BOPA 膜竞争加剧，估值趋于合理 中性调低

投资要点:

- BOPA 膜竞争加剧超预期
- 相对 2011 年业绩，估值已趋于合理

报告摘要:

事件:

- 上半年共实现营业收入 5.34 亿元，较上年同期增长 80.57%，实现营业利润 6391 万元，实现归属于上市公司股东的净利润 4806 万元，较上年同期上涨 27.85%，基本每股收益为 0.29 元。

点评:

- **塑料管材业务盈利保持相对稳定。**塑料管材业务毛利率略高于我们预测的 21%为 24.13%，并将全年的塑料管材业务的毛利率调整为 23%。
- **BOPA 膜竞争加剧明显。**BOPA 膜业务毛利率大幅低于我们预测的 24%为 16.05%， BOPA 膜毛利率较 2009 年度的 27.20%已下跌了 10 多个百分点，可能是市场扩产迅速，竞争加剧，在原料上涨的同时产品的销售价格下降，从而造成盈利能力下降，考虑到下半年需求有一定保障，我们将全年的 BOPA 膜业务毛利率调整为 17%。
- **存货余额增长，但仍在适度范围以内。**报告期存货余额 22265.67 万元，较期初增加 7844.14 万元，其中原材料增加 3782.78 万元，库存商品增加 3688.10 万元，按综合吨价格为 20000 元计算，库存商品为 1844 吨，占综合产能的 2.97%。
- **费用涨跌互现。**由于设立分子公司，增加了管理人员、招待费以及研发费用，管理费用占营业收入的比重为 3.31%，超过了我们预期的 2.5%；销售费用占营业收入的比重仅为 3.7%，相比 2009 年的 6.62%已大幅下降(相对而言)。
- **业绩预测与投资评级。**预计公司 2010-2011 年 EPS 分别为 0.57 和 0.70 元/股，对应 PE 为 35X 和 29X，综合考虑公司业务盈利变化及业绩增长，相对 2011 年业绩，估值已经趋于合理，我们下调评级至中性。

主要经营指标	2009	2010E	201 E	2012E
营业收入(百万元)	826	1,225	1,408	1,459
(+/-%)	13.1%	48.2%	15.0%	3.6%
净利润(百万元)	102	96	117	138
(+/-%)	134.6%	--	22.3%	17.6%
每股收益（元）	0.61	0.57	0.70	0.82
市盈率（PE）	33.1	35.2	28.8	24.5

分析师

张延明

电话： 01088085975

Email: zhangyanming@hysec.com

康铁牛

电话：01088085991

kangtieniu@hysec.com

祖广平

电话： 01088085610

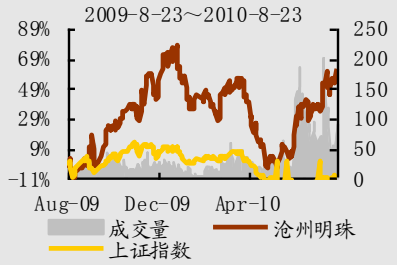
zuguangping@hysec.com

柴沁虎

电话：01088085267

chaiqinhu@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
20100630	7150	
20100331	6673	
20090930	4482	

数据来源：港澳资讯

相关研究

1《宏源证券 * 公司研究 * 沧州明珠：下半年好于上半年 * 002108 * 化工行业 * 张延明》，2010.8

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	183	183	183	183
应收款项	192	285	327	339
存货净额	144	237	269	273
其他流动资产	52	78	89	93
流动资产合计	572	783	868	888
固定资产	323	318	315	311
无形资产及其他	29	28	27	26
投资性房地产	8	8	8	8
长期股权投资	40	40	39	39
资产总计	973	1177	1259	1273
短期借款及交易性金融负债	289	430	481	481
应付款项	33	54	61	62
其他流动负债	57	91	103	105
流动负债合计	379	574	646	649
长期借款及应付债券	70	70	70	70
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	70	70	70	70
负债合计	449	644	716	719
少数股东权益	26	34	42	50
股东权益	497	499	501	504
负债和股东权益总计	973	1177	1259	1273

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.61	0.57	0.70	0.82
每股红利	0.41	0.56	0.69	0.81
每股净资产	5.04	2.98	2.99	3.01
ROIC	19%	13%	14%	16%
ROE	21%	19%	23%	27%
毛利率	28%	21%	22%	24%
EBIT Margin	17%	13%	14%	15%
EBITDA Margin	20%	15%	16%	17%
收入增长	13%	48%	15%	4%
净利润增长率	135%	--	22%	18%
资产负债率	49%	58%	60%	60%
息率	2.0%	4.7%	5.8%	6.8%
P/E	33.1	35.2	28.8	24.5
P/B	4.0	6.8	6.7	6.7
EV/EBITDA	14.8	22.1	18.7	16.4

利润表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	826	1225	1408	1459
营业成本	598	968	1095	1113
营业税金及附加	3	5	6	6
销售费用	55	49	63	66
管理费用	29	43	49	51
财务费用	13	22	28	30
投资收益	3	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	131	138	167	194
营业外净收支	(4)	0	0	0
利润总额	126	138	167	194
所得税费用	16	35	42	49
少数股东损益	8	8	8	8
归属于母公司净利润	102	96	117	138

现金流量表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	102	96	117	138
资产减值准备	(4)	(1)	0	0
折旧摊销	23	22	24	25
公允价值变动损失	1	0	0	0
财务费用	13	22	28	30
营运资本变动	(109)	(157)	(66)	(17)
其它	9	9	8	8
经营活动现金流	22	(32)	83	155
资本开支	(149)	(15)	(20)	(20)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(149)	(15)	(20)	(20)
权益性融资	109	0	0	0
负债净变化	70	0	0	0
支付股利、利息	(40)	(94)	(115)	(135)
其它融资现金流	83	141	52	0
融资活动现金流	252	47	(63)	(135)
现金净变动	125	0	0	0
货币资金的期初余额	58	183	183	183
货币资金的期末余额	183	183	183	183
企业自由现金流	(94)	(30)	84	157
权益自由现金流	59	94	115	135

资料来源：公司资料和宏源证券预测

分析师简介:

张延明: 宏源证券研究所化工行业研究员，三年证券行业从业经验。主要覆盖塑料、化纤、轮胎等行业。
康铁牛: 宏源证券研究所化工行业研究员，化工组组长，农药学博士，5年农药行业工作经验，2008年加盟宏源证券研究所。
祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员，化学工程与工艺学士，金融学硕士，3年化工行业工作经验，3年证券行业从业经验。主要研究覆盖行业：化工新材料、染料、民爆、涂料、日化等。
柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员，管理学博士。主要研究覆盖行业：石化、煤化工等。

宏源证券机构销售团队		
华北区域	**华东区域**	**华南区域**
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	**曾利洁** 010-88085790 zenglijie@hysec.com	**雷增明** 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	**孙利群** 010-88085096 sunliqun@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。