

研发费用拖累业绩，灯用改性塑料长期看好

——银禧科技（300221）三季度财报点评

2012 年 10 月 29 日

强烈推荐/维持

银禧科技

财报点评

范劲松

基础化工行业分析师

执业证书编号：S1480512060002

fanjs@dxzq.net.cn

010-66554033

事件：

公司公布 2012 年三季度财报，2012 前三季度实现营业收入 6.62 亿元，同比+14.98%；归属于上市公司股东的净利润 3440 万元，同比-12.02%，对应 EPS0.17 元；三季度单季度营业收入 2.23 亿，同比+6.54%，净利润 696 万元，同比-32.62%，对应 EPS0.03 元。

公司三季报符合业绩预告，但低于我们的预期。

公司分季度财务指标

指标	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3
营业收入（百万元）	203.64	209.22	224.34	189.85	249.21	222.90
增长率（%）	14.17%	40.04%	18.15%	16.58%	22.38%	6.54%
毛利率（%）	18.19%	15.93%	15.92%	19.45%	16.25%	14.89%
期间费用率（%）	8.74%	9.35%	10.14%	10.92%	9.42%	11.72%
营业利润率（%）	8.51%	5.92%	4.94%	9.03%	5.66%	3.73%
净利润（百万元）	16.82	11.91	14.53	14.10	13.34	6.96
增长率（%）	26.77%	8.95%	-27.93%	-11.90%	-20.67%	-41.58%
每股盈利（季度，元）	0.144	0.103	0.131	0.141	0.067	0.035
资产负债率（%）	25.67%	28.42%	28.74%	30.11%	26.08%	24.08%
净资产收益率（%）	2.47%	1.72%	2.15%	2.06%	1.97%	1.02%
总资产收益率（%）	1.84%	1.23%	1.54%	1.44%	1.46%	0.77%

积极因素：

- **募投产能释放顺利。**公司是非电力电缆用改性PVC的龙头，近年逐渐介入改性工程塑料领域。在今年原油价格同比回落的背景下，公司营业收入仍然实现了约15%的正增长，说明公司募投项目投放较为顺利，产量增长迅速。

- **研发费用大增，未来潜力巨大。**公司前三季度管理费用同比大幅增长48.08%，绝对金额约1500万元，占前三季度净利润的44%，其中主要以研发费用支出为主。公司加大了在节能灯用改性塑料和LED灯用改性塑料方面的研发投入。技术和配方是改性塑料行业的核心竞争力，公司在产量稳定增长的背景下大幅增加研发支出，为未来盈利能力的提升奠定了良好的基础。
- **灯用改性塑料成长空间巨大，有望复制金发科技的成长路径。**公司近年加大了在灯用改性塑料方面的投入。灯用改性塑料主要是节能灯用改性塑料和LED灯用改性塑料。随着全球范围内淘汰白炽灯的加速，节能灯和LED灯将逐渐占据主流。随着电价的不不断提升（本质是能源资源价格的提升），LED技术的进步带来的成本下降，未来LED灯一定是世界的主流，其间节能灯将作为白炽灯向LED灯的一个过渡产品。公司在LED灯用改性塑料的研发和推广均处于世界前列，当年金发科技的成长主要是依赖了国内家电和汽车行业的两波巨大发展，如果未来LED成功替代现有照明源，公司则有望复制金发科技的成长路径，实现本质的突破。

消极因素：

- 宏观经济基本面依然较差。

业务展望：

公司凭借强大的技术、管理和营销能力未来将保持在细分的非电力电缆用改性PVC行业的龙头位置，目前仅10%的市场份额有望大幅提升。未来灯用改性塑料有巨大的发展空间，尤其是LED灯用改性塑料有望成为爆发式增长的新利润点。公司将不断加强营销队伍的建设，努力拓展新的市场，确保主营业务平稳健康的增长态势。加大研发投入，加强创新，通过新品种、新工艺保持在同行业的技术优势，改进生产工艺，努力降低生产成本，确保公司竞争优势。

盈利预测：

预计 12-14 年 EPS 分别为 0.25、0.33 和 0.43 元。

投资建议：

目前股价对应12-14年PE分别为27、20和16倍。预计公司未来两年至少保持30%的年均复合增长率，目前市场环境下给予2013年25倍市盈率，目标价8.25元，维持公司“强烈推荐”评级。

分析师简介

范劲松

清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料和精细化工（部分）等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究非常深入。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。