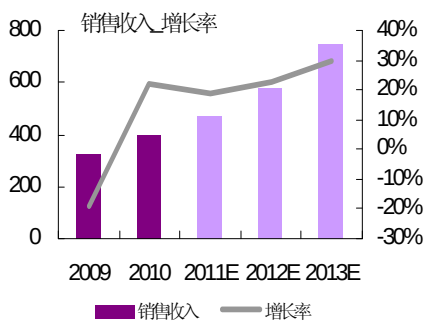
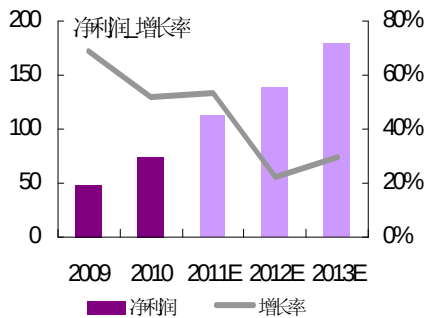
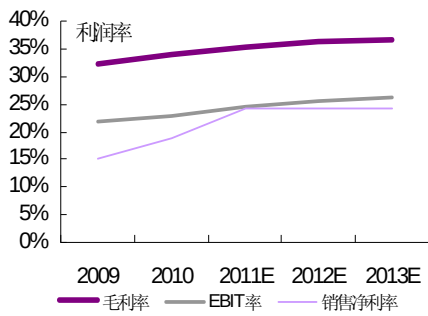
### 收益表现

| %  | 一个月  | 三个月   | 十二个月 |
|----|------|-------|------|
| 相对 | 5.48 | 14.64 | 0.00 |
| 绝对 | 2.91 | 12.05 | 0.00 |

### 相关研报

产能存瓶颈，短期业绩提升的关键在毛利率  
.....2011-05-08

P/E 77 50 33 27 21



| 利润表 (百万元) | 2009  | 2010  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 326   | 397   | 472    | 577    | 747    |
| 营业成本      | 221   | 262   | 305    | 367    | 475    |
| 折旧和摊销     | 15    | 18    | 21     | 26     | 31     |
| 营业税费      | 2     | 2     | 2      | 3      | 4      |
| 销售费用      | 12    | 14    | 16     | 20     | 25     |
| 管理费用      | 19    | 29    | 32     | 39     | 49     |
| 财务费用      | 5     | 2     | -19    | -15    | -17    |
| 公允价值变动损益  | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益      | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 营业利润      | 66    | 89    | 134    | 164    | 212    |
| 利润总额      | 66    | 89    | 135    | 164    | 213    |
| 少数股东损益    | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 归属母公司净利润  | 49.00 | 74.35 | 113.78 | 138.79 | 179.69 |

| 资产负债表 (百万元) | 2009 | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 总资产         | 388  | 1,103 | 1,145 | 1,263 | 1,426 |
| 流动资产        | 213  | 904   | 869   | 925   | 1,000 |
| 货币资金        | 132  | 776   | 728   | 758   | 789   |
| 交易型金融资产     | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款        | 31   | 46    | 47    | 58    | 75    |
| 应收票据        | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他应收款       | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 存货          | 47   | 79    | 92    | 106   | 133   |
| 可供出售投资      | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 持有到期金融资产    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资        | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产        | 157  | 153   | 216   | 267   | 339   |
| 无形资产        | 6    | 35    | 34    | 32    | 30    |
| 总负债         | 226  | 110   | 72    | 86    | 110   |
| 无息负债        | 60   | 59    | 72    | 86    | 110   |
| 有息负债        | 165  | 51    | 0     | 0     | 0     |
| 股东权益        | 162  | 993   | 1,073 | 1,178 | 1,316 |
| 股本          | 80   | 107   | 171   | 171   | 171   |
| 公积金         | 28   | 766   | 713   | 727   | 745   |
| 未分配利润       | 54   | 121   | 189   | 280   | 400   |
| 少数股东权益      | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |

| 现金流量表 (百万元) | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流     | 102  | 51   | 117   | 137   | 175   |
| 净利润         | 49   | 74   | 114   | 139   | 180   |
| 折旧摊销        | 15   | 18   | 21    | 26    | 31    |
| 净营运资金增加     | -44  | 61   | 14    | 31    | 51    |
| 其他          | 82   | -102 | -33   | -59   | -87   |
| 投资活动产生现金流   | -21  | -48  | -99   | -89   | -119  |
| 净资本支出       | 21   | 49   | 102   | 89    | 119   |
| 长期投资变化      | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他资产变化      | -42  | -98  | -201  | -177  | -238  |
| 融资活动现金流     | 35   | 649  | -66   | -19   | -25   |
| 股本变化        | 0    | 27   | 64    | 0     | 0     |
| 债务净变化       | 37   | -115 | -51   | 0     | 0     |
| 无息负债变化      | 25   | -1   | 13    | 14    | 24    |
| 净现金流        | 116  | 652  | -48   | 30    | 31    |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标                    | 2009    | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%YoY)</b>      |         |        |        |        |        |
| 收入增长率                   | -18.89% | 21.94% | 18.77% | 22.43% | 29.46% |
| 净利润增长率                  | 69.16%  | 51.74% | 53.04% | 21.98% | 29.47% |
| EBITDA 增长率              | 51.88%  | 24.85% | 27.21% | 27.31% | 30.07% |
| EBIT 增长率                | 68.17%  | 26.95% | 28.11% | 28.36% | 31.83% |
| <b>估值指标</b>             |         |        |        |        |        |
| PE                      | 77      | 50     | 33     | 27     | 21     |
| PB                      | 23      | 4      | 3      | 3      | 3      |
| EV/EBITDA               | 21      | 16     | 23     | 18     | 14     |
| EV/EBIT                 | 26      | 19     | 27     | 21     | 16     |
| EV/NOPLAT               | 35      | 22     | 32     | 25     | 19     |
| EV/Sales                | 6       | 4      | 7      | 5      | 4      |
| EV/IC                   | 7       | 5      | 7      | 6      | 5      |
| <b>盈利能力 (%)</b>         |         |        |        |        |        |
| 毛利率                     | 32.11%  | 34.03% | 35.21% | 36.39% | 36.47% |
| EBITDA 率                | 26.51%  | 27.14% | 29.07% | 30.23% | 30.37% |
| EBIT 率                  | 21.83%  | 22.72% | 24.51% | 25.70% | 26.17% |
| 税前净利润率                  | 20.19%  | 22.37% | 28.56% | 28.45% | 28.45% |
| 税后净利润率 (归属母公司)          | 15.05%  | 18.73% | 24.13% | 24.04% | 24.04% |
| ROA                     | 12.62%  | 6.74%  | 9.94%  | 10.99% | 12.60% |
| ROE (归属母公司) (摊薄)        | 30.18%  | 7.49%  | 10.60% | 11.79% | 13.66% |
| 经营性 ROIC                | 20.87%  | 22.49% | 22.73% | 23.96% | 24.99% |
| <b>偿债能力</b>             |         |        |        |        |        |
| 流动比率                    | 0.95    | 8.29   | 12.19  | 10.88  | 9.15   |
| 速动比率                    | 0.74    | 7.56   | 10.90  | 9.63   | 7.94   |
| 归属母公司权益/有息债务            | 0.98    | 19.66  | -      | -      | -      |
| 有形资产/有息债务               | 2.31    | 21.11  | -      | -      | -      |
| <b>每股指标(按最新预测年度股本计)</b> |         |        |        |        |        |
| EPS                     | 0.29    | 0.44   | 0.67   | 0.81   | 1.05   |
| 每股红利                    | 0.00    | 0.20   | 0.20   | 0.24   | 0.32   |
| 每股经营现金流                 | 0.60    | 0.30   | 0.68   | 0.80   | 1.02   |
| 每股自由现金流(FCFF)           | 0.52    | -0.10  | 0.02   | 0.19   | 0.16   |
| 每股净资产                   | 0.95    | 5.82   | 6.29   | 6.90   | 7.71   |
| 每股销售收入                  | 1.91    | 2.33   | 2.76   | 3.38   | 4.38   |

资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；  
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；  
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；  
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。  
市场基准指数为沪深 300 指数。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

| 销售小组   | 姓名  | 办公电话          | 手机          | 电子邮件                  |
|--------|-----|---------------|-------------|-----------------------|
| 北京     | 王汗青 | 0755-83024403 | 13501136670 | wanghq@ebsecn.com     |
|        | 郝辉  | 010-68561722  | 13511017986 | haohui@ebsecn.com     |
|        | 黄怡  | 010-68567231  | 13699271001 | huangyi@ebsecn.com    |
| 企业客户   | 孙威  | 010-68567231  | 13701026120 | sunwei@ebsecn.com     |
|        | 吴江  | 010-68561595  | 13718402651 | wujiang@ebsecn.com    |
|        | 杨月  |               | 18910037319 | yangyue1@ebsecn.com   |
| 上海     | 李大志 | 021-22169128  | 13810794466 | lidz@ebsecn.com       |
|        | 严非  | 021-22169086  | 13127948482 | yanfei@ebsecn.com     |
|        | 王宇  | 021-22169131  | 13918264889 | wangyu1@ebsecn.com    |
|        | 周薇薇 | 021-22169087  | 13671735383 | zhouww1@ebsecn.com    |
|        | 徐又丰 | 021-22169082  | 13917191862 | xuyf@ebsecn.com       |
|        | 韩佳  | 021-22169491  | 13761273612 | hanjia@ebsecn.com     |
|        | 冯诚  | 021-22169083  | 18616830416 | fengcheng@ebsecn.com  |
|        | 黎晓宇 | 0755-83024434 | 13823771340 | lix1@ebsecn.com       |
| 深圳     | 黄鹂华 | 0755-83024396 | 13802266623 | huanglh@ebsecn.com    |
|        | 张晓峰 | 0755-83024431 | 13926576680 | zhangxf@ebsecn.com    |
|        | 江虹  | 0755-83024029 | 13810482013 | jianghong1@ebsecn.com |
|        | 濮维娜 | 021-62152373  | 13301619955 | puwn@ebsecn.com       |
| 富尊财富中心 | 陶奕  | 021-62152393  | 13788947019 | taoyi@ebsecn.com      |
|        | 戚德文 | 021-22169152  | 15821755866 | qidw@ebsecn.com       |
|        | 郑锐  | 021-22169080  | 13761361968 | zhui@ebsecn.com       |