



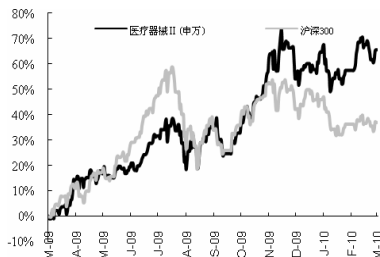
医疗保健
Healthcare

2010年3月19日

发行概况

发行价格(元):
发行股数(万股): 2000
发行日期: 2010/3/24
发行方式: 网下发行+网上申购
主承销商: 国元证券
行业: 医疗用品

行业一年期收益率比较



魏芳 胡骥(协助)
+86 755 83025665
huji@jyzq.cn

执业证书编号

魏芳: S0370207120041

胡骥: S0370110030028

蓝帆股份(002382)

——快速成长的医疗级PVC手套制造商

建议申购价格: 27.72-31.68

赢利预测	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	478	623	736	906
主营收入增长率%	-7.5%	30.4%	18.2%	23.1%
净利润(百万元)	60	79	93	115
净利润增长率%	-2.55	31.8%	18.2%	23.35
每股收益(元)	0.75	0.99	1.17	1.44

资料来源: 金元证券研究所

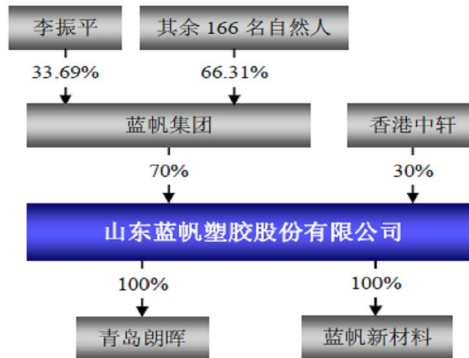
投资要点:

- PVC手套需求稳定增长, 2002-2008年的年复合增长率为10.58%。预计主要市场的潜在需求量为904.16亿支/年, 而未来国内市场以及食品等领域仍然存在百亿支级别的市场空间, 同时PVC手套有替代乳胶手套的趋势。中国凭借上游产业支持和技术优势在未来较长时间将作为世界PVC手套生产基地。
- 蓝帆股份是全球医疗级PVC手套前三甲, 09年公司实现销售收入4.78亿元, 净利润5985万元。公司定位高端市场, 通过“高端化、差异化”的竞争策略, 产品医疗级品率超过90%, 超过其他竞争对手。目前公司医疗级产品供不应求, 利润水平相对较高。
- 公司拥有技术优势、规模优势和区位优势和客户管理优势。公司在配方、工艺流程、生产控制等方面优势明显。
- 募投项目解决公司产能瓶颈, 并进一步增强公司竞争力。公司近年来开工率始终维持高位, 21亿支/年生产线完全达产后, 公司产能将达54亿支, 规模优势明显。而技改项目和研发中心建设项目将提升公司技术实力, 提高毛利水平, 凸现竞争优势。
- 主要风险: 汇率变动影响公司盈利; 原材料价格变动的风险。
- 投资建议: 我们认为公司未来增长确定性高, 而公司在食品加工等行业及国内市场的开拓使得业绩存在超预期可能, 我们认为10年市盈率在35~40倍之间较为合理, 合理估值为34.65~39.60元。建议申购价格区间为27.72~31.68元。

公司及行业简介

蓝帆股份主要从事一次性 PVC 手套的研发、生产和销售，目前 PVC 手套的产能是 41 亿支/年。公司从发展初期就准确把握行业的发展趋势，确定了“高端化、差异化”的竞争策略，战略定位于医疗级手套的生产，目前公司产品医疗级品率已达 90%以上，居于行业前列。

图 1 股权结构图



资料来源：招股说明书，金元证券

一次性手套按材质划分主要有乳胶手套、丁腈手套、PVC 手套和 PE 手套等。

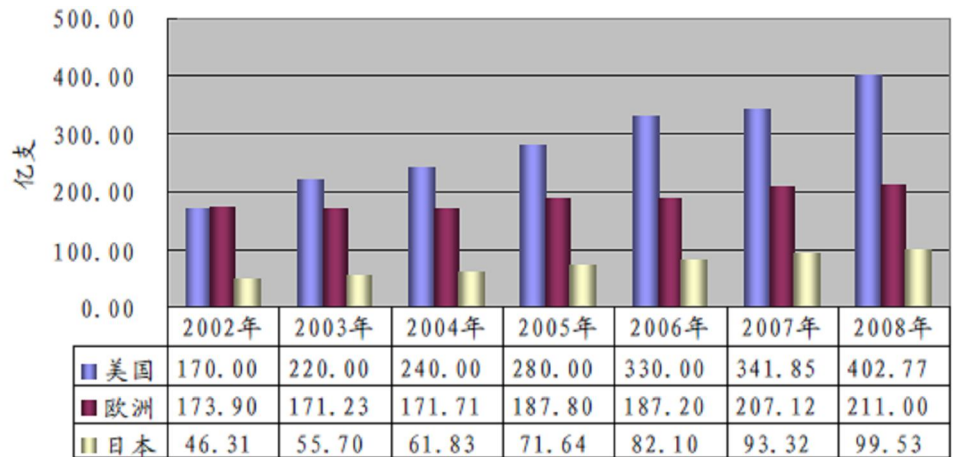
图 2 一次性手套主要种类



资料来源：招股说明书，金元证券

一次性手套的市场主要是在美国、欧洲、日本等国家和地区，其中美国占 50% 的市场份额，欧洲占 25% 的市场份额，日本占 14% 的市场份额，其他国家占 11% 市场份额。

图 3 一次性手套三个主要市场的需求量



资料来源：招股说明书，金元证券

按 2007 年的销售额计算，在一次性手套市场中，乳胶手套约占 60%，PVC 手套约占 30%，丁腈手套约占 10%。这三种手套的生产区域较为集中，PVC 手套生产企业绝大部分在中国；乳胶手套和丁腈手套的生产企业大部分集中在马来西亚、泰国和印度尼西亚。PVC 手套主要用于手部的隔离，以防止使用者被触摸对象的污物污染或被其携带的病菌感染，同时也防止使用者手部的皮肤分泌物或携带的杂质和细菌污染被触摸对象。

表 1 三种一次性手套比较

手套品种	主要应用领域	优点	缺点	未来发展趋势	生产地
乳胶手套	医疗手术	弹性及贴附性强；价格适中	天然乳胶蛋白可能导致人体皮肤过敏；橡胶属于农业产品，产品价格波动性大，并且原料质量的稳定性不可靠	市场份额逐步下降	马来西亚、泰国和印度尼西亚等东南亚国家
丁腈手套	医疗手术、实验室	弹性好，与乳胶手套相当；原料供应和质量更稳定	产品价格偏高；目前生产工艺中需添加促进剂，仍然可能导致人体皮肤过敏	市场份额平稳	与乳胶手套生产基地相同
PVC 手套	除医疗手术外的所有领域	不会引起过敏，穿戴容易，透气性好，手感舒适，耐酸碱，隔离效果好，抗静电，价格便宜	普通的 PVC 手套在弹性上不如乳胶手套和丁腈手套，暂时无法应用于手术	市场份额快速上升	以中国大陆为主

资料来源：招股说明书，金元证券

一次性 PVC 手套（以下简称 PVC 手套）是以 PVC 糊树脂、增塑剂为主要原料，以 Ca-Zn 稳定剂等助剂为辅助材料，采用浸渍工艺塑化成型的一次性使用防护手套。

图 4 PVC 手套主要应用



资料来源：招股说明书，金元证券

PVC 手套广泛应用于医疗检查、医疗护理、实验室、电子产品加工、食品加工、快餐服务等领域。PVC 手套按照其应用领域以及使用者的不同要求可以分为多类，从品质等级上分为医疗级手套和非医疗级手套；从种类上分为有粉手套（工艺中在手套的表面附有少量玉米淀粉，以保持手套的爽滑性）和无粉手套（采用水性聚氨酯涂饰剂保持手套的爽滑性）；从型号上可以分为 XS 号、S 号、M 号、L 号、XL 号、XXL 号；从厚度上分为 3mil、4mil、5mil、6mil 等。

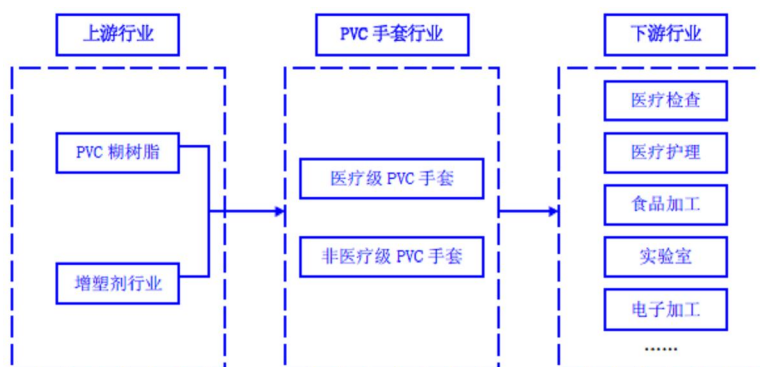
医疗级市场：医疗级手套往往是目标市场国家通过立法要求必须使用的，需求具有一定程度的刚性。该市场的准入要求比较高，目前只有极少数企业能持续稳定地生产医疗级 PVC 手套。该市场目前呈供不应求的态势，利润水平相对较高。

非医疗级市场：由于准入门槛低，众多企业在该市场无序竞争，利润水平较低。

PVC 手套与上游行业的关联性。PVC 手套生产行业所需的主要原材料为 PVC 糊树脂、增塑剂、Ca-Zn 稳定剂等。PVC 糊树脂、增塑剂、Ca-Zn 稳定剂等产品在市场上供给充足。

PVC 手套与下游行业的关联性。PVC 手套可用于医疗检查、医疗护理、食品加工、实验室、电子加工等领域，这些领域的需求将直接决定着本行业的发展。目前，各主要 PVC 手套进口国均制定了相关的法律法规，要求相关领域的从业者必须使用 PVC 手套，通过穿戴手套隔离细菌和污染来保护人身的安全、健康及产品安全、卫生、洁净，这都将促进 PVC 手套行业的快速发展。

图 5 PVC 手套上下游关联



资料来源：招股说明书，金元证券

公司竞争优势

目前国内能够高比率持续稳定生产医疗级 PVC 手套的企业有：蓝帆股份、石家庄鸿锐集团和徐州富山医疗制品有限公司等。公司产能规模稳定在前三。

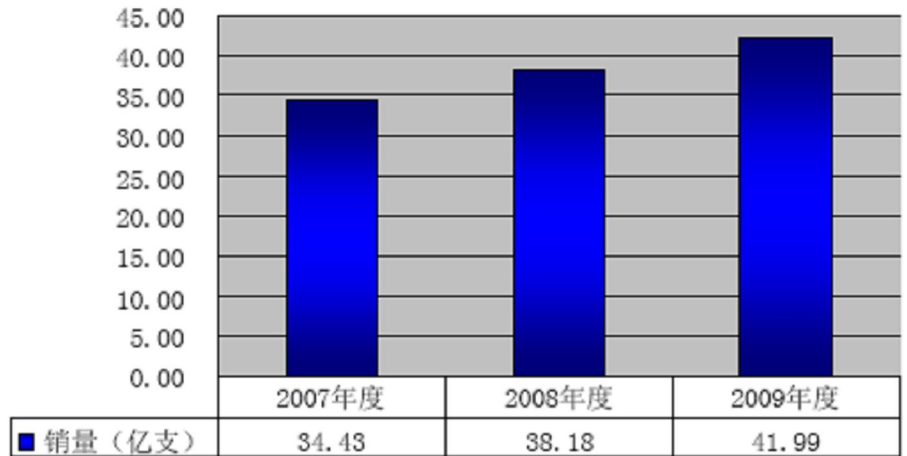
作为全球最主要的医疗级 PVC 手套生产企业之一，本公司在行业中具备较强的竞争力，近三年公司接受的海外客户定单量持续增长。

表 2 PVC 手套主要市场竞争者

序号	企业名称	生产线 (条)	平均车速 (支/分)	实际产能 (亿支/年)	市场占有率(%)
1	石家庄鸿锐集团	78	95	73	17.85
2	淄博蓝帆塑胶制品有限公司	33	110	35.8	8.75
3	石家庄万力塑胶制品有限公司	36	100	35	8.56
4	唐山中红食品有限公司	34	100	33	8.07
5	张家港鼎级手套有限公司	28	100	27	6.60
6	上海佳泰塑胶有限公司 [1]	24	100	23.7	5.79
7	广东河源嘉太有限公司	28	95	20	4.89
8	台安（井陘）塑料制品有限公司	14	95	13.1	3.20
9	淄博庄园有限公司	12	110	13	3.18
10	上海佳展塑胶制品有限公司	12	110	13	3.18
11	沃林高新技术产业有限公司	12	100	11.8	2.89
12	上海金腾山塑胶企业有限公司	18	95	9.9	2.42
13	上海金山塑胶企业有限公司	12	95	9.5	2.32
14	石家庄九洋塑料制品有限公司	8	95	7.5	1.83
15	石家庄博仁塑料制品有限公司	4	95	3.7	0.90
16	其他工厂合计 [2]	194	105	76	19.56
合计		547	100	405	100.00

资料来源：招股说明书，金元证券

图 6 近三年销量



资料来源：招股说明书，金元证券

高医疗级品率衡量PVC手套生产企业核心竞争力的综合指标是产品的医疗级品率。医疗级手套市场具有准入要求高、利润水平高的特点。PVC手套生产企业首先要通过目标市场所在国家的准入资质认证，才能在目标市场销售；其次要通过相关分销商的产品认可，才能成为其供货商。本公司战略定位于高端一次性PVC手套（医疗级手套）的生产，目前已获得主要目标市场的准入资质认证，如美国510K认证、美国NSF食品体系认证、加拿大CMDCAS认证、欧盟CE认证等，产品质量达到并超过FDA和ASTM标准，通过了Mckesson、MEDLINE、TP、麦当劳等知名企业的产品认可。

目前本公司产品的医疗级品率已超过90%，远高于行业平均水平。公司是能够高比例持续稳定生产医疗级手套的极少数企业之一。公司是国家级化学专业经济开发区—齐鲁化学工业区的首家入区企业，毗邻国家大型石化企业—齐鲁石化公司，石油化工产业配套设施齐全，产业链比较完备，所需的生产助剂采购方便。

公司在客户管理上相比竞争对手有明显优势。目前，公司产品销往包括美国、欧洲、日本、加拿大在内的全球45个国家和地区，是全世界最大的医疗器械经销商Mckesson公司的主力供应商。公司主要客户包括Mckesson、MEDLINE、Thermofina、Prime Source等国际知名经销商。

公司具有规模优势。近年来，人民币持续升值、出口退税率下调等影响因素对以产品出口为本行业企业形成了较大冲击。在此背景下，行业优胜劣汰的力度将进一步加大，行业集中度将进一步提高，有利于行业龙头企业巩固竞争优势地位，行业利润水平也将逐步提升。

公司财务分析

盈利能力分析

公司在过去几年营收和利润保持稳定增长。09年由于金融危机和价格下降的影响收入有小幅下降，但同期原材料的下降使毛利率大幅提升，利润保持稳定。公司产能稳定，产品质量水平高，拥有一定的议价能力和成本转嫁能力。

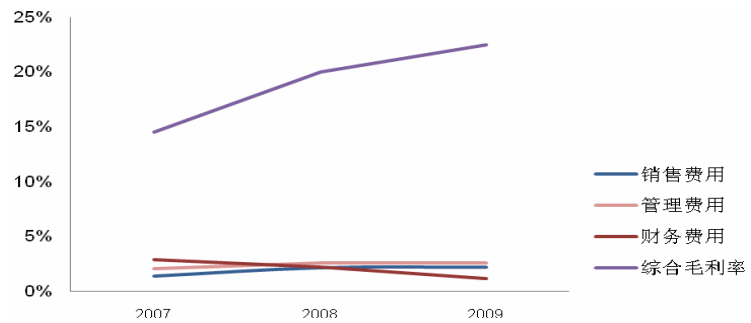
公司费用控制能力较强，近三年三项费用率保持稳定且控制在较低的水平。

图 7 近三年营收和利润



资料来源: 招股说明书, 金元证券

图 8 近三年毛利率及三项费用率



资料来源: 招股说明书, 金元证券

偿债能力分析

近三年末,公司(母公司)的资产负债率分别为 45.92%、51.57%和 62.61%,处于较高的水平。

运营能力分析

公司运营能力较好，应收账款周转较快，质量较高。、存货结构合理，周转较快。

表 3 公司运营能力

财务指标	2009年度	2008年度	2007年度
应收账款周转率（次/年）	6.46	7.44	6.25
应收账款周转天数（天/次）	56	48	57
存货周转率（次/年）	9.49	9.51	8.31
存货周转天数（天/次）	38	38	43

资料来源：招股说明书，金元证券

现金流量分析

由于公司近年业务发展迅速，效益良好，特别是2008年和2009年自有资金积累较快。同时，公司凭借良好的信誉，筹资渠道畅通，现金流量整体情况良好。

表 4 现金流量情况（单位：万元）

项 目	2009年度	2008年度	2007年度
经营活动产生的现金流量净额	6,204.74	7,591.39	1,607.79
投资活动产生的现金流量净额	-2,399.28	-3,872.27	-1,971.09
筹资活动产生的现金流量净额	-36.10	938.87	-3,996.38
汇率变动对现金及现金等价物的影响	-18.06	-109.79	-66.51
现金及现金等价物净增加额	3,751.29	4,548.20	-4,426.19

资料来源：招股说明书，金元证券

募投项目

表 5 募投项目

编号	项目名称	总投资 (万元)	预计募集 资金使用 量(万元)	募集资金使用计划(万元)		
				第一年	第二年	第三年
1	年产 21 亿支 PVC 手套装置项目	13,691	13,691	10,360	2,798	533
2	年产 33 亿支 PVC 手套装置技术改造项目	4,634	4,634	4,590	44	0
3	研发中心建设	1,677	1,677	1,677	0	0
合计		20,002	20,002	16,627	2,842	533

资料来源：招股说明书，金元证券

公司拟通过本次发行上市募集资金进行“年产 21 亿支 PVC 手套装置”、“年产 33 亿支 PVC 手套装置技术改造”和“研发中心建设”等三个项目的建设，项目总投资概算为 20,002 万元。

根据招股说明书，年产 21 亿支 PVC 手套项目正常年实现销售收入为

24,995.25 万元。净利润为 2793.43 万元。年产 33 亿支 PVC 手套技改项目总投资 4634 万元，达产后实现收益 1727.40 万元，净利润 924.93 万元。

估值及投资建议

我们认为公司未来增长稳定且确定性高，而公司在食品行业及国内市场的开拓也使得业绩存在超预期可能。我们认为 10 年市盈率在 35 到 40 倍之间较为合理，合理估值为 34.65-39.60 元。建议申购价格区间为 27.72-31.68 元。

表 6 盈利预测

赢利预测	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	478	623	736	906
主营收入增长率%	-7.5%	30.4%	18.2%	23.1%
净利润（百万元）	60	79	93	115
净利润增长率%	-2.55	31.8%	18.2%	23.35
每股收益（元）	0.75	0.99	1.17	1.44

资料来源：金元证券研究所

主要潜在风险

汇率变动影响公司盈利

公司产品 95%以上出口，主要出口市场为美国、欧洲、日本、加拿大等国家和地区，美元是本公司的主要结算货币。2005 年 7 月至 2009 年 12 月 31 日，人民币对美元累计升值幅度达 17.50%。人民币对美元升值，一方面公司进口料件的成本会相应下降；另一方面将会降低公司产品的人民币折算价，从而影响公司的营业收入和产品的毛利率水平。

原材料价格变动的风险

公司主要的原材料是 PVC 糊树脂、DINP 增塑剂等。2009 年度、2008 年度和 2007 年度，PVC 糊树脂占营业成本的比重分别为 25.38%、26.49%、29.81%，DINP 增塑剂占营业成本的比重分别为 23.53%、27.82%和 29.15%。原材料价格变动对公司成本影响较大。

金元证券股票投资评级标准:**增持: 股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上;****中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%-10%;****减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上。**

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.