

评级：审慎推荐
化学制品
公司季报点评
证券研究报告

分析师 王皓宇 S1080510120005

联系人 景殿英 S1080110110018

电话：0755-82485036

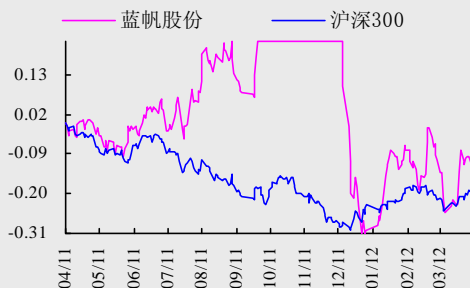
邮件：jingdianying@fcsc.cn

蓝帆股份(002382)
毛利率回升带动业绩翻倍
交易数据

| | |
|-------------|-------|
| 上一日交易日股价(元) | 16.98 |
| 总市值(百万元) | 2,038 |
| 流通股本(百万股) | 30 |
| 流通股比率(%) | 25.00 |

资产负债表摘要(03/12)

| | |
|-----------|-------|
| 股东权益(百万元) | 927 |
| 每股净资产(元) | 7.73 |
| 市净率(倍) | 2.20 |
| 资产负债率(%) | 34.49 |

公司与沪深300指数比较

相关报告
事件：

公司发布 12 年一季报，实现营业收入 2.85 亿元，同比增加 59.99%，实现净利润 1080 万元，同比增加 279.60%，实现每股收益 0.09 元。

点评：

- **毛利率回升** 公司一季度销售毛利率 11.7%，同比上升 3.61%，环比上升 2.08%，公司毛利率的回升主要是因为公司在去年进行了产品的小幅提价，而 12 年一季度原材料成本有所下降，带动公司毛利率回升。由于公司 12 年产能仍有较大增加，为消化产能公司产品进一步提价的可能性较小。
- **产能及销量同步增长** 公司近年来产能和销量均呈现出高速增长的势头，今年公司将新增产能 33 亿只，总产能达到 113 亿只，而公司的销售目标也定在了 108 亿只。12 年一季度公司销售继续保持高速增长，同比增幅达到 59.99%。
- **产业链向上游延伸，增发收购蓝帆化工** PVC 糊树脂为公司主要原材料，为解决原材料供应，公司正积极建设 6 万吨/年的糊树脂生产能力。同时公司拟通过增发收购蓝帆化工，蓝帆化工及子公司齐鲁增塑剂合计拥有工业用增塑剂生产能力 40 万吨和苯酐生产能力 6 万吨，以及在建的 15 万吨丁辛醇产能。PVC 糊树脂及增塑剂将使公司产业链向上游延伸。
- **上半年净利预计翻倍** 公司同时发布 12 年上半年业绩预告，预计上半年净利润同比增长 100-130%，对应 EPS 0.19-0.22 元。
- **给予“审慎推荐”投资评级** 不考虑公司增发收购蓝帆化工的影响，我们预计公司 12-14 年 EPS 分别为 0.39 元、0.58 元和 0.73 元，对应的动态 PE 分别为 43 倍、28 倍和 22 倍，给予“审慎推荐”投资评级。
- **风险提示** 增发收购蓝帆化工失败或延期。



盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 流动资产 | 803 | 883 | 1222 | 1519 | 营业收入 | 934 | 1215 | 1580 | 1944 |
| 现金 | 282 | 365 | 474 | 583 | 营业成本 | 838 | 1073 | 1379 | 1691 |
| 应收账款 | 236 | 257 | 365 | 450 | 营业税金及附加 | 2 | 2 | 3 | 4 |
| 其他应收款 | 6 | 11 | 15 | 16 | 营业费用 | 23 | 36 | 47 | 58 |
| 预付账款 | 99 | 95 | 140 | 174 | 管理费用 | 34 | 45 | 58 | 71 |
| 存货 | 178 | 157 | 228 | 295 | 财务费用 | 5 | 9 | 15 | 21 |
| 其他流动资产 | 2 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 508 | 530 | 541 | 549 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 373 | 397 | 413 | 423 | 营业利润 | 26 | 49 | 77 | 99 |
| 无形资产 | 43 | 53 | 53 | 53 | 营业外收入 | 9 | 5 | 5 | 5 |
| 其他非流动资产 | 91 | 80 | 75 | 73 | 营业外支出 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 1311 | 1413 | 1763 | 2068 | 利润总额 | 34 | 54 | 82 | 104 |
| 流动负债 | 389 | 445 | 725 | 942 | 所得税 | 5 | 8 | 12 | 15 |
| 短期借款 | 99 | 181 | 347 | 450 | 净利润 | 29 | 46 | 70 | 88 |
| 应付账款 | 232 | 207 | 304 | 389 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 58 | 57 | 74 | 103 | 归属母公司净利润 | 29 | 46 | 70 | 88 |
| 非流动负债 | 5 | 5 | 5 | 5 | EBITDA | 51 | 85 | 121 | 152 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.24 | 0.39 | 0.58 | 0.73 |
| 其他非流动负债 | 5 | 5 | 5 | 5 | | | | | |
| 负债合计 | 394 | 450 | 730 | 947 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 股本 | 120 | 120 | 120 | 120 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 608 | 608 | 608 | 608 | 营业收入 | 50.2% | 30.1% | 30.0% | 23.1% |
| 留存收益 | 188 | 235 | 304 | 393 | 营业利润 | -34.8% | 87.5% | 56.1% | 28.0% |
| 归属母公司股东权益 | 917 | 963 | 1033 | 1121 | 归属于母公司净利润 | -27.9% | 59.1% | 51.0% | 26.3% |
| 负债和股东权益 | 1311 | 1413 | 1763 | 2068 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | 10.2% | 11.7% | 12.7% | 13.0% |
| | | | | | 净利率(%) | 3.1% | 3.8% | 4.4% | 4.5% |
| | | | | | ROE(%) | 3.2% | 4.8% | 6.8% | 7.9% |
| | | | | | ROIC(%) | 3.5% | 6.3% | 8.5% | 10.2% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率(%) | 30.1% | 31.9% | 41.4% | 45.8% |
| | | | | | 净负债比率(%) | 25.09% | 40.13% | 47.60% | 47.48% |
| | | | | | 流动比率 | 2.06 | 1.98 | 1.68 | 1.61 |
| | | | | | 速动比率 | 1.61 | 1.63 | 1.37 | 1.30 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.80 | 0.89 | 0.99 | 1.01 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 5.03 | 4.88 | 5.40 | 4.88 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.24 | 0.39 | 0.58 | 0.73 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | -0.55 | 0.50 | -0.02 | 0.57 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 7.64 | 8.03 | 8.61 | 9.34 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 68.13 | 42.81 | 28.36 | 22.46 |
| | | | | | P/B | 2.16 | 2.06 | 1.92 | 1.77 |
| | | | | | EV/EBITDA | 35 | 21 | 15 | 12 |

数据来源: 第一创业研究所、公司公告

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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,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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

| 评级类别 | 具体评级 | 评级定义 |
|--------|------|-----------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上 |
| | 审慎推荐 | 预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间 |
| | 中性 | 预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间 |
| | 回避 | 预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上 |
| 行业投资评级 | 推荐 | 行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数 |
| | 中性 | 行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数 |
| | 回避 | 行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数 |

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135