

# 如何解盈利下降但仍逆市扩张之惑

## 中性维持

当前价格：36.09元

### 投资要点：

- 📖 毛利率进一步走低，成本转嫁能力弱
- 📖 逆市扩产的动能来源于看好国内市场需求与盈利能力

### 报告摘要：

#### 事件：

- 25日公司发布三季报，1-9月公司实现主营业务收入4.70亿元，同比增长41%，归属于上市公司股东的净利润3607万元，同比下降28.30%，实现每股收益为0.49元/股。

#### 点评：

- **成本转嫁能力处于弱势。**从ROE变化来说，1-9月为5.46%，相比上半年的4.49%略有回升，但仍差于一季度的水平，从毛利率变化来看，1-9月为15.35%，相比上半年的15.81%进一步下降，只从第三季度的数据来看，毛利率已经下降到了14.35%，公司对于成本的转嫁能力处于弱势。
- **产能持续扩张。**公司使用超募资金6608.08万元，再投资建设9条PVC手套生产线，如此一来，公司募投+超募将共建成78亿支PVC生产能力，实际上按公司未来三年的规模，这只是产能扩张的一角。
- **如何理解盈利能力下降但产能持续扩张。**虽然PVC手套盈利能力在下降，但公司似乎并不畏惧，依然逆市扩张，应该如何理解？从成本的变化来看，公司的原料是PVC糊树脂和DINP增塑剂，原料下降的趋势似乎也看不到，公司的销售市场主要是美国的医疗体系，需求相对平稳，如果逆市加仓只有一点，那就是国内市场的爆发式增长，同时利润率水平将远高于国外市场。
- **业绩预测与投资评级。**我们预计2010-2011年公司EPS分别为0.54、1.01元/股，对应PE分别为67X和36X，给予公司中性的投资评级。

主要经营指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	478	545	736	906
(+/-%)	-7.5%	14.2%	35.0%	23.1%
净利润(百万元)	60	43	80	89
(+/-%)	-2.5%	--	87.4%	11.1%
每股收益(元)	0.75	0.54	1.01	1.12
市盈率(PE)	48.2	67.2	35.9	32.3

### 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

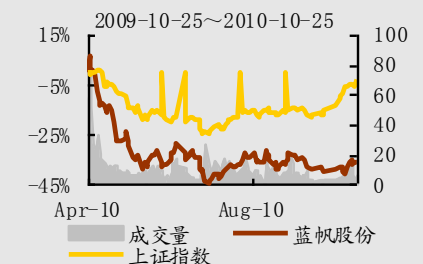
zuguangping@hysec.com

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
20100930	1603	
20100630	1234	
20100401	629	

数据来源：港澳资讯

### 相关研究

1 《宏源证券\*公司研究\*蓝帆股份：2010年半年报点评\*002382\*化工行业\*张延明》，2010.8



**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
<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>曾利洁</b> 010-88085790 zengljje@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
	<b>刘爽</b> 010-88085798 liushuang@hysec.com	<b>孙利群</b> 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。