

未来改善空间仍需观察

中性下调

当前价格：15.18 元

投资要点：

- 📖 毛利率仍在环比下滑
- 📖 未来改善空间仍需观察

报告摘要：

事件：

- 8月8日，公司发布半年报，1-6月共实现主营业务收入2.04亿元，同比增长23.91%，营业利润1574万元，归属于上市公司股东的净利润为1473万元，同比下降33.14%，基本每股收益为0.15元。

点评：

- **业绩低于预期。**公司业绩低于预期主要在于公司全部产品毛利率下降幅度低于预期(尽管我们已经调低公司产品毛利率水平)。毛利率大幅下降主要系原材料价格上涨幅度较大与调价滞后所至，虽然2季度天然橡胶价格相比1季度平均价格从37238元/吨下降至33172元/吨，下降了11%左右，但合成橡胶却同比从24718元/吨上升至28661元/吨，上升了16%左右。
- **耐高温带毛利率下降至26%。**耐高温带是公司盈利的主要产品，但其毛利率也从36%下降至26%的水平，主要是乙丙胶价格上涨达到63%，骨架材料EP-TNG帆布价格上涨12%所至。
- **叠层阻燃带实现小批量生产。**二季度公司叠层阻燃带实现收入79万元，毛利率为26%，叠层阻燃带仍是公司未来具有竞争力的产品之一，但其量产仍然需要等待。
- **业绩预测与投资评级。**我们认为下半年相比上半年会有所改善，但改善的空间仍需观察，预计2011-2013年公司EPS分别为0.34、0.49、0.74元/股，对应PE分别为45X、31X和21X，下调至中性的评级。

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

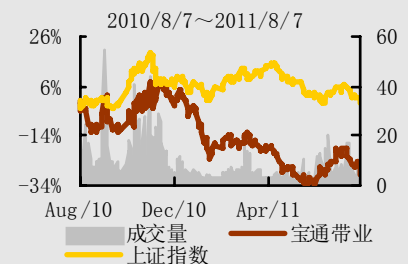
zuguangping@hysec.com

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 * 宝通带业：成本压力正逐渐消化 * 300031 * 化工行业 * 张延明》，2011.5
- 2 《宏源证券 * 季报简评 * 短期成本高压恐难消受 * 300031 * 化工行业 * 张延明》，2010.10
- 3 《宏源证券 * 公司研究 * 超募资金投向变为现实，奠定高速增长基础 * 300031 * 化工行业 * 张延明》，2010.10
- 4 《宏源证券 * 公司研究 * 产品性价比高，未来业务整包模式可期 * 300031 * 化工行业 * 张延明》，2010.10

主要经营指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	334	473	552	653
(+/-%)	20.8%	41.6%	16.6%	18.3%
净利润(百万元)	44	34	49	74
(+/-%)	-8.5%	--	43.3%	51.1%
每股收益(元)	0.44	0.34	0.49	0.74
市盈率(PE)	34.3	44.5	31.1	20.6

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	375	375	375	375	营业收入	334	473	552	653
应收款项	143	203	237	280	营业成本	256	387	436	496
存货净额	34	52	58	66	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	17	24	28	33	销售费用	10	15	17	20
流动资产合计	570	654	698	754	管理费用	20	29	33	40
固定资产	121	214	279	339	财务费用	(6)	2	7	9
无形资产及其他	3	3	3	3	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	3	3	3	3	资产减值及公允价值变动	(2)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	697	875	983	1098	营业利润	51	40	58	87
短期借款及交易性金融负债	0	126	192	246	营业外净收支	1	0	0	0
应付款项	51	78	87	98	利润总额	52	40	58	87
其他流动负债	6	8	9	11	所得税费用	8	6	9	14
流动负债合计	57	212	288	355	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	44	34	49	74
其他长期负债	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)				
长期负债合计	0	0	0	0	净利润	44	34	49	74
负债合计	57	212	288	355	资产减值准备	0	(2)	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	折旧摊销	8	9	15	21
股东权益	640	663	695	744	公允价值变动损失	2	0	0	0
负债和股东权益总计	697	875	983	1098	财务费用	(6)	2	7	9
关键财务与估值指标					营运资本变动	(67)	(57)	(34)	(43)
					其它	(0)	2	0	0
每股收益	0.44	0.34	0.49	0.74	经营活动现金流	(13)	(14)	30	51
每股红利	0.15	0.12	0.17	0.25	资本开支	(53)	(100)	(80)	(80)
每股净资产	6.40	6.63	6.95	7.44	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	6%	5%	6%	9%	投资活动现金流	(53)	(100)	(80)	(80)
ROE	7%	5%	7%	10%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	23%	18%	21%	24%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	14%	9%	12%	15%	支付股利、利息	(15)	(12)	(17)	(25)
EBITDA Margin	16%	11%	14%	18%	其它融资现金流	(10)	126	66	54
收入增长	21%	42%	17%	18%	融资活动现金流	(40)	114	50	29
净利润增长率	-9%	--	43%	51%	现金净变动	(105)	0	0	(0)
资产负债率	8%	24%	29%	32%	货币资金的期初余额	480	375	375	375
息率	1.0%	0.8%	1.1%	1.7%	货币资金的期末余额	375	375	375	375
P/E	34.3	44.5	31.1	20.6	企业自由现金流	(65)	(113)	(44)	(21)
P/B	2.4	2.3	2.2	2.0	权益自由现金流	(75)	12	17	25
EV/EBITDA	28.6	34.1	22.7	16.0					

资料来源：公司资料和宏源证券预测

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@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。