

短期成本高压恐难消受

增持调低

当前价格：23.03元

投资要点：

- ▣ 橡胶价格较3季度上涨20%，4季度毛利率恐将下滑
- ▣ 募投项目恐将推迟，但仍然看好600万平米叠层阻燃项目前景

报告摘要：

事件：

- 27日，公司发布三季报，1-9月共实现主营业务收入2.43亿元，同比增长31%，实现净利润为3354万元，同比下降9.85%，基本每股收益为0.34元，三季度实现营业收入7867万元，基本每股收益为0.12元。

点评：

- **成本高启，4季度毛利率恐将下滑。**截止到目前，由于海南水灾导致国内天胶产量受损，预计全年天然橡胶产量比去年减少6%左右，另外由于通胀预期，导致天然橡胶和合成橡胶均价较三季度分别上涨了23%和21%，短期来看，天胶价格和合成橡胶价格依然高位运行，我们认为虽然公司有一定的议价能力，但成本如此大幅的上涨恐难全消，预计4季度公司的毛利率水平将有较大幅度的下滑。
- **销售费用显示公司业务仍处于拓展期。**1-9月公司销售费用较上年同期增长了46.48%，而同期销售收入仅增长30.84%，销售费用增长高于销售收入增长15.64%，显示出公司业务仍然处于拓展期，主要是公司为了打开产品销路，自己会承担一些运费所致。
- **募投项目(年产600万平方米叠层阻燃带)预计恐将推迟。**从项目投资额来看，三季度投入1338万元，已累计投入8241万元，投资比例为40%，原来预计11月份将要投产，按此进度恐将推迟。
- **业绩预测与投资评级。**我们预计2010-2011年公司EPS分别为0.44、0.73元/股，对应PE分别为52X和32X，虽然我们依然看好公司600万平米煤矿支巷道用叠层阻燃带项目，但考虑到公司成本压力对盈利的影响，我们暂时下调评级至增持。

主要经营指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	277	341	501	763
(+/-%)	10.3%	23.2%	46.9%	52.3%
净利润(百万元)	48	44	73	120
(+/-%)	59.2%	--	66.3%	64.6%
每股收益(元)	0.48	0.44	0.73	1.20
市盈率(PE)	47.7	52.4	31.5	19.1

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

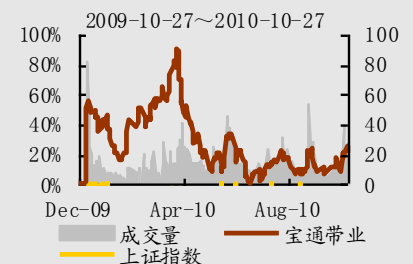
zuguangping@hysec.com

柴沁虎

电话：01088085267

chaiqinhu@hysec.com

市场表现



数据来源：港澳资讯

相关研究

- 1 《宏源证券*公司研究*超募资金投向变为现实,奠定高增长基础*300031*化工行业*张延明》, 2010.10
- 2 《宏源证券*公司研究*产品性价比高,未来业务整包模式可期*300031*化工行业*张延明》, 2010.10
- 3 《宏源证券*公司研究*技术决定差异化,差异化改变盈利结构*300031*化工行业*张延明》, 2010.9

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	480	718	613	513	营业收入	277	341	501	763
应收款项	94	115	169	258	营业成本	198	265	381	569
存货净额	28	37	53	79	营业税金及附加	0	0	0	0
其他流动资产	6	8	12	18	销售费用	9	10	15	23
流动资产合计	608	878	847	867	管理费用	12	15	21	33
固定资产	75	272	362	437	财务费用	1	(1)	(2)	(3)
无形资产及其他	2	2	2	2	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	3	3	3	3	资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	688	1156	1213	1310	营业利润	56	52	86	142
短期借款及交易性金融负债	20	20	20	20	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	42	56	80	120	利润总额	55	52	86	142
其他流动负债	15	20	29	43	所得税费用	7	8	13	21
流动负债合计	77	96	128	182	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	48	44	73	120
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)				
负债合计	77	96	128	182	净利润	48	44	73	120
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(0)	(1)	0	0
股东权益	611	1059	1085	1127	折旧摊销	7	10	19	27
负债和股东权益总计	688	1156	1213	1310	公允价值变动损失	1	0	0	0
					财务费用	1	(1)	(2)	(3)
					营运资本变动	(0)	(15)	(41)	(67)
					其它	0	1	0	0
关键财务与估值指标					经营活动现金流	56	39	51	80
每股收益	0.48	0.44	0.73	1.20	资本开支	(27)	(206)	(108)	(102)
每股红利	0.01	0.29	0.48	0.78	其它投资现金流	0	0	0	0
每股净资产	6.11	10.59	10.85	11.27	投资活动现金流	(27)	(206)	(108)	(102)
ROIC	13%	6%	8%	11%	权益性融资	445	433	0	0
ROE	8%	4%	7%	11%	负债净变化	0	0	0	0
毛利率	28%	22%	24%	25%	支付股利、利息	(1)	(29)	(48)	(78)
EBIT Margin	21%	15%	17%	18%	其它融资现金流	(9)	0	0	0
EBITDA Margin	23%	18%	20%	22%	融资活动现金流	434	404	(48)	(78)
收入增长	10%	23%	47%	52%	现金净变动	464	237	(105)	(100)
净利润增长率	59%	--	66%	65%	货币资金的期初余额	17	480	718	613
资产负债率	11%	8%	11%	14%	货币资金的期末余额	480	718	613	513
息率	0.0%	1.2%	2.1%	3.4%	企业自由现金流	37	(168)	(59)	(25)
P/E	47.7	52.4	31.5	19.1	权益自由现金流	29	(167)	(57)	(22)
P/B	3.8	2.2	2.1	2.0					
EV/EBITDA	36.8	39.7	23.7	15.1					

资料来源：宏源证券

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。