

# 依赖成本下降的增长不可持续

## 中性维持

### 投资要点:

- 📖 业绩符合预期
- 📖 业绩增长主要源于橡胶价格的回落
- 📖 公司在产业链中的位置及增长的不可持续性, 20X 估值合理

### 事件:

16日公司发布半年报, 公司实现营业收入 24879.09 万元, 比上年同期增长 22.03%; 营业利润 4533.69 万元, 比上年同期增长 188.12%; 净利润 3880.09 万元, 比上年同期增长 163.46%, 实现基本每股收益 0.26 元。

### 点评:

- **业绩符合预期。**公司的业绩符合我们的预期, 我们认为全年的业绩约为 0.53 元左右, 19X 市盈率是合理估值。
- **业绩增长主要来自源橡胶价格的回落。**公司收入增长仅为 22%, 而营业利润和净利润同比增长分别达到了 188% 和 163%, 主要原因是由于橡胶价格回落快于传输带的回落, 各品种毛利率明显提升, 比如耐高温带的毛利率由去年的 26% 提升至 36%, 聚酯带也由 15% 提升至 27%, 如此看来, 公司的周期属性非常明显。
- **对公司的看法。**目前在周期性行业低迷的情况下, 由于上游价格回落带来的收益并不够成公司业绩持续增长的核心动力, 给予 20X 估值是合理的, 而且公司在产业链中并没有明显的定价权, 受上下游挤压, 故此类股票的成长无法获得高估值。
- **业绩预测与投资建议。**我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.53、0.58、50 元/股, 对应估值为 19X、17X、20X。公司所处产业链的位置以及业绩成长的不可持续性, 我们认为目前估值合理, 给予公司中性的投资评级。

主要经营指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	445	506	579	663
(+/-%)	33.0%	13.7%	14.4%	14.5%
净利润(百万元)	36	79	86	75
(+/-%)	-18.3%	118.5%	9.3%	--
每股收益(元)	0.24	0.53	0.58	0.50
市盈率(PE)	40.9	18.7	17.1	19.8

### 化工研究组

#### 分析师:

张延明 (S1180510120009)

电话: 01088085975

Email: zhangyanming@hysec.com

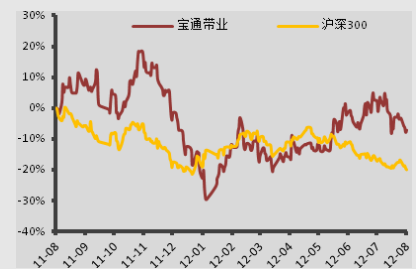
#### 联系人:

祖广平

电话: 01088085610

Email: zuguangping@hysec.com

### 市场表现



### 股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20120630	6347	
20120331	4157	
20111231	5198	

数据来源: 港澳资讯

### 机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通 A 股比		
持股家数及进出情况		

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: 高增长后估值依然合理 \* 300031 \* 化工行业 \* 张延明》, 2011.11
- 2 《宏源证券 \* 中报简评 \* 宝通带业:

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	262	262	262	262	营业收入	445	506	579	663
应收款项	226	257	295	337	营业成本	362	360	412	498
存货净额	52	50	57	68	营业税金及附加	1	1	1	1
其他流动资产	34	39	45	51	销售费用	14	21	24	27
流动资产合计	575	609	658	719	管理费用	27	29	33	38
固定资产	206	295	471	518	财务费用	(6)	0	5	8
无形资产及其他	4	4	3	3	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	(4)	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	787	910	1135	1243	营业利润	43	95	104	90
短期借款及交易性金融负债	0	47	172	180	营业外净收支	1	0	0	0
应付款项	99	96	109	130	利润总额	44	95	104	90
其他流动负债	12	12	14	17	所得税费用	7	16	18	15
流动负债合计	111	156	295	327	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	36	79	86	75
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)				
负债合计	111	156	295	327	净利润	36	79	86	75
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	3	(4)	0	0
股东权益	676	755	841	915	折旧摊销	9	16	24	33
负债和股东权益总计	787	910	1135	1243	公允价值变动损失	4	0	0	0
					财务费用	(6)	0	5	8
关键财务与估值指标					营运资本变动	(60)	(41)	(35)	(36)
每股收益	0.24	0.53	0.58	0.50	其它	(3)	4	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(11)	53	75	72
每股净资产	4.51	5.03	5.61	6.10	资本开支	(93)	(100)	(200)	(80)
ROIC	5%	11%	10%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	5%	10%	10%	8%	投资活动现金流	(93)	(100)	(200)	(80)
毛利率	19%	29%	29%	25%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	19%	19%	15%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	11%	22%	23%	20%	支付股利、利息	(0)	(0)	(0)	(0)
收入增长	33%	14%	14%	15%	其它融资现金流	(9)	47	125	8
净利润增长率	-18%	119%	9%	--	融资活动现金流	(9)	47	125	8
资产负债率	14%	17%	26%	26%	现金净变动	(113)	0	0	0
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	375	262	262	262
P/E	40.9	18.7	17.1	19.8	货币资金的期末余额	262	262	262	262
P/B	2.2	2.0	1.8	1.6	企业自由现金流	(103)	(47)	(121)	(2)
EV/EBITDA	31.9	14.7	13.4	13.8	权益自由现金流	(112)	0	0	0

资料来源: 公司资料和宏源证券预测

**机构销售团队**

华北 区域	<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>李倩</b> 010-88083561 liqian@hysec.com	<b>王燕妮</b> 010-88085993 wangyanni@hysec.com	<b>张瑶</b> 010-88013560 zhangyao@hysec.com	
	<b>张璐</b> 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	<b>赵佳</b> 010-88085291 zhaojia@hysec.com	<b>奚曦</b> 021-51782067 xixi@hysec.com	<b>孙利群</b> 010-88085756 sunliqun@hysec.com	<b>李岚</b> 02151782236 lilan@hysec.com
华东 区域	<b>夏苏云</b> 13631505872 xiasuyun@hysec.com	<b>贾浩森</b> 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	<b>罗云</b> 010-88085760 luoyun@hysec.com	<b>赵越</b> 18930809316 zhaoyue@hysec.com	<b>孙婉莹</b> 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
	<b>覃汉</b> 010-88085842 qinhan@hysec.com	<b>胡玉峰</b> 010-88085843 huyufeng@hysec.com			
华南 区域					
QFII					

**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。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。