

规模持续扩张，产业链日益完善

增持 维持

投资要点:

- 公司以 PVC 糊树脂、DINP 增塑剂为原料，目前成本处历史较低水平；
- 今年公司手套产能扩大到 140 亿支，预计未来产能继续扩张；
- 上游 6 万吨糊树脂项目年中完工，公司产业链向上拓展。

报告摘要:

- 两种主要原料价格维持低位，利于成本下降。**公司生产 PVC 手套的主要原材料是 PVC 糊树脂、DINP 增塑剂等，原料成本占公司主营业务成本比重达 60%。去年以来，PVC 糊树脂、DINP 增塑剂产品价格维持低位且呈现逐步下降走势，有利于公司成本下降。
- 今年手套产能扩张到 140 亿支。**去年全年公司共销售 PVC 手套 112.94 亿支，比 2011 年同期增长 52.60%。目前公司还有 26 条手套生产线在建，预计今年中期可以完工，届时公司手套总产能将达到 140 亿支。该项目完工后，公司可能继续视市场情况扩张产能。
- 食品领域手套市场迅速拓展。**2012 年公司超过 80% 的营业收入来自欧美地区销售。除了医疗领域外，非医疗领域客户也出现了快速增长，如美国麦当劳等。随着公司产能扩张，非医疗领域业务将进一步扩大。
- 预计 6 万吨糊树脂项目今年中期完工，产业链不断延伸。**去年 4 月份公司开始投建 6 万吨特种糊树脂项目，预计今年 7 月份可投产。该项目为公司产业链向上游延伸的重要一步，原料自给能力大大增加。公司也有计划继续产业链资源的整合，同时向其他医疗领域拓展。
- 人民币升值对业绩有影响。**公司产品 95% 以上出口，主要面向欧美市场，以美元结算。人民币升值，公司进口料件的成本会相应下降；另外也会降低公司产品的人民币折算价。去年公司汇兑损失 67.7 万元。
- 盈利预测。**预计公司 2012-2015 年 EPS 分别为 0.30 元、0.38 元、0.50 元，给予“增持”评级。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	933.65	1333.38	1490.00	1816.50	2349.00
增长率 (%)	50.22%	42.81%	11.75%	21.91%	29.31%
归母净利润(百万)	29.06	51.20	71.01	90.62	119.96
增长率 (%)	-27.95%	76.17%	38.70%	27.62%	32.37%
每股收益	0.121	0.213	0.296	0.378	0.500
市盈率	94.97	53.91	38.87	30.46	23.01

石油化工研究组

分析师:

祖广平(S1180510120011)

电话: 010-88085610

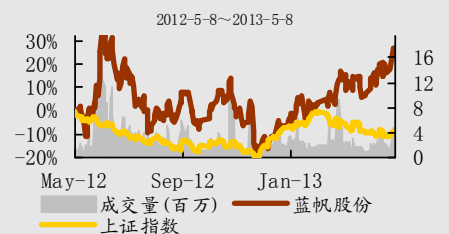
Email: zuguangping@hysec.com

柴沁虎(S1180512040001)

电话: 010-88013563

Email: chaiqinhu@hysec.com

市场表现



相关研究

今年磷肥出口压力加大

2013-5-6

彩虹精化: 整改效果明显, 业绩大幅回升

2013-5-1

传化股份: 季报业绩略有下滑

2013-4-25

水溶性肥料新标准 6 月实施

2013-4-22

天科股份: 盈利能力逐季提升, 经营形势向好

2013-4-21

三友化工: 16 万吨粘胶投产, 有助业绩提升

2013-4-18

安诺其: 去年业绩下滑, 今年迎来拐点

2013-4-16

蓝帆股份: 成本下降、销量提升带动业绩增长

2013-4-16

表 1: 预测财务报表 (百万元)

利润表	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2013E	2014E	2015E
营业收入	1490.00	1816.50	2349.00	货币资金	46.01	56.26	123.25
减: 营业成本	1275.33	1555.57	2007.99	应收和预付款项	415.23	416.26	658.55
营业税金及附加	4.05	4.94	6.39	存货	103.25	317.78	225.70
营业费用	40.81	49.75	64.34	其他流动资产	0.00	0.00	0.00
管理费用	80.23	97.81	126.48	长期股权投资	0.00	0.00	0.00
财务费用	9.00	4.77	5.63	投资性房地产	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	2.74	2.74	2.74	固定资产和在建工程	563.89	577.69	581.48
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	142.94	128.13	113.31
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	138.26	133.82	133.82
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	资产总计	1409.58	1629.94	1836.12
营业利润	77.84	100.92	135.43	短期借款	0.00	0.00	0.00
加: 其他非经营损益	5.70	5.70	5.70	应付和预收款项	383.26	533.17	646.09
利润总额	83.54	106.62	141.13	长期借款	0.00	0.00	0.00
减: 所得税	12.53	15.99	21.17	其他负债	9.27	9.27	9.27
净利润	71.01	90.62	119.96	负债合计	392.54	542.44	655.36
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	股本	240.00	240.00	240.00
归属母公司股东净利润	71.01	90.62	119.96	资本公积	488.42	488.42	488.42
现金流量表	2013E	2014E	2015E	留存收益	288.62	359.07	452.33
经营性现金净流量	168.83	124.43	186.83	归属母公司股东权益	1017.04	1087.49	1180.75
投资性现金净流量	-95.16	-95.16	-95.16	少数股东权益	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-318.97	-19.02	-24.68	股东权益合计	1017.04	1087.49	1180.75
现金流量净额	-245.30	10.25	66.99	负债和股东权益合计	1409.58	1629.94	1836.12

资料来源: 宏源证券, 公司公告

作者简介:

祖广平: 宏源证券研究所石油化工行业高级研究员, 上海交通大学大学化学工程与工艺学士; 金融学硕士。

主要覆盖领域: 化工新材料, 民爆, 涂料, 染料, 日化及部分农化。

机构销售团队

区域	姓名	电话	电话	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@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。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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。