

日期: 2010年3月19日

行业: 塑料制品行业

医疗级 PVC 手套国内前三强



陈志斌
021-53519888 × 1971
chenzhbin@sigchina.com

IPO 报价区间 RMB 26.78-31.24 元
上市合理定价 RMB 33.48-39.06 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	20.00
发行后总股本 (百万股)	80.00
发行数量占发行后总股本	25.00%
发行方式	网下询价配售 20% 网上定价发行 80%
保荐机构	国元证券有限责任公司

IPO 前后的指标对比

09 年每股收益/发行后摊薄(元)	1.00/0.75
09 年每股净资产/发行后每股净资产	3.39/10.35

主要股东 (IPO 前)

蓝帆集团	70.00%
香港中轩	30.00%

收入结构 (2009)

PVC 手套	100%
--------	------

报告编号: CZB-NS07

■ 投资要点:

● 医疗级 PVC 手套国内三强

PVC 手套按品质等级可分为医疗级和非医疗级。医疗级 PVC 手套,是指满足目标市场相关医疗级准入标准的产品。医疗级 PVC 手套是一次性 PVC 手套的高端产品,其售价和利润水平均大大高于非医疗级手套。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:蓝帆公司、石家庄鸿锐集团和上海金山塑胶企业有限公司等

● IPO 募集项目

公司拟募集资金进行“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。

业绩可持续高速增长

按照招股说明书,募投项目 2011 年即可建成投产。我们初步预计 2010-2012 年归属于母公司净利润增速分别为 19.42%、14.84% 和 14.33%,相应稀释后每股收益为 0.93 元、1.09 元和 1.27 元。

● 定价结论

我们认为,随着募投项目的逐步投产达产,公司从 2011 年开始将保持快速增长势头,可按照 10 年 36-42 倍市盈率给公司估值,公司合理股价区间为 33.48-39.06 元。给予一二级 20% 的折扣率后,建议询价区间为 26.78-31.24 元。我们以公司发行价区间的上限 31.24 元为基础,测算出发行后公司每股净资产为 10.35 元。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	516.65	477.70	516.06	606.00
年增长率 (%)	27.56%	-7.54%	8.03%	17.43%
归属于母公司的净利润	61.36	59.85	74.27	87.22
年增长率 (%)	98.77%	-2.46%	19.42%	14.84%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.77	0.75	0.93	1.09

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

● 发行人的行业分类及在行业中的地位

公司属于一次性手套制造行业。根据中国证监会2001年颁布的《上市公司分类指引》，公司属于“C76塑料制造业”

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。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手套按品质等级可分为医疗级和非医疗级。医疗级PVC手套，是指满足目标市场相关医疗级准入标准的产品。医疗级PVC手套是一次性PVC手套的高端产品，其售价和利润水平均大大高于非医疗级手套。如果一个企业生产的产品中医疗级品率较同业高，那么该企业在竞争中就占有相当的优势。

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：本公司、石家庄鸿锐集团和上海金山塑胶企业有限公司等。

表 1 国内 PVC 主要生产企业

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	6.6
6	上海佳泰塑胶有限公司	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	3.2
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	0.9
16	其他工厂合计	194	105	76	19.56
	合计	547	100	405	100

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 行业成长前景

从消费数量上看, 2002年-2008年, 美国市场PVC手套需求量从170亿支迅速递增至402.77亿支, 年复合增长15.46%; 欧洲市场需求较为平稳, 仅从173.90亿支增加到211.00亿支, 但仍保持较高的需求量; 日本市场则从46.31亿支增加到99.53亿支, 年复合增长13.60%。由于美国需求的急剧扩张, 使得美国超过欧洲成为全球最大的PVC手套消费市场。

据中国卫生部及中国医药报统计数据, 全国医疗机构(包括医院、急救中心、卫生院、疗养院及各类专科医院等)总数29.98万个, 卫生从业人员总数达562万人。据中国乳胶协会统计数据表明, 2005年国内的医用手套(包括手术、检查手套等)消耗量已达2亿支/月, 其中手术用手套为0.2亿支/月, 由于PVC手套可以被广泛应用于除内科手术以外的其他所有医护领域, 因此仅本领域PVC手套的潜在需求量可达21.6亿支/年。

● 产业竞争结构与优势

核心竞争力: 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。

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。

区位优势

化工产业集群优势: 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。区域内拥有众多的化工专业科研机构, 能够及时掌握石油化工领域的最新科研成果, 充分共享化工区丰富的产业信息。化工区聚集了大量的化工专业技术人才, 为公司提供了丰富的人才储备。

丰富的手模资源: 陶瓷手套模具, 是PVC生产的易耗品。淄博市是全国两大瓷都之一, 陶瓷产业历史悠久, 是全国PVC手套陶瓷

模具的生产中心之一，具有丰富的陶瓷手套模具资源。

便利的交通环境：公司位于胶济铁路干线和济青高速公路中段，距离青岛港仅 260 公里，进出口物流方便；同时公司距离青岛机场仅需两个小时车程，距离济南机场只需要一个小时的车程，客户往来十分便利。

规模优势

公司目前拥有 41 条生产线，设计产能是 41 亿支/年，生产规模位居行业前列。规模上的优势，一方面增加了公司与上游供应商的议价能力，另一方面使得公司具备持续供货的能力，深得客户特别是大客户的青睐。规模上的优势使得公司能够提供差异化的服务。公司能够安排一定的生产线专门生产非标准手套，如加长手套、细腕手套、无尘手套及彩色手套等，以满足客户的个性化需求。其他中小厂商由于规模较小，生产非标准手套成本较高，因而无法满足客户的个性化需求。

二、公司及募集资金投向

■ 公司历史沿革

公司是经中华人民共和国商务部《关于同意淄博蓝帆塑胶制品有限公司转制为外商投资股份有限公司的批复》（商资批[2007]1422 号文）批准，于 2007 年 9 月 25 日由淄博蓝帆塑胶制品有限公司整体变更设立的外商投资股份有限公司。整体变更为股份公司后公司的总股本为 6,000 万元，每股面值为人民币 1 元。公司在山东省工商行政管理局登记注册，工商注册号为 370000400004566。淄博蓝帆集团有限公司持有本公司股份 4,200 万股，占总股本的 70%；香港中轩持有本公司股份 1,800 万股，占总股本的 30%。

表 2：公司 IPO 前后股权结构变化（万股，%）

序号	股东名称	发行前		发行后	
		股份数量	股权比例	股份数量	股权比例
1	蓝帆集团	4200	70.00%	4200	52.50%
2	香港中轩	1800	30.00%	1800	22.50%
4	社会公众投资者	0	0	2000	25.00%
	合计	6000	100%	8000	100%

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 主业简况及收入利润结构

表 3 公司主营产品产销量

项目	2007	2008	2009
产能 (亿支)	33.00	35.00	41.00
产量 (亿支)	34.60	38.21	40.28
销量 (亿支)	34.43	38.18	41.99
销售收入 (万元)	40,502.00	51,665.28	47,586.95
产能利用率 (%)	104.85	109.17	98.24
产销率 (%)	99.51	99.92	104.25

资料来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

07-09 年公司营业收入和营业毛利平稳增长, 其中, 营业收入由 2007 年度的 40502 万元增长到 2009 年度的 47770 万元。营业净利润由 2007 年度的 3087 万元增长到 2009 年度的 5985 万元, 盈利能力较稳定。

■ 募资项目

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。(按年销售 21 亿支, 单价 119 元/千支计算)。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。

鉴于目前公司产品供不应求, 为尽快提高产能, 公司决定自筹资金先期投资建设年产 21 亿支 PVC 手套装置项目中的 8 条生产线及其相关的配套设施, 目前, 上述 8 条生产线已建成并投入生产。

表 4 募资项目盈利预测 (万元)

编号	项目名称	总投资	预计募集资金使用量	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: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

三、财务状况和盈利预测

■ 业绩预测

2009年、2008年度和2007年度,公司产品毛利率分别为22.45%、19.98%和14.52%。

从主营业务收入结构看,近三年,医疗级产品销售收入占公司主营业务收入的比重均达到了90%以上,这表明医疗级PVC手套是公司的主导产品。

表5 07-09年度公司产品销售单价

品种	2009		2008		2007	
	平均单价	增幅(%)	平均单价	增幅(%)	平均单价	增幅(%)
医疗级产品 (美元/千支)	16.84	-14.86	19.78	27.12	15.56	2.1
医疗级产品 (元/千支)	115.87	-15.93	137.82	16.45	118.35	-2.56
非医疗级产品 (美元/千支)	13.79	-15.91	16.4	17.82	13.92	2.02
非医疗级产品 (元/千支)	93.55	-14.88	109.9	3.84	105.84	-2.68
平均汇率	6.8337	-1.56	6.9418	8.71	7.604	4.61

资料来源: 公司招股说明书; 上海证券研究所整理

近三年公司主要产品——医疗级产品美元售价逐年提高,2008年度和2007年度环比增幅分别为27.12%、2.10%,同期美元兑人民币汇率持续降低,人民币对美元汇率的升幅分别为8.71%、4.61%。2007年度由于美元汇率的升幅高于公司产品美元售价的增幅,导致公司产品售价的人民币折算价格下降。随着国内PVC手套行业的优胜劣汰,产业集中度进一步提高,医疗级产品供不应求,加之前三季度原材料价格的快速增长,2008年公司大幅度提高了产品的美元售价。2009年度,主要原材料价格的回落逐步传导至产成品,公司产品售价下降。公司非医疗级产品美元售价持续较低,反映了非医疗级产品市场竞争较为激烈。公司定位于医疗级手套的生产,公司产品的医疗级品率已超过90%,产品结构有利于公司在市场竞争中占据有利地位。

表6 公司营运指标比较

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

资料来源: 公司招股说明书; 上海证券研究所整理

1、应收账款周转较快,质量较高

2009年度、2008年度和2007年度,公司应收账款周转率分别为6.46次、7.44次和6.25次,应收账款周转较快。应收账款主要债务人均均为行业的知名企业,与公司有长期稳定的合作关系,信誉好、账龄均在1年以内,资金如期回笼有保障,发生坏账的可能性较小。公司已经建立并严格执行的赊销客户分类监控政策,进一步实现了应收账

款精细化管理。

2、存货结构合理，周转较快

截至2009年12月31日，原材料和库存商品在存货中所占比重分别为50.27%和23.97%，适当、必需的备料和备库，能够及时响应客户订单需求，同时公司根据生产和出口计划努力保持存货结构、品种的合理性。报告期内，公司存货周转率分别为9.49次、9.51次和8.31次。本公司存货周转率一直保持在较高水平，报告期内存货周转天数分别为38天、38天和43天。

按照招股说明书，募投项目 2011 年即可建成投产。我们初步预计 2010-2012 年归属于母公司净利润增速分别为 19.42%、14.84% 和 14.33%，相应稀释后每股收益为 0.93 元、1.09 元和 1.27 元。

表 7 损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012 E
营业总收入	51,665	47,770	51,606	60,600	70,733
营业总成本	44,838	39,747	41,703	48,971	57,160
营业成本	41,303	36,919	38,704	45,450	53,050
营业税金及附加	0	0	5	6	7
销售费用	1,105	1,045	1,135	1,333	1,556
管理费用	1,296	1,212	1,316	1,545	1,804
财务费用	1,110	533	516	606	707
资产减值损失	24	38	26	30	35
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	6,827	8,023	9,903	11,629	13,574
营业外收入	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.19	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	6,809	8,064	9,903	11,629	13,574
所得税	673	2,079	2,476	2,907	3,393
净利润	6,136	5,985	7,427	8,722	10,180
归属母公司股东的净利润	6,136	5,985	7,427	8,722	10,180
每股收益	0.77	0.75	0.93	1.09	1.27

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

四、风险因素

汇率波动风险

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。2009年度、2008年度和2007年度，公司因人民币升值导致汇兑损失为550,362.05元、5,935,209.50元和5,108,165.35元，分别占当期利润总额的0.68%、8.72%和15.14%。

公司采取了提高售价、增加免税进口料件采购比重等措施降低人民币升值对公司的不利影响，但如果人民币对美元未来继续出现大幅升值，上述措施不能完全抵消人民币升值的影响，可能会导致公司利润短期内出现下滑。

税收优惠风险

公司为外商投资企业，从2004年起享受“两免三减半”的所得税优惠待遇。2008年，公司执行12.5%的所得税税率。自2009年1月1日起，公司按照2008年1月1日开始实施的《中华人民共和国企业所得税法》的规定执行25%的企业所得税税率。所得税税率的上升，将会降低公司的净利润水平。

自2009年4月1日起，公司出口退税率上调为11%；根据财政部、国家税务总局《关于进一步提高部分商品出口退税率的通知》（财税[2009]第88号），自2009年6月1日起，公司出口退税率上调为13%。出口退税率和免税进口料件金额是影响公司税务成本的主要因素。公司采取提高免税进口料件比重的措施，有效降低了出口退税率下调对公司的影响，但如果出口退税率未来出现调整，将可能对公司业绩产生一定影响。

原材料价格变动风险

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。

五、估值及定价分析

公司可给的估值水平及价格区间

目前市场还没有专做PVC手套的上市公司，我们考察了PVC生产企业沧州大化、沈阳化工等，平均动态市盈率09年21.70倍，10年8.79倍。国外同类公司09年市盈率为59.61倍。

考虑到公司在业内的技术领先优势，我们认为可按照10年36-42倍市盈率给公司估值，公司合理股价区间为33.48-39.06元。

表8 可比公司估值情况

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2007	2008	2009E	2010E	2007	2008	2009E	2010E
600230.SH	沧州大化	17.50	0.30	0.64	0.46	0.83	65.80	34.69	47.97	23.26
000698.SZ	沈阳化工	7.65	0.23	0.21	0.15	0.45	35.64	52.57	51.63	16.93
平均							32.90	15.62	21.70	8.79

数据来源: Wind 资讯; 股价以 3 月 16 日收盘价计

表 9: 最近上市 (中小板) 股票的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)			
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	
002358.SZ	森源电气	38.21	0.78	0.68	0.91	48.99	56.27	42.18	
002359.SZ	齐星铁塔	20.27	0.42	0.53	0.53	48.26	38.25	38.56	
002360.SZ	同德化工	39.18	0.59	1.00	0.87	66.07	39.03	44.98	
002362.SZ	汉王科技	101.10	0.37	1.07	1.28	273.24	94.49	78.80	
002363.SZ	隆基机械	25.00	0.59	0.67	0.65	42.37	37.31	38.26	
002364.SZ	中恒电气	43.93	0.64	0.82	1.09	68.64	53.57	40.38	
002365.SZ	永安药业	43.12	1.47	0.93	1.07	29.42	46.40	40.45	
002366.SZ	丹甫股份	27.82	0.55	0.75	0.56	50.58	37.09	50.04	
002367.SZ	康力电梯	36.53	0.50	0.84	0.95	72.70	43.38	38.62	
002368.SZ	太极股份	60.21	0.68	0.83	1.14	88.54	72.54	52.79	
平均值							78.88	51.83	46.51

数据来源: Wind, 上海证券研究所整理, 股价以 3 月 12 日收盘价计

表 10 国外可比公司估值情况

名称	货币	最新价	EPS	P/E
CALGON CARBON CORP	US	16.34	5.98	22.63
ARCH CHEMICALS INC	US	34.26	10.36	16.18
RTI INTERNATIONAL METALS INC	US	28.07	16.96	165.13
HEBEI CANGZHOU DAHUA CO-A	CH	17.79	0.64	160.24
AURIZON MINES LTD	CN	4.69	0.2	37.23
POLYONE CORPORATION	US	8.79	-20.43	15.9
平均				59.61

数据来源: Bloomberg; 股价以 3 月 16 日收盘价计

公司可给的估值水平及价格区间

募投项目投产后短期内市场开拓能否顺利进行, 存在不确定性, 公司存在市场开拓风险。因此公司未来收入及利润增速存在一定的不确定性, 公司合理发行价应给予一定折让。我们建议询价区间为 33.48-39.06 元, 相当于 10 年动态市盈率 36-42 倍, 发行价区间 26.78-31.24 元, 相对于公司合理股价折让 20%。

我们以公司发行价区间 26.78-31.24 元的上限 31.24 元为基础, 测算出发行后公司每股净资产为 10.35 元。

分析师承诺

分析师 陈志斌

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。