



BOPA膜拖累业绩，还看锂电池隔膜

——沧州明珠（002108）业绩预增点评

2012年1月30日

推荐/公司

沧州明珠

事件点评

杨若木

化工行业分析师

执业证书编号：S1480510120014

010-66554032

Email: yangrm@dxzq.net.cn

事件：

公司2011年年度的盈利预测由下降0-10%，调整为0-15%之间。全年的归属母公司净利润区间在11,606.39万元—9,865.43万元，对应的每股收益为0.33-0.38元之间。

观点：

1. BOPA膜毛利率大幅下滑是业绩下滑的主要原因

BOPA现已成为继BOPP、BOPET之后的第三大包装材料，但是随着产能在2010年得到释放，其中包括沉寂多年的生产线也在2010年全部开车；因此，BOPA供大于求的矛盾逐渐突出，各膜厂的利润空间在无序竞争中逐渐缩小。今年上半年由于食品安全的问题，导致BOPA膜盈利能力明显下滑，而下半年开始有所好转。沧州明珠的两步拉伸的BOPA膜出现一定的产能过剩，而同步拉伸的薄膜供需偏紧，产品的价格方面一般同步拉伸的薄膜的价格要比两步法价格要贵2000-3000元/吨。在BOPA膜中，两步拉伸的薄膜对公司业绩有比较大的拖累，而同步拉伸是公司的核心技术所在。

表 1：国内主要生产 BOPA 膜生产企业

企业名称	2010年产量		2010年总销量		2010年外销
	分布线	同步线	分布线	同步线	
上海紫东	3032		3040		460
上海九天	4100		4090		20
尤尼吉可		4130		4400	40
晓星化纤	6600		6200		50
温州金田	3800		3500		
天津运城	9120		8940		
厦门长华	13700		13300		2600
沧州东鸿	9600	6900	9600	6900	400
佛山塑料	5600	2300	6000	2550	200
合计	55552	13330	54670	13850	3770
	69382吨，全年开工率为75%左右		83275		3770

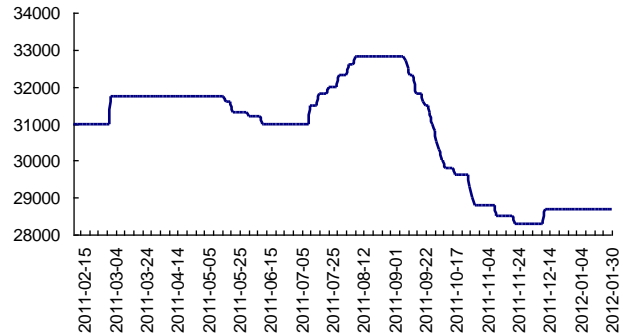
资料来源：卓创资讯

图 1: BOPA 同步膜价格



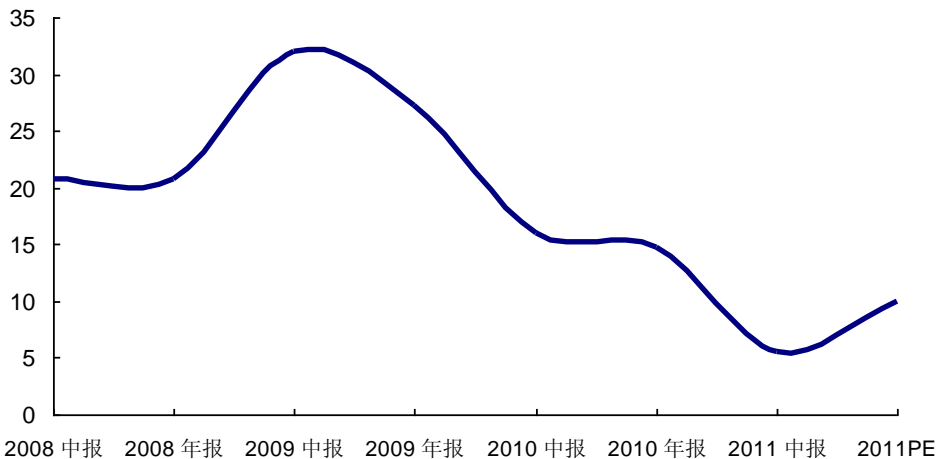
资料来源: 卓创资讯

图 2: PA6 价格走势



资料来源: 隆众石化商务网

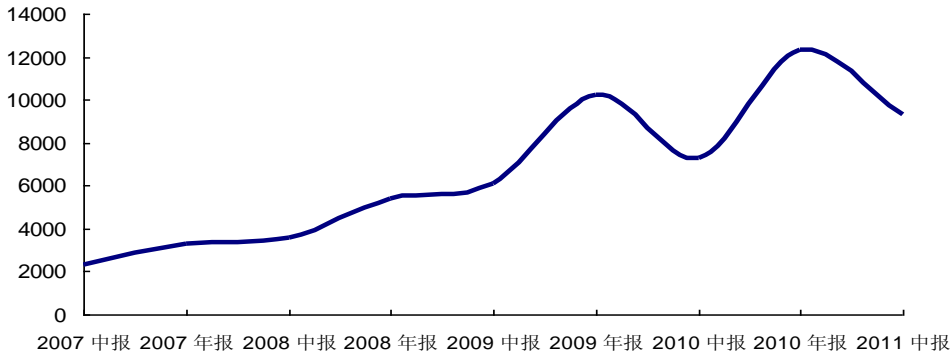
图 3: BOPA 业务的毛利率分析



资料来源: Wind 资讯, 东兴证券研究所

2. 塑料管材管件业务受益于天然气需求保持 20% 的增长, 业绩稳定增长

燃气管材管件保持持续增长, 公司的燃气管道主要是用于从西气东输的大管道接到小区的 PE 管材, 我国天然气的需求每年保持 20% 以上的需求增长, 而燃气管道的建设有一定的技术壁垒需要能够保证良好的施工质量, 以保证未来使用的安全性。我们已经建成了西气东输一线、二线, 未来我国还建设三线、四线等, 燃气需求未来仍然保持比较好的增长。目前公司有燃气管材管件产能 5.1 万吨, 计划增发再建设 1.98 万吨。

图 4：管材管件业务的营业利润分析


资料来源：Wind 资讯，东兴证券研究所

3. 公司增发项目还看锂电池隔膜

公司计划非公开发行股票的数量为不超过4,000万股，发行价格不低于8.16元/股，募集资金总额不超过32,640万元，将用于投资建设“年产19,800吨聚乙烯（PE）燃气、给水用管材管件项目”和“年产2,000万平方米锂离子电池隔膜项目”，分别建设周期为一年和一年半时间。公司生产的锂电池隔膜主要是用于动力电池，现在已经能够少批量生产，主要客户为苏州星恒、比亚迪等十多个客户。

4. 盈利预测及投资评级

公司今年的业绩不理想主要是由于今年上半年由于食品安全导致了BOPA膜需求的下滑，而下半年BOPA的膜的销售情况有所好转，盈利能力有所恢复，但是今年的BOPA的盈利能力明显低于去年，对整个业绩有比较大的拖累。在尼龙价格下滑的情况下，BOPA膜盈利会有稍微的好转，而塑料管材管件的盈利能力会保持持续的增长。公司的业务中我们最看好的锂电池的隔膜，目前已经开始小批量的销售，募投项目预计2013年投产，技术的攻克对公司的业务发展有实质性的意义。我们预计2011-2013年的每股收益分别为0.35、0.45、0.66元，目前价格为7.18元，给予12年20倍市盈率，对应价格为9元，给予“推荐”评级。

利润表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	826.11	1,363.08	1,675.09	1,931.94	2,429.60
营业成本	597.72	1,079.89	1,370.37	1,549.08	1,917.40
营业费用	54.70	58.31	92.13	106.26	133.63
管理费用	28.53	47.60	53.60	61.82	77.75
财务费用	13.27	21.93	25.81	35.69	41.49
投资收益	3.06	5.48	3.00	3.00	3.00
营业利润	130.79	153.67	128.98	173.94	252.35

利润总额	126.44	155.53	130.98	175.94	254.35
所得税	16.00	35.31	26.20	35.19	50.87
净利润	110.44	120.22	104.78	140.75	203.48
归属母公司所有者的 净利润	102.08	116.06	99.78	135.75	198.48
NOPLAT	125.83	135.74	123.83	167.70	235.07
每股净收益(元)	1.06	0.69	0.35	0.45	0.66

资产负债表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	183.29	159.77	217.76	251.15	315.85
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	123.13	192.39	229.46	264.65	332.82
预付款项	52.40	30.95	85.77	147.73	224.43
存货	144.22	239.49	262.81	297.08	367.72
流动资产合计	571.85	719.52	893.20	1,072.94	1,382.08
非流动资产	400.67	467.30	554.86	541.74	530.20
资产总计	972.52	1,186.82	1,448.06	1,614.68	1,912.28
短期借款	288.90	256.90	504.67	499.53	579.93
应付帐款	32.87	142.08	60.07	67.90	84.05
预收款项	15.48	8.07	24.82	44.14	68.44
流动负债合计	379.20	455.84	624.60	648.34	771.69
非流动负债	70.00	100.00	170.00	240.00	310.00
少数股东权益	26.42	27.87	32.87	37.87	42.87
母公司股东权益	496.90	603.11	620.59	688.47	787.71
净营运资本	192.65	263.68	268.60	424.60	610.39
投入资本 IC	658.93	798.11	1,070.38	1,174.72	1,404.66

现金流量表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	110.44	120.22	104.78	140.75	203.48

折旧摊销	51.89	62.44	0.00	31.12	31.54
净营运资金增加	192.65	71.03	4.92	156.00	185.78
经营活动产生现金流	510.38	538.21	(24.85)	90.10	73.03
投资活动产生现金流	(153.07)	(283.70)	(116.66)	(18.00)	(18.00)
融资活动产生现金流	(233.28)	27.13	199.49	(38.71)	9.67
现金净增(减)	124.03	281.64	57.99	33.39	64.70

分析师简介

杨若木

2005年获得工学硕士，2007年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，

我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。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。