

细分行业的隐形冠军

公司动态

◆核心推荐逻辑:

行业层面: 1) 一次性手套在亚洲市场渗透率远低于世界平均水平, 具有巨大成长空间。2) 公司是世界最大的医疗级 PVC 手套制造商, 全球市场占有率 22%。PVC 手套行业趋势是向优势企业集中, 公司将明显受益。

公司层面: 业绩有望于三年内翻倍: 1) PVC 手套业务触底, 公司成本控制能力极强, 有望继续保持高毛利率; 2) 丁腈手套业务放量在即。年产 60 亿支丁腈手套项目建成后, 贡献的利润与 PVC 手套业务。

◆PVC 手套业务增长稳定, 毛利率维持高位

PVC 糊树脂和增塑剂原材料成本比重超过 50%, 但公司成本控制能力极强, 有望持续保持高毛利率: 1) PVC 糊树脂和增塑剂价格已从高位大幅回落, 将维持震荡; 2) “蓝帆化工”为 PVC 糊树脂和增塑剂领域龙头企业, 保障上市公司的原材料供应, 节约成本; 3) 公司是行业内少数实现了整个生产过程的自动化和关键工序的智能化的企业; 4) 公司 90% 以上的产品用于出口, 受益于人民币贬值, 产品的人民币折算价提高。

◆丁腈手套项目放量, 将大幅增厚业绩

随着成本下降和技术的成熟, 丁腈手套逐渐取代乳胶手套的市场份额, 公司顺应行业发展趋势, 第一期年产 20 亿支丁腈手套项目已开始试运营, 第二期 40 亿支/年的丁腈手套项目于有望 18 年 6 月试运营。丁腈项目全部建成后, 每年可为公司创造 1.65 亿的利润, 与公司当前利润相当。

◆积极探索新业务, 绑定合作方利益

16 年公司与巨擘资本成立产业并购基金, 17 年控股股东转让公司 7.08% 的股权给巨擘资本的法定代表人等控股的公司, 转股价格 11.43 元/股。此举既彰显了公司战略转型的决心, 又绑定了合作方的利益, 推动其积极地为公司服务。此外转股价格为公司提供股价安全边际。

◆实力与成长性俱佳, 目标价 14.50 元

公司医疗级 PVC 手套龙头企业, PVC 手套业务发展稳定, 丁腈手套放量在即。预计公司 17-19 年的 EPS 分别为 0.46/0.58/0.73 元。给予公司 18 年 25 倍 PE, 对应目标价 14.50 元。首次覆盖, 予以“买入”评级。

◆风险提示: 丁腈项目进展缓慢风险、原材料价格波动风险、汇率风险

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1509	1289	1597	1874	2312
营业收入增长率	-1.70%	-14.59%	23.92%	17.32%	23.40%
净利润(百万元)	170	181	227	287	361
净利润增长率	175.86%	6.38%	25.40%	26.31%	25.96%
EPS(元)	0.34	0.37	0.46	0.58	0.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.39%	13.94%	15.69%	17.68%	19.67%
P/E	35	33	26	21	17

买入(首次)

当前价/目标价: 12.10/14.50 元

目标期限: 12 个月

分析师

刘 晓波 (执业证书编号: S0930512080003)

021-22169177

liuxb@ebsec.com

联系人

王琦

021-22169076

wangqi16@ebsec.com

市场数据

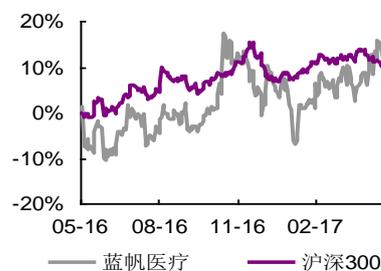
总股本(亿股): 4.94

总市值(亿元): 59.82

一年最低/最高(元): 10.62/13.92

近 3 月换手率: 42.99%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.03	-8.21	-4.93
绝对	6.61	-2.55	12.83

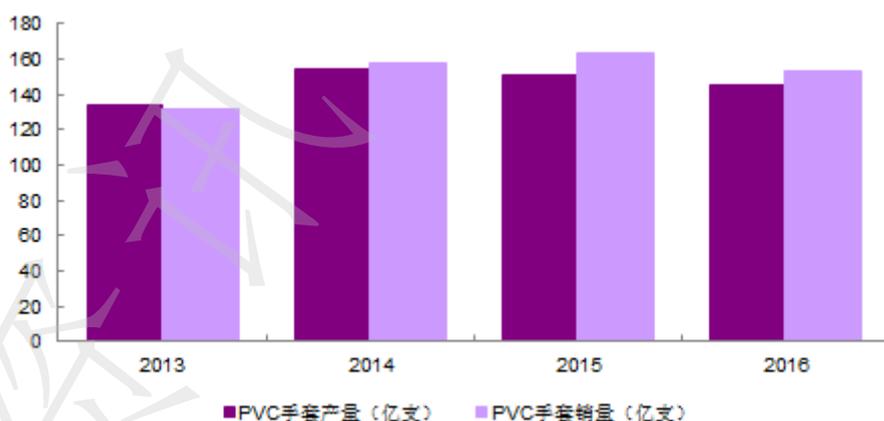
1、世界最大的医疗级 PVC 手套制造商

1.1、医疗级 PVC 手套龙头企业，竞争实力强劲

蓝帆医疗成立于 2003 年，是世界最大的医疗级 PVC 手套制造商。公司 PVC 手套产能 150 亿支/年，专业生产线超过 120 条，全球市场占有率约为 22%，产能和市场占有率均为全球第一。公司产品定位于高端一次性 PVC 手套（医疗级）的生产，医疗级产品率已超过 90%，远高于行业平均水平。

医疗级 PVC 手套有着较高的准入门槛，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。

图 1：蓝帆医疗 PVC 产销量稳定



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

中国积聚了全球 PVC 手套 90% 的产能，但主要以中低端产品为主，生产高端医疗级手套的公司为数较少，尤其是能够稳定生产医疗级 PVC 手套的企业更少。公司在国内的竞争对手以石家庄鸿锐集团、中红普林集团、英科医疗和上海、江苏等地的企业为主。

蓝帆医疗是当前一次性手套行业内唯一一家上市公司，是能够高比例持续稳定生产医疗级 PVC 手套的少数企业之一，占据全球 22% 的市场份额。另外公司也是国内少数在核心技术实现自动化的 PVC 手套生产商，生产设备、技术水平位居全国同行业前列，主营业务突出，企业竞争优势明显。

表 1：国内可比公司介绍

公司	产能	主要产品
英科医疗	目前拥有 51 条 PVC 生产线和 15 条丁腈生产线。公司年产 PVC 手套约 51 亿支，丁腈手套约 12 亿支	包括一次性手套、轮椅、冷热敷、电
中红普林	公司拥有 16 条双模丁腈手套生产线，年产各种规格、各种颜色以及有粉、无粉丁腈手套 32 亿支；拥有 50 条 PVC 手套生产线，年产 PVC 手套 50 亿支	极片等多种类型的护理产品
鸿锐集团	年产手套 140 亿支	PVC 系列手套、丁腈系列手套、PE 系列产品及无纺布产品

资料来源：各公司官网，光大证券研究所整理

另外，根据公司规划，2017 年 6 月公司丁腈手套项目开始试运行。虽然公司丁腈手套处于初步发展阶段，但随着新的生产线的建成和运营，必将

成为公司新的看点。丁腈手套的主要生产商集中在马来西亚，国内企业丁腈手套项目产能普遍较小。

表 2：马来西亚四大手套生产商的产能及市场占有率

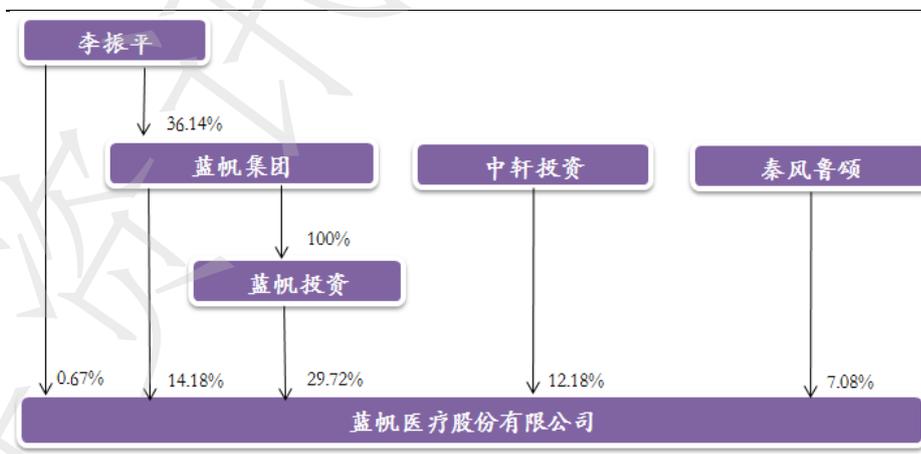
公司	生产线(条)	产能(亿支/年)	市场占有率
TOP GLOVE	484	450 亿	25%
SUPERMAX	197	231 亿	12.80%
KOSSAN	144	220 亿	12.50%
HATELEGA	55	129 亿	5.80%

资料来源：公司公告

1.2、股权高度集中，集团实力强大

股权集中度高。公司第一大股东和第二大股东为一致行动人，合计持有公司 43.90% 的股份，其中蓝帆集团直接持有公司总股本的 14.18%，蓝帆投资（蓝帆集团的全资子公司）持有公司 29.72% 的股份。蓝帆医疗的实际控制人为李振平。

图 2：公司股权集中度高



资料来源：公司公告

集团旗下化工板块与公司业务互惠互利，为上市公司的发展提供有力支持。集团业务板块“蓝帆化工”在 PVC 糊树脂和增塑剂领域具有极强竞争力，为上市公司产业链的上游，保障了上市公司的原材料供应，节约成本。

2、PVC 手套增长稳定，丁腈手套逐渐兴起

2.1、一次性手套市场成熟，细分品种之间分化

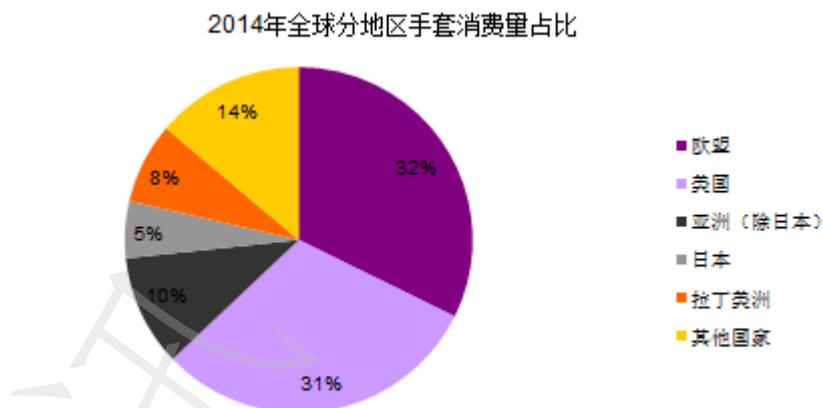
随着经济水平的发展和人们消费意识的提高，一次性手套的消费量也在稳步提升。尤其是由于甲型 H1N1 流感、埃博拉病毒等传播性疾病的影响，在全世界范围内包括丁腈手套在内的一次性手套需求迅速增加。2009 年到 2015 年美国市场对一次性手套（含乳胶手套、丁腈手套、PVC 手套）的进口量均呈逐年上升的趋势，整体进口量由 2009 年的 752 亿支增长到 2015 年的 1144 亿支，增幅为 52.19%，平均年化增长率为 7.90%。

未来一次性手套市场仍将保持稳定增长：1) 根据中国塑协统计，2010 年全球 PVC 手套需求量约在 800 亿支，到 2020 年全球需求约 1300 亿支。

2) 据马来西亚手套行业协会统计分析, 预计 2016 年全球丁腈、乳胶一次性手套需求量在 2122 亿支, 平均年需求增长率在 8%~10%。

一次性手套的市场主要是在美国, 欧洲, 日本等国家和地区, 其中美国和欧盟是全世界一次性手套最大的两个消费市场和进口方, 其中美国 2014 年对一次性手套的消费量约占全球消费量的 30.6%。

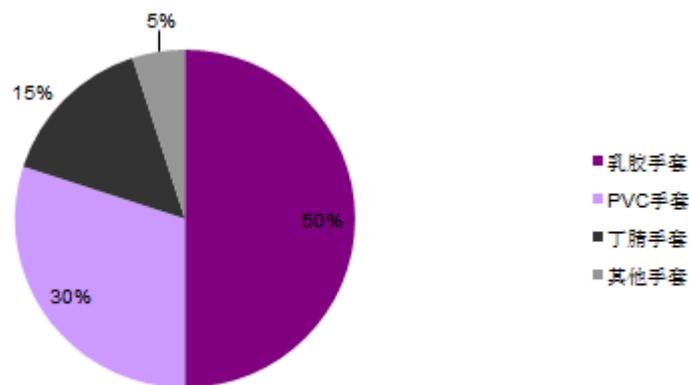
图 3: 一次性手套消费市场主要在欧美日



资料来源: 英科医疗招股说明书

一次性手套已经处于成熟期, 目前还没有任何可替代的产品, 但各个细分品种之间竞争不断, 市场份额此消彼长。一次性手套主要分为乳胶手套、丁腈手套、PVC 手套及其他合成胶乳手套。其中由于成本优势, 乳胶手套是目前市场占比最高的种类, PVC 手套次之。但近年来随着技术工艺逐渐成熟, 丁腈手套兴起, 乳胶手套市场份额将被丁腈手套挤占。

图 4: 全球各种类一次性手套消费量占比



资料来源: 中红医疗招股说明书, 光大证券研究所整理

表 3：三类主要一次性手套

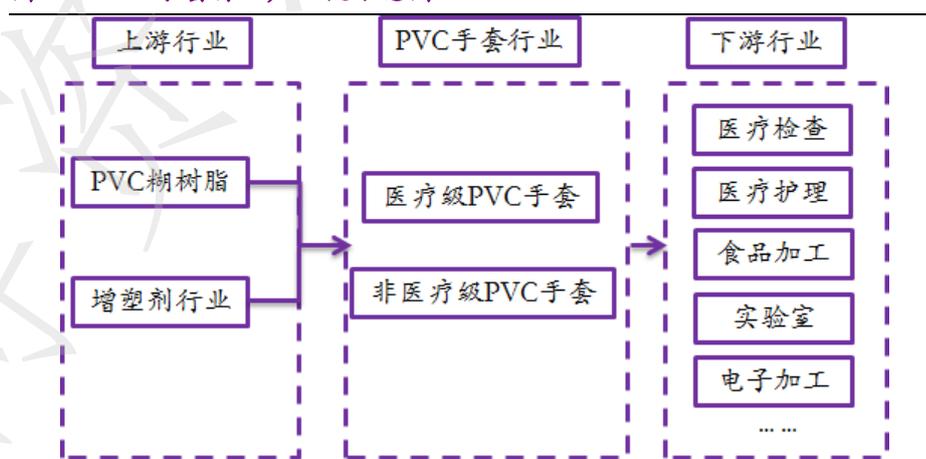
手套品种	主要应用领域	优点	缺点	未来趋势	生产地
PVC 手套	除医疗手术外的所有领域	不会引起过敏，穿戴容易，透气性好，手感舒适，耐酸碱，隔离效果好，抗静电，价格便宜	普通的 PVC 手套在弹性上不如乳胶手套和丁腈手套，暂时无法应用于手术	增长稳定，但随着丁腈手套的兴起，利润空间收窄	以中国大陆为主
丁腈手套	医疗手套、实验室	弹性好，与乳胶手套相当；原料供应和质量更稳定	产品价格偏高；目前生产工艺中需要添加促进剂，仍然可能导致人体皮肤过敏	市场份额上升	马来西亚、泰国和印度尼西亚等东南亚国家
乳胶手套	医疗手术	弹性及贴附性强；价格适中	天然乳胶蛋白可能导致人体皮肤过敏；橡胶属于农业产品，产品价格波动性大，并且原料质量的稳定性不可靠	市场份额下降	马来西亚、泰国和印度尼西亚等东南亚国家

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

2.2、PVC 手套：增长稳定，向优势企业不断集中

PVC 手套市场已进入成熟期，行业供给和需求均相对稳定：1) 产业链上游：PVC 手套生产行业所需的主要原材料为 PVC 糊树脂、增塑剂、Ca-Zn 稳定剂等。PVC 糊树脂、增塑剂、Ca-Zn 稳定剂等产品在市场上供给充足。2) 产业链下游：PVC 手套可用于医疗检查、医疗护理、食品加工、实验室、电子加工等领域，这些领域的需求将直接决定着本行业的发展。

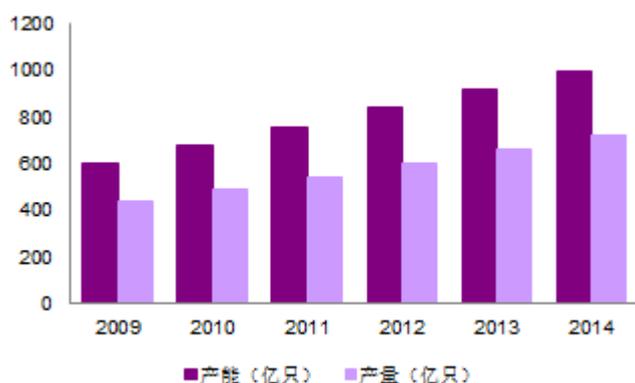
图 5：PVC 手套行业产业链示意图



资料来源：公司招股说明书

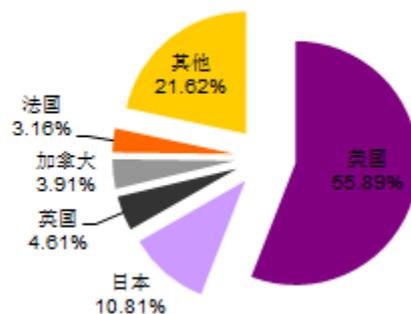
PVC 手套产能主要集中在中国。中国目前大约有 860 条生产线，聚集了全球 90% 的 PVC 手套产能，其中 80% 以上用于出口。

图 6：2009-2014 年我国 PVC 手套产能产量变化



资料来源：卓创资讯

图 7：2014 年我国 PVC 手套出口目的国



资料来源：卓创资讯

行业趋势向龙头企业集中。由于廉价劳动力成本，我国 PVC 手套行业小企业众多。随着环保压力的增加及劳动力成本的上升，小企业必将退出行业竞争，市场份额向大企业集中。

2.3、丁腈手套：工艺成熟推动产品普及率提高

丁腈手套为天然高端产品，价格及毛利率较 PVC 手套高。丁腈手套弹性更好、更耐化学溶剂的腐蚀性，但其生产工艺中需添加促进剂，可能导致人体过敏。2010 年以前丁腈手套价格昂贵，是 PVC 手套的几倍。但随着技术突破，克重降低，成本下降，3.0 克规格的丁腈手套接近 PVC 价格，丁腈手套的市场份额不断提升。目前丁腈手套价格一般较 PVC 手套价格高 30% 以上，毛利率也高于 PVC 手套。

由于向原料地集中的原因，丁腈手套的生产企业大部分集中东南亚国家，其中马来西亚聚集了全球 70% 的丁腈产能，国内丁腈手套厂家主要是原 PVC 手套厂家进行产品扩展而来。

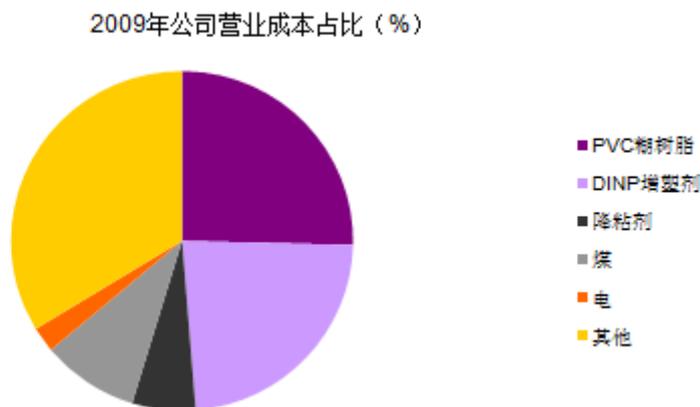
国内引入丁腈生产线较晚，相关的技术与生产线也主要是来自马来西亚等东南亚国家。但是中国的工业配套、生产成本、环境比东南亚国家有很大的优势，因此中国的丁腈手套生产有很大的竞争优势，品质和价格逐渐被客户接受。

3、PVC 手套成本趋稳，集团保障原材料供应

3.1、原材料成本比重高，成本控制极重要

PVC 手套以 PVC 糊树脂、增塑剂为主要原料，以 Ca-Zn 稳定剂等助剂为辅助材料。PVC 糊树脂和 DINP 增塑剂占蓝帆医疗总营业成本的 50% 以上，公司每年 PVC 糊树脂使用量超过 4.5 万吨。

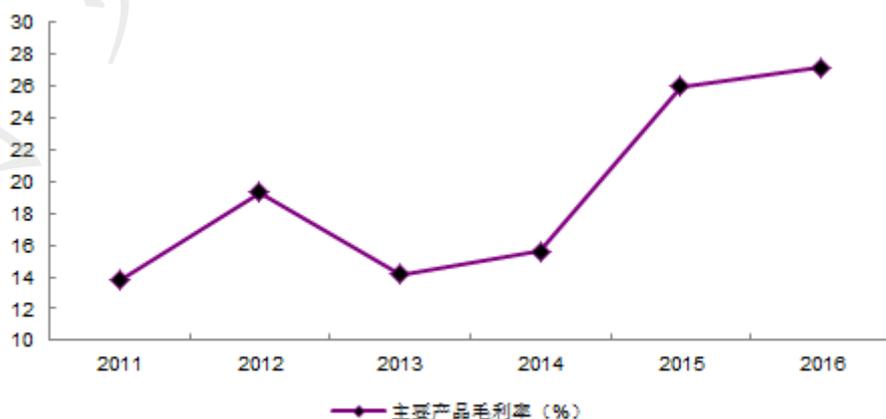
图 8: PVC 糊树脂、DINP 增塑剂为公司主要原材料



资料来源: 公司招股说明书

公司产品毛利率大幅高于行业平均, 尤其是近两年公司产品毛利率保持在 25% 以上, 而 PVC 手套行业平均毛利率在 15% 左右, 究其原因我们认为主要有以下四点: 1) 公司产品为医疗级 PVC 手套, 是行业内的高端产品, 其工艺和进入壁垒大幅高于普通 PVC 手套, 故而毛利率水平较高; 2) 公司目前处于 PVC 手套行业的龙头地位, 产能和市场占有率均为全球第一, 母公司蓝帆集团及其下属企业可供应公司生产所需的主要原材料, 使公司拥有产业链配套优势, 因此公司拥有一定的对下游的定价权和对上游的议价能力; 3) 公司产品 90% 以上用于出口, 用美元计价。近两年人民币的贬值, 公司产品的人民币折算价提高, 从而产品的毛利率水平得到提高。

图 9: 蓝帆医疗产品毛利率高



资料来源: wind, 公司公告

3.2、主要原料 PVC 糊树脂和增塑剂价格高位下降

1、PVC 糊树脂: 价格从高位回落, 后期有望企稳

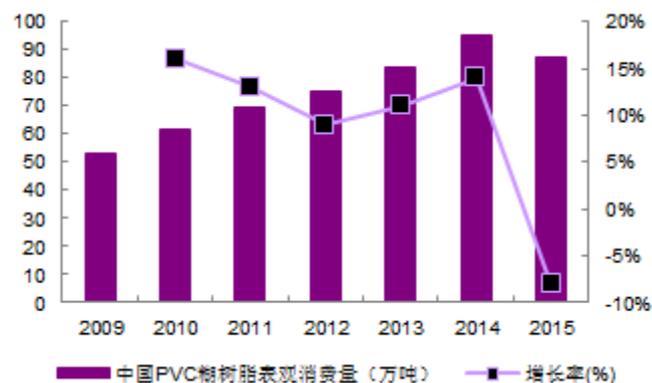
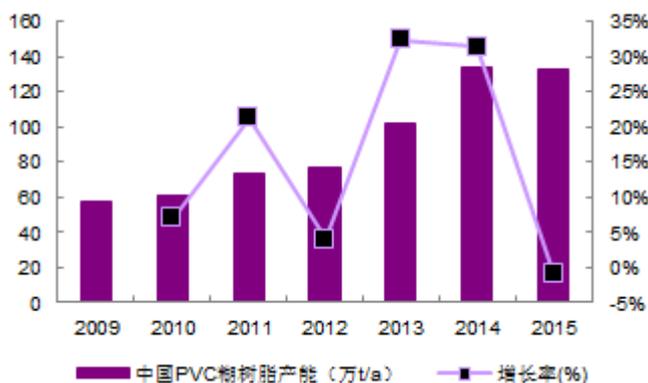
我国 PVC 糊树脂行业产能过剩。PVC 糊树脂加工工艺简便, 设备流程短且投资少, 成本低, 因而近十年来在我国发展迅速。2005 年我国 PVC 糊树脂产能约 30 万 t/a, 到 2015 年已超 130 万 t/a。

需求增长缓慢。与 PVC 糊树脂产业规模的发展速度相比, 中国 PVC 糊树脂下游需求量的增长相对滞后, 需求年均增长率在 10% 左右, 2015 年全

国总需求不足 90 万吨，远小于供给。一次性手套行业是 PVC 糊树脂的最主要需求行业，占总消费量的 24% 左右。

图 10：中国 PVC 糊树脂行业产能迅速增长

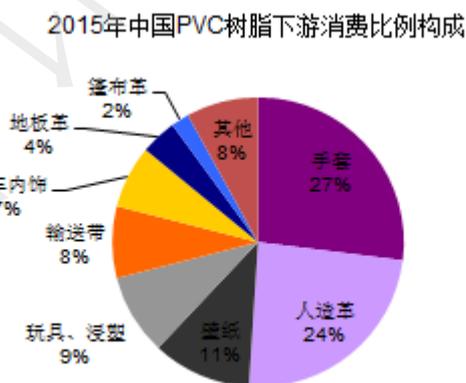
图 11：中国 PVC 糊树脂需求增长缓慢



资料来源：《PVC 糊树脂技术及市场分析》

资料来源：《PVC 糊树脂技术及市场分析》

图 12：手套是 PVC 糊树脂最大消费市场

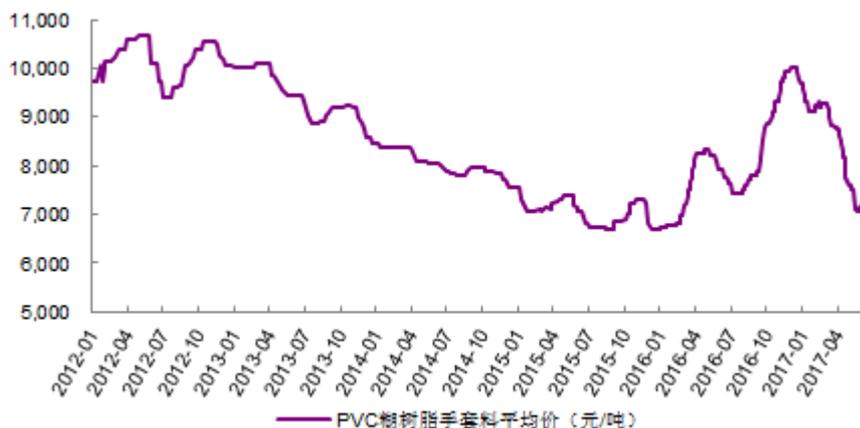


资料来源：《PVC 糊树脂技术及市场分析》

2016 年 PVC 糊树脂价格连续大幅上涨。环保检查导致工厂开工萎缩严重，同时叠加油价上涨影响，我国 PVC 糊树脂价格从 1 月的 6730 元/吨上涨至 12 月的近 10000 元/吨，全年均价 8078 元/吨，较 2015 年同比上涨 17%。

2017 年初 PVC 糊树脂价格大幅回落，后期有望企稳。今年年初以来，下游工厂复工，同时油价疲弱，PVC 糊树脂价格从 1000 元一路跌回至 6 月末的 7500 元，接近近几年低点。我们预计后期 PVC 糊树脂价格有望弱势企稳：一是石油价格趋稳；二是生产企业受环保检查影响，开工率依旧欠佳。我们预计 2017 年 PVC 糊树脂价格均价为 8200-8300 元/吨，较去年微增。

图 13: 2016 年 PVC 糊树脂价格大幅上涨, 但 2017 年开始回落

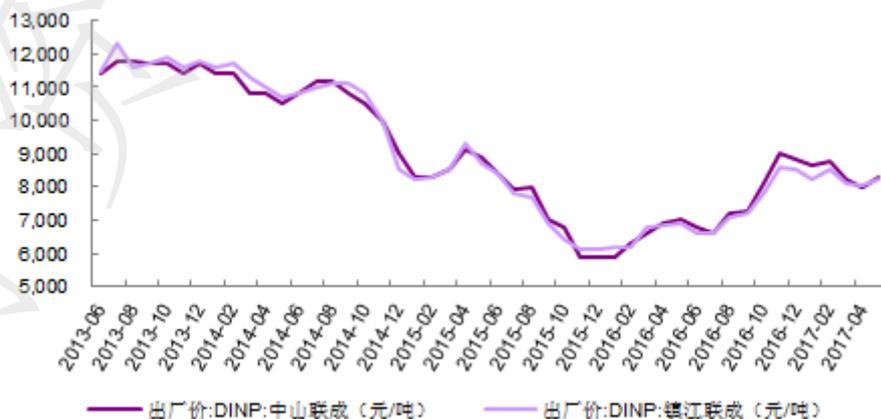


资料来源: wind, 光大证券研究所整理

2、增塑剂价格: 维持弱势

增塑剂同样面临着行业供给过剩的大格局。2016 年下半年环保压力及油价上涨共同推动了增塑剂价格的大幅上涨, 但今年以来随着厂商的复工, 供给增加, 但下游需求依然疲弱, 增塑剂价格进入下降通道。在供需关系改善不明显、油价依然疲弱的背景下, 我们预计增塑剂价格仍将面临下降压力。

图 14: 增塑剂价格进入缓慢下降通道

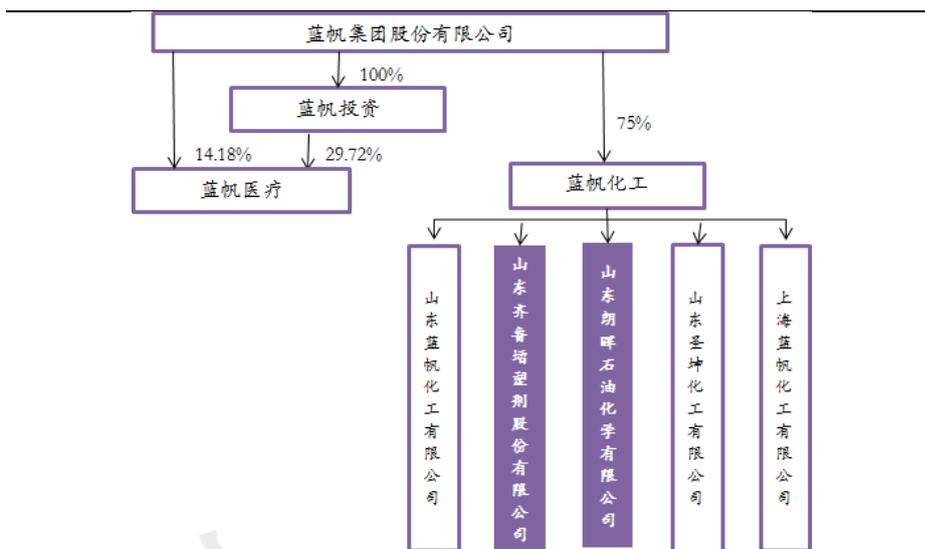


资料来源: wind, 光大证券研究所整理

3.3、集团实力雄厚, 保障原材料供应

公司控股股东蓝帆集团是集化工生产、塑料加工、国际贸易、科研开发为一体的大型企业集团, 拥有员工 6000 余人, 年实现收入 100 亿元, 总资产达 50 亿元。集团公司拥有“蓝帆化工”和“蓝帆医疗”两大产业板块。

图 15：控股股东旗下两大业务板块可形成协同效应



资料来源：公司公告

“蓝帆化工”在 PVC 糊树脂和增塑剂领域具有极强竞争力，属于上市公司产业链的上游，保障上市公司的原材料供应，节约成本。

1、朗晖石化：原为上市公司的全资子公司，2014 年上市公司将朗晖石化出售给蓝帆化工。朗晖石化主要从事 PVC 糊树脂的生产，现有 PVC 糊树脂产能约 6 万吨/年，超过上市公司需求量。2016 年朗晖石化是上市公司最大供应商，采购金额占年度总采购金额的 12.65%。

2、齐鲁增塑剂：是全国规模最大、品种最全的增塑剂专业生产企业，DINP 增塑剂供应充足、品质优良，且齐鲁增塑剂和上市公司同在齐鲁化学工业园区内，从齐鲁增塑剂采购 DINP 增塑剂可以节约运输成本。

3.4、率先实现自动化生产，提高生产效率

PVC 手套行业目前自动化率极低，仅有少数大型企业实现了部分自动化。蓝帆科技通过收购、自主研发等形式，实现了整个生产过程的自动化和关键工序的智能化，未来公司将致力于打造无人化工厂。

2016 年 5 月 31 日，公司收购了淄博诚迅的部分股权并对其进行增资，共出资 500 万元，持有其 60% 的股权。淄博诚迅主要业务是自动化设备的研发、生产和销售，主要客户是蓝帆医疗及其下属子公司。

收购淄博诚迅，有利于公司自动化、智能化的推进，在进一步提升公司 PVC 手套产业自动化、智能化竞争优势的基础上，打造专业化平台，推动公司整体健康防护事业的发展。

4、丁腈手套顺势而起，原材料成本趋稳

4.1、丁腈手套项目顺利推进，再造“新蓝帆”

丁腈一次性手套生产基地主要分布于马来西亚、泰国和中国大陆。近年来随着丁腈手套的兴起，中国大陆生产厂家看到其中的商机，传统的 PVC 手套生产商纷纷引进丁腈手套生产，其中比较大的有石家庄鸿锐集团、中红普林集团、英科医疗等。

公司积极布局丁腈手套，产能释放在即。2016 年公司拟投入 8.25 亿新建 24 条丁腈手套生产线，项目分两期建设：第一期产能 20 亿支/年，投入 2.75 亿，于 2017 年 6 月投入试运营；第二期预计将在 2017 年 9 月启动，2018 年 6 月投入生产。

表 4：公司“60 亿支/年健康防护（新型手套）项目”简介

项目	建成产能（亿支/年）	投资金额（万元）	预计投入试运营时间
第一期	20	27473	2017 年 6 月
第二期	40	54987	2018 年 6 月
合计	60	82460	

资料来源：公司公告

蓝帆医疗积极开拓丁腈手套，推动产品升级换代，丰富产品品种，将增强公司产品市场竞争，增厚公司业绩。目前公司丁腈手套已有部分销售。根据项目规划，项目建成投产后，预计可实现年均净利润 16,522 万元，占 2016 年公司利润的 89%，总投资收益率（ROI）24.0%。

4.2、主要原材料价格逐步趋稳

丁腈手套主要采用 100% 的合成丁腈橡胶，通过浸渍工艺加工而成。丁腈橡胶为合成橡胶的一种，是丁二烯和丙烯腈两种单体经乳液聚合而得到的共聚物。

2016 年下半年丁腈橡胶价格大幅上涨，2017 年上半年回落，现已跌至 2017 年年初的水平，预计后期有望低位企稳：

1) 价格回顾：2016 年下半年由于丁二烯价格疯涨，同时叠加丙烯腈价格的缓步上扬，推动丁腈橡胶价格大幅上涨。2017 年上半年两种主要原材料供给增加，市场需求疲弱，价格下滑，丁腈价格也随着大幅下滑。

2) 价格预期：从当前水平来看，丁腈橡胶价格已回落至接近 2016 年初的低位，而前期影响丁腈价格原材料丁二烯的价格已回落至低位，后期有望企稳。丙烯腈价格虽然仍处于相对较高位，但其价格波动幅度较小，且中长期价格下降压力不减，故而我们预计后期丁腈的价格也将趋稳。

图 16：2017 年上半年丁腈橡胶价格大幅回落，后期有望企稳

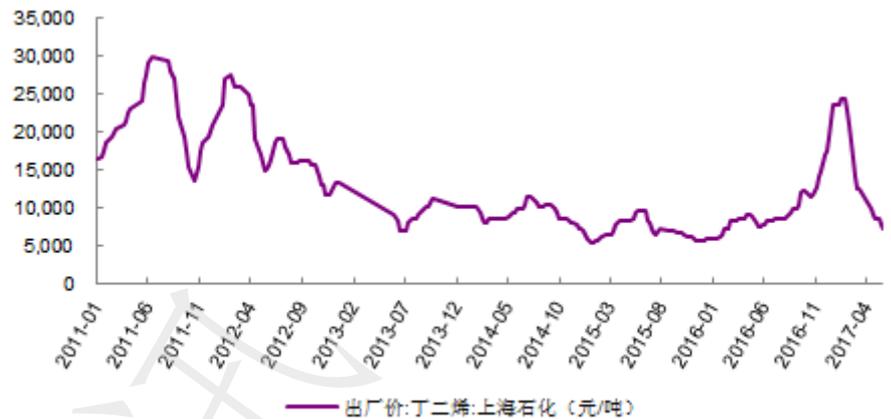


资料来源：wind，光大证券研究所整理

丁二烯价格暴涨暴跌后有望暂稳。2016 年 6 月至 2017 年 1 月中旬，丁二烯价格大幅上涨了近三倍，成为推动该时间段丁腈价格上涨的主推手。丁

二烯价格暴涨暴跌主要原因在供给端，2016年下半年主要工厂停止生产，货源紧张，丁二烯价格一路上涨。但随着价格的回升，工厂陆续复工，供给大幅增加，故丁二烯价格从1月下旬开始一路下滑。从当前阶段来看，前期下游工厂陆续备货，目前多数厂家消化库存为主。故预计丁二烯价格难以大幅反弹，同时当前价格已接近历史低位，继续下降空间有限。

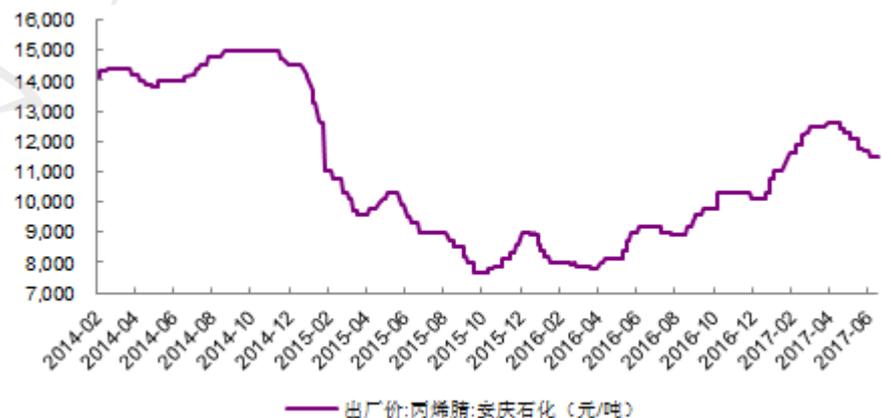
图 17: 2017 年上半年丁二烯胶价格大幅回落



资料来源: wind

丙烯腈价格波动相对较小，随着整个行业的价格上涨，丙烯腈价格从2016年3月底的最低点7900元/吨，最高涨至2017年3月中旬的12300元/吨，累计上涨55%。3月下旬后丙烯腈价格开始回调，目前已回落至11500元/吨，较高点回落7%左右，价格依然处于相对高位。目前市场整体供应充裕，但需求面支撑不足。业内一直预期，中长期丙烯腈行情仍有下行压力

图 18: 丙烯腈价格回落中继

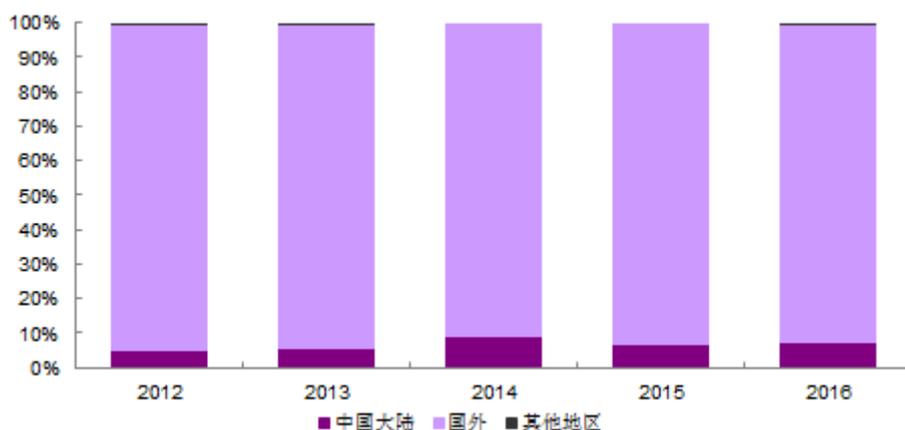


资料来源: wind

5、立足国外，探索国内

由于消费水平和消费能力的制约，目前一次性手套的出口市场主要集中在欧美等发达国家。公司产品以出口为主，境外销售额占公司总销售额的90%以上，主要销往美国、欧洲、日本、加拿大等国家和地区。

图 19: 公司的产品主要销往国外



资料来源: wind, 光大证券研究所整理

公司已与主要手套经销商建立了稳定的合作关系,是全球最大的医疗器械经销商 Mckesson 公司的主力供应商,同时还于 MEDLINE、Thermofina、Prime Source 等国际知名经销商建立了合作关系。公司销往国外的产品主要以 ODM 的形式进行生产。

图 20: 公司销售网络和客户遍布全球



资料来源: 公司官网

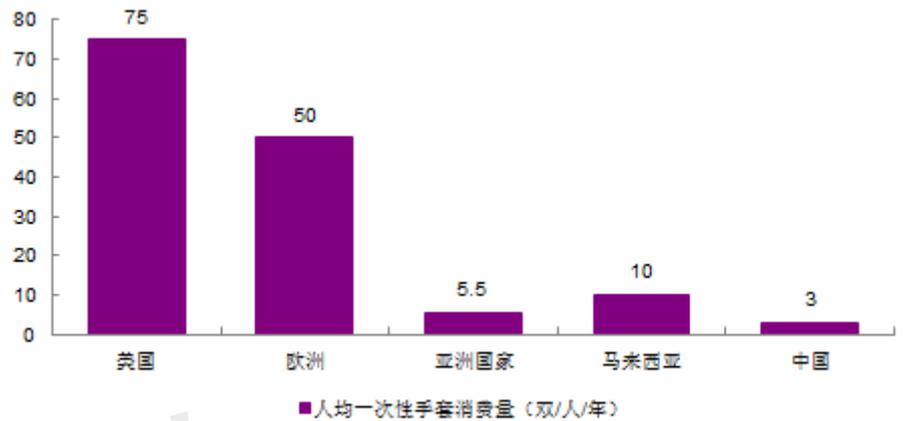
市场占有率高,拥有较强的定价权。目前公司产品在国际市场占有率为 22%,位居全球第一,同时母公司蓝帆集团及其下属企业可供应公司生产所需的主要原材料,使公司拥有产业链配套优势,因此公司拥有一定的对下游的定价权和对上游的议价能力。

公司产品的市场虽然主要在国外,但国内市场潜力不可忽视。当前,医疗级手套人均使用量仅为 3 双,而全球平均水平为 25 双。虽然表示我国目前消费体量较小,但潜在增长空间巨大。

公司国内市场销售额占比约 7%左右,当前公司正借助于在美国、西欧、日本等发达国家的渠道和品牌影响力,大力拓展国内市场。公司已实现了线上天猫、京东、一号店、亚马逊等主流电商平台入驻;以蓝帆(上海)为主题的建行善融企业商城于 2015 年 6 月 18 日成功上线,公司产品已实现该平台销售;另外公司与海王星辰、益丰、一心堂、老百姓等 50 余家企业签订

合同。这将有效促进蓝帆品牌在中国市场的树立和传播。公司国内销售全部采用自有“蓝帆”品牌，目前国内客户主要集中在电子和医疗两个领域。

图 21：我国人均一次性手套消费量远低于世界平均水平



资料来源：中国橡胶杂志

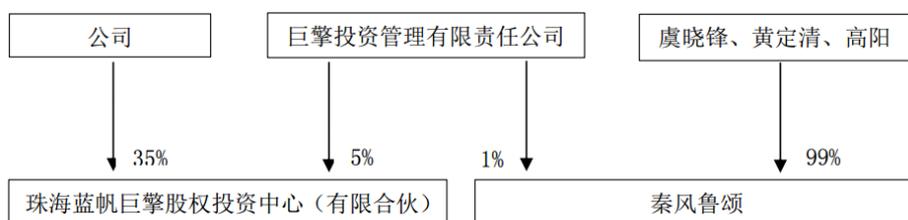
6、积极探索新业务，产业并购基金+股权转让彰显信心和决心

公司于 2014 年参股了东泽医疗，控股了上海透析、珠海大生等公司，旨在向腹膜透析和血液透析业务发展。但随着公司战略转型方向的明确，2016 年 6 月公司终止与三家公司的合作，及时终止损失。随后公司目标更加明确坚定，用一系列行动证明了公司向“医疗大健康和健康防护”领域发展的决心：

1) 成立产业并购基金，明确转型方向。2016 年 8 月 22 日，公司与巨擎资本共同发起成立并购基金“金珠海蓝帆巨擎股权投资中心(有限合伙)”。并购基金总规模为 5 亿，公司出资 1.75 亿元，巨擎资本出资 2500 万元，其余资金由基金管理人负责募集；并购基金的存续期限为 5 年，根据实际情况可延期 1 年。并购基金未来将重点在医疗健康和健康防护领域开展相关的并购工作。

2) 股权转让，绑定产业并购基金合作方利益。2017 年 3 月，公司控股股东将其持有的公司的 7.08% 的股权转让给秦风鲁颂，转让价格 11.43 元/股，与公司当前股价基本相当。而秦风鲁颂的 99% 的股权属于巨擎资本的法人代表虞晓锋及高阳等人，另外 1% 股权属于产业并购基金。此举即彰显了公司战略转型的信心，又绑定了产业并购基金合作方的利益，推动其更好的为公司服务。此外转股价格与公司当前股价基本相当，提供安全边际。

图 22：秦风鲁颂股权结构图



资料来源：公司公告

7、盈利预测与估值

7.1、盈利预测

1、PVC 手套：增长稳定，毛利率维持高位

产量方面：公司 PVC 手套产能约 150 亿支/年，产品约 95% 出口。公司规划今年将生产 PVC 手套生产量 150 亿支，销售量 155 亿支，营业收入 15 亿元。由于 PVC 手套行业发展成熟，公司客户关系稳定，预计完成目标规划的概率极大。

毛利率方面：由于公司产品主要用于出口，用人民币计价的产品价格上涨，而 PVC 糊树脂及增塑剂等主要原材料价格趋稳，产品毛利率将与 2016 年相当，维持在相对高位。

我们预计公司 2017-2019 年 PVC 手套业务收入分别为：14.57 亿、14.54 亿和 14.72 亿。

2、丁腈手套：项目逐渐放量

公司丁腈手套项目第一期已于 2017 年 6 月开始试运营，产能 20 亿支/年；第二期有望于 2018 年 6 月开始试运营，产能 40 亿支/年。我们预计公司 2017-2019 年丁腈手套销量分别为 10 亿支、30 亿支和 60 亿支，可贡献 1.4 亿、4.2 亿和 8.4 亿的业务收入。

表 5：公司收入拆分及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销量 (亿支)	163	153	155	158	160
PVC 收入 (百万元)	1509	1457	1454	1472	1457
手套 同比	-1.70%	-14.60%	13.06%	-0.23%	1.27%
毛利率	25.94%	27.16%	26.80%	26.60%	26.60%
销量 (亿支)			10	30	60
丁腈收入 (百万元)			140	420	840
手套 同比			--	200%	100%
毛利率			30%	30%	30%

资料来源：wind，光大证券研究所

综上所述,我们预计公司 2017-2019 年的营业收入分别为 16.0 亿、18.7 亿和 23.1 亿,净利润分别为 2.3 亿、2.9 亿和 3.6 亿,净利润增速分别为 25.4%、26.3%和 26.0%。

7.2、估值

公司是世界主要的医疗级 PVC 手套制造商之一,全球市场占有率 22%。目前该行业尚无其他 A 股上市公司(英科医疗正在创业板申请 IPO,中红普林在新三板上市)。我们选取了医疗器械板块的三家作为可比公司:迪瑞医疗、鱼跃医疗和三诺生物,三者 2017 年的平均估值约为 34 倍,2018 年平均估值为 30 倍。

表 6: 蓝帆医疗及可比公司估值(截止至 2017 年 6 月 29 日)

代码	公司	市值(亿元)	EPS(元/股)			PE(wind 一致预期)		
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
300396.SZ	迪瑞医疗	64	0.82	1.01	1.21	47.71	34.17	28.54
002223.SZ	鱼跃医疗	212	0.80	0.66	0.82	44.65	35.54	28.62
300298.SZ	三诺生物	71	0.36	0.5	0.61	44.59	32.62	26.65
	平均					46.46	34.11	29.94
002382.SZ	蓝帆医疗					33.58	26.78	21.20

资料来源:wind 一致预期,光大证券研究所整理

8、投资评级

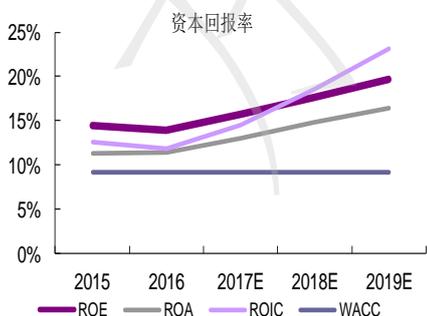
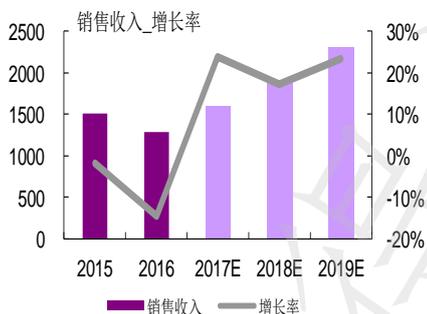
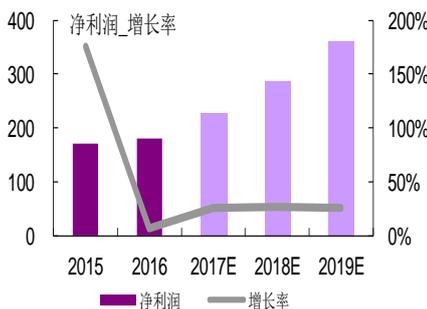
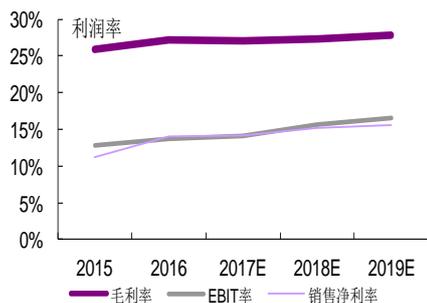
公司是世界主要的医疗级 PVC 手套制造商之一,传统业务 PVC 手套增长稳定,丁腈手套放量在即。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.46、0.58 元和 0.73 元。参考可比公司估值,给予公司 18 年 25 倍 PE,对应目标价 14.50 元。首次覆盖,予以“买入”评级。

9、风险分析

丁腈手套项目进展缓慢风险: 丁腈手套是公司未来业绩增长的主要来源。若公司丁腈手套项目未能如期运营或丁腈手套销售不畅等,将对公司未来业绩的增长带来不利影响。

原材料价格波动风险: 公司产品原材料为普通化工原料,占营业成本的比重较高,如果原料价格在未来出现较大波动,将对公司的经营业绩产生一定影响。

汇率风险: 公司 90%以上的产品用于出口,用美元结算。若人民币超预期升值或波动过大,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。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1509	1289	1597	1874	2312
营业成本	1118	939	1165	1361	1669
折旧和摊销	50	49	53	53	53
营业税费	6	17	19	19	25
销售费用	53	50	61	62	72
管理费用	113	101	124	137	162
财务费用	-25	-21	-28	-34	-36
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	5	19	20	18	18
营业利润	224	217	273	346	436
利润总额	225	220	276	348	439
少数股东损益	-2	-1	-1	-1	-2
归属母公司净利润	170.21	181.07	227.06	286.80	361.24

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	1497	1587	1741	1931	2188
流动资产	769	840	1023	1263	1566
货币资金	269	287	446	641	882
交易型金融资产	0	2	0	0	0
应收帐款	229	189	243	281	329
应收票据	0	3	2	3	2
其他应收款	2	1	1	1	1
存货	159	184	221	234	264
可供出售投资	0	9	6	4	5
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	65	33	42	48	54
固定资产	518	521	480	436	390
无形资产	80	78	74	70	67
总负债	313	287	293	310	354
无息负债	313	287	293	310	354
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	1184	1300	1448	1621	1834
股本	247	494	494	494	494
公积金	628	394	417	446	482
未分配利润	390	467	573	700	868
少数股东权益	1	1	0	-1	-3

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	261	164	211	260	340
净利润	170	181	227	287	361
折旧摊销	50	49	53	53	53
净营运资金增加	-96	37	82	82	106
其他	137	-104	-151	-162	-180
投资活动产生现金流	-15	-59	-1	14	12
净资本支出	-45	-100	0	0	0
长期投资变化	65	33	-9	-6	-6
其他资产变化	-35	8	8	20	18
融资活动现金流	-241	-101	-50	-78	-111
股本变化	7	247	0	0	0
债务净变化	-277	0	0	0	0
无息负债变化	33	-27	6	17	44
净现金流	9	14	159	195	241

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-1.70%	-14.59%	23.92%	17.32%	23.40%
净利润增长率	175.86%	6.38%	25.40%	26.31%	25.96%
EBITDA 增长率	72.56%	-7.19%	22.67%	24.89%	25.50%
EBIT 增长率	133.37%	-8.71%	27.13%	30.63%	30.05%
估值指标					
PE	35	33	26	21	17
PB	5	5	4	4	3
EV/EBITDA	12	26	21	16	13
EV/EBIT	15	33	26	19	14
EV/NOPLAT	20	41	31	23	18
EV/Sales	2	5	4	3	2
EV/IC	3	5	5	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	25.94%	27.16%	27.08%	27.36%	27.84%
EBITDA 率	16.16%	17.56%	17.38%	18.50%	18.81%
EBIT 率	12.84%	13.73%	14.08%	15.68%	16.53%
税前净利润率	14.88%	17.08%	17.26%	18.59%	18.97%
税后净利润率 (归属母公司)	11.28%	14.05%	14.22%	15.31%	15.62%
ROA	11.23%	11.36%	12.99%	14.79%	16.44%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.39%	13.94%	15.69%	17.68%	19.67%
经营性 ROIC	12.60%	11.81%	14.49%	18.50%	23.11%
偿债能力					
流动比率	2.53	3.07	3.65	4.25	4.59
速动比率	2.01	2.40	2.86	3.46	3.81
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.34	0.37	0.46	0.58	0.73
每股红利	0.20	0.20	0.27	0.32	0.40
每股经营现金流	0.53	0.33	0.43	0.53	0.69
每股自由现金流(FCFF)	0.55	0.13	0.32	0.43	0.53
每股净资产	2.39	2.63	2.93	3.28	3.71
每股销售收入	3.05	2.61	3.23	3.79	4.68

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。

分析师介绍

刘 晓波，上海财经大学国际工商管理学院世界经济学硕士。2007 年入行从事行业研究，先后历经消费、周期，于 2010 年加盟光大证券，负责农业研究；后组建光大证券中小市值研究团队。现于光大证券负责农业&中小市值研究，擅长把握行业发展趋势以及重点公司研究。

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；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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。

公司经营范围：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；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。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

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 销售交易总部

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、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com	
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebscn.com	
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com	
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com	
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lixxy1@ebscn.com	
深圳	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
国际业务	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyy@ebscn.com	