

评级：审慎推荐

基础化工

调研报告

第一创业研究所

王皓宇 S1080510120005

联系人：景殿英 S1080110110018

电 话：0755-82485036

邮 件：jingdianying@fcsc.cn

**沧州明珠（002108）****——PE 管材已然耀眼，锂电隔膜再添珠光****交易数据**

52周内股价区间（元）	8.08-24.8
总市值（百万元）	2,769.19
流通股本（百万股）	296.73
流通股比率（%）	98.4%

**资产负债表摘要(06/11)**

股东权益（百万元）	640.29
每股净资产	2.12
市净率	4.32
资产负债率	49.2%

**摘要：**

- **PE 燃气、给水管正处黄金发展期** 随着西气东输、川气东送等输气工程的建设，我国地区管道和城市燃气管道建设已经进入一个高速增长阶段。10年我国天然气管道总长仅3.5万公里，据预测到2015年天然气管道总长将达到10万公里，未来几年我国天然气管道建设将进入黄金期。我国的城镇化建设和各地大规模给水节水工程为给水用塑料管创造巨大的市场，2015年我国城市供水管道80%将采用塑料管，村镇供水管道90%将采用塑料管。而我国正在运行的市政公用管道中，城市供水管约有13万公里是20世纪80年代以前铺设的，现在已到使用年限，需要更新和修复。需求的高速增长使公司PE燃气、给水管进入黄金发展期。
- **BOPA 薄膜赢利探底回升** 上半年公司BOPA薄膜毛利率大幅下降，一是由于原材料价格处于高位；二是由于国家对食品加工企业进行了集中的治理整顿，造成很多食品加工企业阶段性的开工不足，影响到BOPA薄膜产品的使用量减少，从而造成了BOPA薄膜产品的销售价格不能随着原材料价格的上涨而提高。由于国家对食品加工企业的集中整顿为突发性和短期的行为，我们认为下半年公司BOPA薄膜的赢利能力将逐步回升。
- **锂电隔膜蓄势待发** 公司在BOPA薄膜生产中积累了丰富的塑料薄膜拉伸技术，与锂电池隔膜的生产工艺具有一定的相通性，目前，公司已申请了5项有关锂电池隔膜的发明专利，同时公司在中式线中积累了丰富经验，公司通过非公开增发建设2000万平米锂电池隔膜生产线预计12年底投产，成功的概率较高。
- **给予公司“审慎推荐”投资评级** 不考虑非公开发行对股本摊薄的情况下，我们预计公司2011-2013年EPS分别为0.39元、0.52元和0.75元，给予公司“审慎推荐”投资评级。



## 目 录

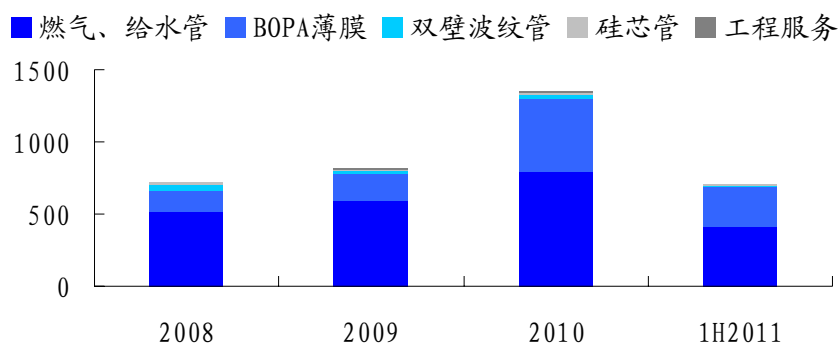
<b>1、公司简介</b> .....	<b>3</b>
<b>2、燃气、给水管正处高速发展期</b> .....	<b>4</b>
2.1、我国天然气管网建设进入黄金期 .....	4
2.2、城镇化及给水工程提升 PE 给水管需求 .....	4
2.3、国内龙头，竞争优势明显 .....	5
<b>3、BOPA 薄膜赢利能力探底回升</b> .....	<b>5</b>
<b>4、锂电池隔膜蓄势待发</b> .....	<b>6</b>
<b>5、盈利预测、估值及投资建议</b> .....	<b>8</b>
5.1、盈利预测 .....	8
5.2、投资建议：审慎推荐 .....	8



## 1、公司简介

沧州明珠是我国 PE 燃气、给水管材龙头企业之一，拥有 5.1 万吨/年的生产能力；公司也是国内同步拉伸 BOPA 薄膜最优秀的企业，拥有设备集成与加工等 BOPA 同步拉伸薄膜生产的核心技术；目前，公司拟依托在 BOPA 薄膜生产中积累的丰富经验正积极进入锂电池隔膜领域，有望成为公司未来业绩新的增长点。

图 1 公司收入构成（百万元）

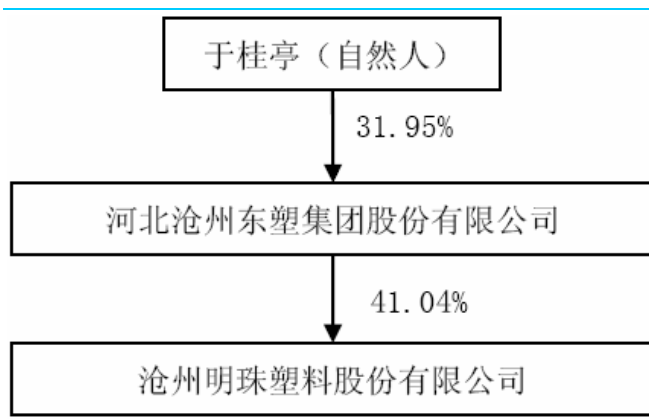


数据来源：公司资料、第一创业研究所

公司拟非公开发行不超过 4000 万股，发行价格不低于 8.16 元/股，募集资金总额不超过 32,640 万元，用于投资建设“年产 1.98 万吨聚乙烯（PE）燃气、给水用管材管件项目”和“年产 2000 万平方米锂离子电池隔膜项目”。其中公司控股股东东塑集团认购数不低于发行总股数的 10%，在募集资金到位前，公司拟自筹资金先行用于上述项目的前期投入和建设。

东塑集团持有公司 41.04% 的股权，为公司的控股股东，于桂亭先生为公司的实际控制人。为促进东塑集团长期持续稳健发展，激励业务骨干和核心技术人员，于桂亭先生在 2011 年将自己持有的东塑集团股份的 20% 无偿进行了转让，截至目前于桂亭先生持有东塑集团 31.95% 的股权，仍为公司的实际控制人。

图 2 公司股权结构



数据来源：公司资料、第一创业研究所



## 2、燃气、给水管正处高速发展期

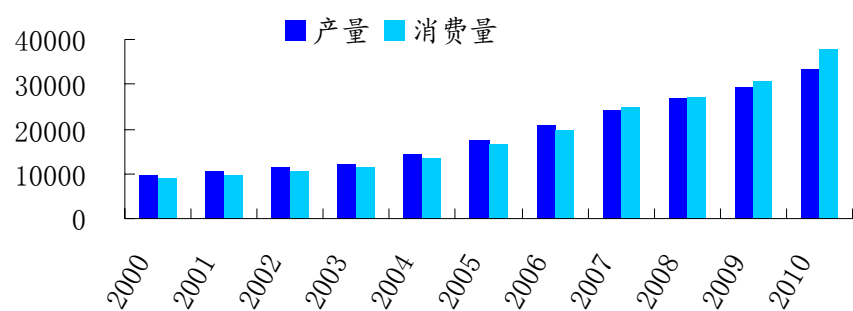
与传统的金属管、水泥管相比，塑料管材具有质量轻、耐腐蚀、水流阻力小、综合节能性好、运输安装方便、使用寿命长等优点。塑料管材生产所需的原材料主要有聚氯乙烯（PVC）、聚乙烯（PE）及聚丙烯（PP）等。与其他塑料管（如 PVC）相比，聚乙烯（PE）管材具有密度低、韧性好、耐腐蚀、绝缘性能好、易于施工和安装等特点，广泛应用于市政和建筑给排水、燃气、供热采暖、电线电缆穿线、农用节水灌溉等领域。

塑料管材在全世界已经占有管材市场的 54%，在发达国家和地区，PE 管材在城际埋地燃气管道中的占有量已达 90%以上，在供水管所占市场份额达 60%。

### 2.1、我国天然气管网建设进入黄金期

随着我国经济社会的发展，燃气逐渐成为居民生活的主要能源，对于优化城市能源结构，改善环境质量，提高生活水平发挥了重要作用。但从我国城市燃气的普及情况看，全国 660 个城市中，约 290 个城市建有天然气管网，并且主要集中在主城区，远郊区、城乡结合部，特别是广大农村还没有管道燃气。随着“西气东输”、“川气东送”、“陕京线”，“鄯乌线”、“涩宁兰工程”、俄罗斯天然气引进以及广东、福建液化天然气工程等输气工程的建设，我国地区管道和城市燃气管道建设已经进入一个高速增长阶段。10 年我国天然气管道总长仅 3.5 万公里，据预测到 2015 年我国天然气管道总长将达到 10 万公里，未来几年我国天然气管道建设将进入黄金期。另一方面，根据《国家化学建材产业“十五”计划和 2015 年发展规划纲要》的规划，2015 年我国城市燃气塑料管的应用量要达到 40%。在天然气管道总长度及塑料化率提升的双重刺激下，我国 PE 燃气用管材的需求将持续增长。

图 3 我国天然气产量及消费量（亿立方英尺）



数据来源：EIA、第一创业研究所

### 2.2、城镇化及给水工程提升 PE 给水管需求

我国的城镇化建设和各地大规模给水节水工程为给水用塑料管创造巨大的市场。PE 管具有卫生性好、利于环境保护、柔韧、可熔接、铺设方便经济、使用安全可靠等优点，在室外给水领域发展迅速。根据《国家化学建材产业“十五”



计划和 2015 年发展规划纲要》的规划，2015 年我国城市供水管道（DN400mm 以下）80%采用塑料管，村镇供水管道 90%采用塑料管。而我国正在运行的市政公用管道中，城市供水管约有 13 万公里是 20 世纪 80 年代以前铺设的，现在已到使用年限，需要更新和修复。

我国是个农业大国，农业用水量大，但水利设施和输水设备落后，节水灌溉、农村饮水安全、农村自来水工程将成为我国农村水利工作的重中之重。目前农村集中式供水人口仅占 38%，另外 62%的人口处于饮水不安全状态，对身体健康造成严重危害，按照《关于加快水利改革发展的决定》，到 2013 年解决规划内农村饮水安全问题，“十二五”期间基本解决新增农村饮水不安全人口的饮水问题；“十二五”期间新增农田有效灌溉面积 4000 万亩，到 2020 年，基本完成大型灌区、重点中型灌区续建配套和节水改造任务。这些均将为 PE 管材提供巨大的市场空间。

## 2.3、国内龙头，竞争优势明显

公司与凌云股份为国内燃气管的双寡头，两家公司约占有国内 70%的市场份额，两家公司市场份额基本相当，目前公司拥有沧州本部 3.6 万吨和安徽芜湖 1.5 万吨 PE 管材的生产能力。与竞争对手相比，公司是国内唯一获得管材、管件、球阀三项国家质检总局认证的企业，由于下游客户可以在沧州明珠一家企业获得所需的全部管材、管件产品，产品兼容性更高，公司产品的配套优势明显。

截止目前，公司已经成为国内主要的燃气工程承包和运营商港华燃气、新奥燃气、华菱燃气、中国燃气、华润燃气的主要供应商，产品广泛使用于华北、华东、华南、华中、东北、西南、西北等地区的众多城市，并和这些城市燃气、给水领域的部门建立了良好合作关系。

公司近年来 PE 燃气、给水管一直处于满产状态，公司拟通过非公开增发建设 1.98 万吨的产能，预计将于 12 年底投产，届时公司 PE 燃气、给水管的产能将大幅提升 39%至 7.1 万吨/年。由于近年来 PE 燃气、给水管需求旺盛，我们预计公司新增产能投产后 13 后即可达到满产销售。

## 3、BOPA 薄膜赢利能力探底回升

BOPA 薄膜是生产各种复合包装材料的重要材料，目前成为继 BOPP、BOPET 薄膜之后的第三大包装材料，与其他薄膜相比，BOPA 薄膜比 PE、BOPP 薄膜具有更高的强度，比 EVOH、PVDC 薄膜具有低成本和环保方面的优势，是食品保鲜、保香的理想材料嘉兴印刷，特别适合于冷冻、蒸煮、抽真空包装，且无毒无害。

BOPA 薄膜主要有同步拉伸和两步拉伸两种生产方法，同步拉伸所获得的 A 级品率可达到 95%以上，而两步拉伸获得的 A 级品率不到 50%。目前，国内生产同步拉伸 BOPA 薄膜的企业主要为沧州明珠和日本尤尼吉可公司，国内的佛塑科技也曾引进 BOPA 薄膜同步拉伸生产线尝试生产，但成品率一直较低。尤尼吉可由于人力成本显著高于沧州明珠，同时与其合作的日本设备制造商已停止生产相关设备，未来继续扩产的可能性不大，我们认为沧州明珠在同步拉伸



BOPA 薄膜领域的竞争优势将不断增强。

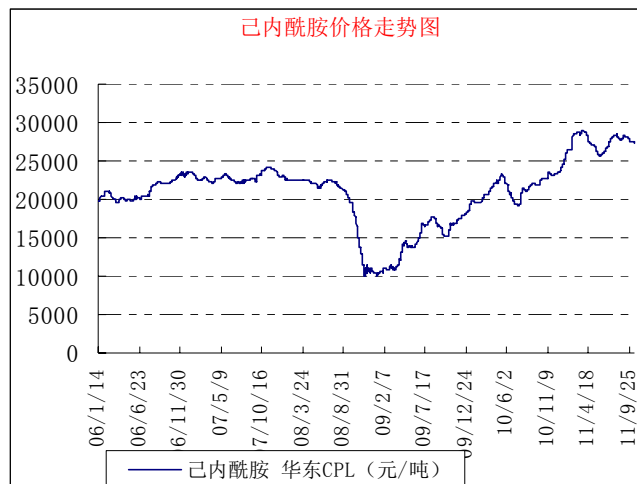
表 1 同步拉伸与两步拉伸 BOPA 薄膜比较

	同步拉伸	两步拉伸
工艺流程	纵横向同步拉伸	先纵向拉伸，再横向拉伸
技术要求	困难	简单
A级品率	>95%	50%左右
平整度	很好	好
尺寸稳定性	很好	好
耐蒸煮	是	否
应用领域	高端市场	中低端市场、少量高端市场

资料来源：公司资料、第一创业研究所

11 年上半年公司 BOPA 薄膜产品毛利率下降幅度很大，一是因为受己内酰胺价格上涨影响，公司原材料价格处于高位；二是由于国家加大了对食品安全的监管力度，集中对食品加工企业的治理整顿，造成很多食品加工企业阶段性的开工不足，影响到 BOPA 薄膜产品的使用量减少，从而造成了 BOPA 薄膜产品的销售价格不能随着原材料价格的上涨而提高。由于国家对食品加工企业的集中整顿为突发性和短期的行为，我们认为上半年 BOPA 薄膜的毛利率处于底部，下半年赢利能力将逐步恢复。从目前公司销售情况来看，同步拉伸 BOPA 薄膜的售价已经从上半年的 3.3 万元/吨上涨到 3.8 万元/吨。

图 4 华东己内酰胺价格走势



数据来源：百川资讯、第一创业研究所

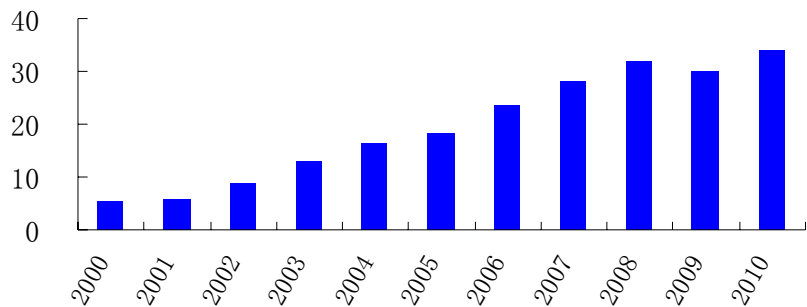
## 4、锂电池隔膜蓄势待发

锂电池由正极、负极、隔膜、电解液、外壳和盖板组成，其中锂电池隔膜是锂离子电池正负极之间的聚合物微孔薄膜，具有隔离正负极、传导锂离子及微孔自关闭保护等作用，是锂离子电池关键组件之一。锂电池隔膜成本约占锂电池总成本的 15~30%，目前世界上只有日本、美国等少数几个国家拥有完整的锂电



池隔膜的生产技术和相应的规模化产业。日本旭化成株式会社（Asahi Kasei Corporation）、美国 Celgard 和已并入美国埃克森美孚公司（Exxon Mobil Corporation）的日本东燃化学株式会社（Tonen Chemical Corporation）等 3 家企业占据了全球锂电池隔膜市场份额的 77%。锂电池隔膜技术壁垒高、投资周期长、风险大，目前主要依赖进口，高端产品被日本、美国企业占领，国内生产企业主要集中在中、低端小型锂离子电池领域。近年来随着手机、笔记本电脑、电动自行车等行业的发展，对锂电池和锂电池隔膜的需求不断增加。

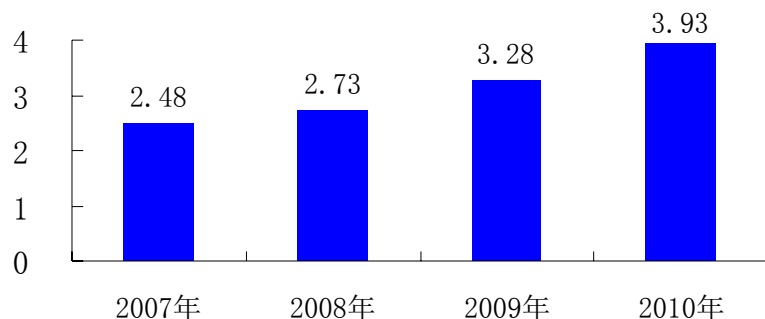
图 5 全球锂电池产量（亿只）



数据来源：IIT、第一创业研究所

我国是世界最大的锂电池生产制造基地、第二大锂电池出口国，锂电池产品已经占到全球 40% 的市场份额。目前国内锂电池隔膜年需求量约 3 亿平方米，国内总设计生产能力约为 2 亿平方米，均为单层 PP 或 PE 隔膜，大部分用在低档产品上，正规的锂电池厂家所用隔膜全部依赖进口。未来几年国内传统锂电池隔膜市场（手机、笔记本电脑等）需求将以 20% 以上的速度高速增长。而我国新能源汽车行业的发展，将有可能带来对动力锂电池需求的一次爆发性增长。10 年 6 月我国发布了《私人购买新能源汽车试点财政补助资金管理暂行办法》，按 3000 元/千瓦时给予企业补助，其中插电式混合动力乘用车最高补助 5 万元/辆，纯电动乘用车最高补助 6 万元/辆。按目前的数据，一部手机锂离子电池的隔膜用量为 0.03 平方米，而一辆锂离子电动自行车的隔膜用量为 1 平方米，一组小轿车锂离子电池需要 400 平方米左右隔膜，一组公交车锂离子电池需要 1000 平方米左右隔膜。

图 6 全球锂电池隔膜需求量（亿平方米）



数据来源：IIT、第一创业研究所

公司在 BOPA 薄膜生产中积累了丰富的塑料薄膜拉伸技术，与锂电池隔膜的生产工艺具有一定的相通性，目前，公司已申请了 5 项有关锂电池隔膜的发明专利，同时公司在中式线中积累了丰富经验，公司通过非公开增发建设 2000 万



平米锂电池隔膜生产线预计 12 年底投产，成功的概率较高。

## 5、盈利预测、估值及投资建议

### 5.1、盈利预测

表 2 沧州明珠盈利预测

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	1363	1607	1688	2243	
收入同比(%)	65%	18%	5%	33%	
归属母公司净利润	116	116	157	227	
净利润同比(%)	14%	0%	35%	45%	
毛利率(%)	20.8%	17.4%	19.5%	20.2%	
ROE(%)	19.2%	16.3%	18.0%	20.7%	
每股收益(元)	0.38	0.39	0.52	0.75	
P/E	21.10	21.05	15.63	10.78	
P/B	4.06	3.43	2.81	2.23	
EV/EBITDA	13	13	10	8	

数据来源：公司资料、第一创业研究所

### 5.2、投资建议：审慎推荐

#### 投资建议：审慎推荐

在不考虑非公开增发对股本摊薄的情况下，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.39 元、0.52 元和 0.75 元，给予公司“审慎推荐”投资评级。

#### 风险提示

公司在锂电池隔膜领域虽然已经进行了试验线的生产，并在 BOPA 薄膜生产过程中积累了丰富的薄膜生产经验，但同样存在产业化失败或延期的风险。

非公开发行延期或失败，导致公司建设项目延期或失败。





## 附：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	720	835	914	1169	<b>营业收入</b>	1363	1607	1688	2243
现金	160	161	169	224	营业成本	1080	1328	1359	1789
应收账款	192	221	241	315	营业税金及附加	6	6	7	9
其他应收款	12	21	20	25	营业费用	58	56	59	79
预付账款	31	59	73	75	管理费用	48	48	51	67
存货	239	279	305	391	财务费用	22	20	19	14
其他流动资产	85	94	107	137	资产减值损失	1	10	3	3
<b>非流动资产</b>	467	535	502	463	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	41	41	41	41	投资净收益	5	10	10	10
固定资产	381	396	381	351	<b>营业利润</b>	154	149	201	292
无形资产	31	37	45	50	营业外收入	3	3	3	3
其他非流动资产	14	60	34	21	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	1187	1369	1416	1632	<b>利润总额</b>	156	151	203	294
<b>流动负债</b>	456	527	417	406	所得税	35	34	46	67
短期借款	257	320	222	155	<b>净利润</b>	120	116	157	227
应付账款	142	95	117	172	少数股东损益	4	0	0	0
其他流动负债	57	112	79	79	<b>归属母公司净利润</b>	116	116	157	227
<b>非流动负债</b>	100	100	100	100	EBITDA	209	207	262	350
长期借款	100	100	100	100	EPS (元)	0.69	0.39	0.52	0.75
其他非流动负债	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	556	627	517	506	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	28	28	28	28	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	168	302	302	302	<b>成长能力</b>				
资本公积	176	76	76	76	营业收入	65.0%	17.9%	5.0%	32.9%
留存收益	259	337	494	721	营业利润	17.5%	-3.4%	35.1%	45.4%
归属母公司股东权益	603	714	871	1098	归属于母公司净利润	13.7%	0.2%	34.7%	45.0%
<b>负债和股东权益</b>	1187	1369	1416	1632	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	20.8%	17.4%	19.5%	20.2%
					净利率(%)	8.5%	7.2%	9.3%	10.1%
					ROE(%)	19.2%	16.3%	18.0%	20.7%
					ROIC(%)	17.1%	12.8%	16.5%	20.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	46.8%	45.8%	36.5%	31.0%
					净负债比率(%)	66.01%	76.53%	66.07%	54.28%
					流动比率	1.58	1.58	2.19	2.88
					速动比率	1.05	1.05	1.45	1.91
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.26	1.26	1.21	1.47
					应收账款周转率	8	7	7	8
					应付账款周转率	12.34	11.21	12.83	12.37
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.38	0.39	0.52	0.75
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.03	0.54	0.44
					每股净资产(最新摊薄)	2.00	2.37	2.89	3.64
					<b>估值比率</b>				
					P/E	21.10	21.05	15.63	10.78
					P/B	4.06	3.43	2.81	2.23
					EV/EBITDA	13	13	10	8

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	70	10	164	132
净利润	120	116	157	227
折旧摊销	33	38	42	44
财务费用	22	20	19	14
投资损失	-5	-10	-10	-10
营运资金变动	-101	-166	-42	-149
其他经营现金流	2	11	-1	6
<b>投资活动现金流</b>	-68	-97	1	4
资本支出	72	100	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	4	3	1	4
<b>筹资活动现金流</b>	-26	88	-157	-81
短期借款	-32	63	-98	-67
长期借款	30	0	0	0
普通股增加	69	134	0	0
资本公积增加	-49	-101	0	0
其他筹资现金流	-44	-8	-59	-14
<b>现金净增加额</b>	-24	1	8	56

数据来源：公司资料、第一创业研究所

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120