

锂离子电池隔膜业务还有待观察, 其它业务稳步发展可期

沧州明珠

(002108)

**事件:** 我们近期赴公司作了实地调研, 就公司主营业务在 2011 年的表现及往后的发展与管理层进行了深入交流。

**公司主营简介:** 公司主要从事燃气、给水、排水、通信用聚乙烯管材管件、BOPA 薄膜制品和锂离子电池隔膜产品的生产和销售。主营产品中, 塑料管材类产品在营收和利润方面占主导地位, 2011 年该类产品营收 1,001.59 百万元, 占比总营收约 60%; 毛利 211.40 百万元, 占比总毛利约 81%。

主要结论

1. 得益于我国城市化进程的持续发展、节能环保政策的鼓励、大规模的水利建设和南水北调工程, 塑料管材业务未来相当长一段时间仍是公司首先倚重的, 也是营收和利润的主要贡献者。我们预计公司这项业务的营收在将来的 3-5 年里保持 10-20% 的增长不算很困难。
2. 薄膜业务: 中国经济发展模式由投资型向消费型转变必将推动塑料包装薄膜的需求升级。塑料包装薄膜未来的发展方向是多样化、专用化及多功能化。公司是国内少数掌握同步法拉伸工艺制造 BOPA 薄膜(与其它薄膜相比, 在强度、环保、透明度、使用温度范围及耐热性等方面具有优势)的企业, 依靠其技术优势保持每年 20% 以上的营收增长是可以期待的, 但由于整个塑料薄膜行业(包括 BOPA 薄膜)基本是完全竞争的, 制造产品所需原材料的价格波动性又比较大, 该产品的盈利增长将继续落后于营收增长并非小概率事件。

首次

增持

分析师: 徐缨

投资咨询执业证书编号: S063051101011

联系信息:

Tel. 0086-21-50536660\*8608

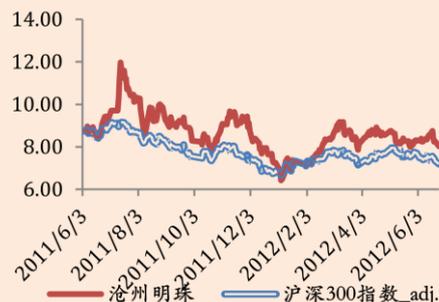
Email: xuying@longone.com.cn

调研日期: 2012.5.18

分析日期: 2012.6.20-2012.6.25

发布日期: 2012.6.26

股价表现(截止到 2012.6.26)



	2011	2012E	2013E
EPS(元)	0.333	0.454	0.614

2011-2013 年总股本 301.65 百万股

3. 锂离子电池隔膜业务: 就技术及制造工艺难度而言, 锂离子电池的各项部件(正极、负极、电解液、隔膜、其它)中, 隔膜是相对比较高的。应用领域较为高端的锂离子电池对于隔膜的要求更是严格, 目前国内能生产的企业几乎没有。公司虽然已成功研制动动力电池用隔膜(用在电动自行车用锂离子电池上), 并已有批量商业供货, 但大规模生产所必需的质量稳定性尚存改进空间, 未来的发展能达到怎样的高度存在一定的不确定性。
4. 在适当假设的前提下, 我们认为公司 2012-2013 年的 EPS 将分别达到 0.454 元和 0.614 元, 对应 2012 年 6 月 25 日的收盘价 8.03 元的动态市盈率为 17.7X 和 13.1X。给予“增持”评级。

## 风险因素

1. 宏观经济波动, 尤其是欧元区国家经济极其不稳定给全球经济带来的风险。
2. 募投项目进展不顺利的风险。
3. 公司各项业务发展不顺利的风险。

## 目录

<b>一. 主营业务介绍</b>	<b>5-6</b>
1. 概述	5-5
2. 分产品介绍	5-6
<b>二. 管材行业简介</b>	<b>6-8</b>
1. 塑料管道行业前景展望	7-8
2. 中国塑料管道行业的前景展望	8-8
<b>三. BOPA 薄膜行业简介</b>	<b>8-10</b>
1. 概况	8-9
2. 中国 BOPA 薄膜行业现状	9-10
<b>四. 动力锂离子电池用(电动自行车用)隔膜行业简介</b>	<b>10-10</b>
<b>五. 估值</b>	<b>10-13</b>
1. 塑料管材、管件业务	10-10
2. BOPA 薄膜业务	11-11
3. 锂离子电池隔膜业务	11-12
4. 估值预测表	12-12
5. 分产品预测表	12-13
<b>六. 结论</b>	<b>13-13</b>
<b>七. 三大表预测</b>	<b>14-16</b>

图表

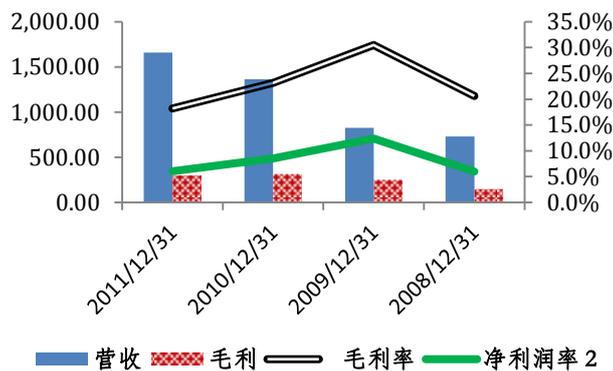
表一	PE 管材与其它管材的性能比较	7
表二	募投项目达产率分析(塑料管材、管件)	10
表三	募投项目达产率分析(锂离子电池隔膜)	11
表四	锂离子电池募投项目每年对于锂离子电池业务的贡献	12
表五	估值假设表	12
表六	营收预测表	12
表七	毛利预测表	12
表八	毛利率预测表	13
表九	每股收益预测表	13
表十~十二	三大表预测	14-16
图一	公司营收及盈利状况(2008-2011)	5
图二	塑料管材、管件业务占比总营收状况(2008-2011)	5
图三	分类产品营收占比总营收	6
图四	PE 燃气管、给水管管材、管件/薄膜制品毛利率	6
图五	PE 管材特点	6
图六	尼龙 6 价格走势	11

一. 主营业务介绍

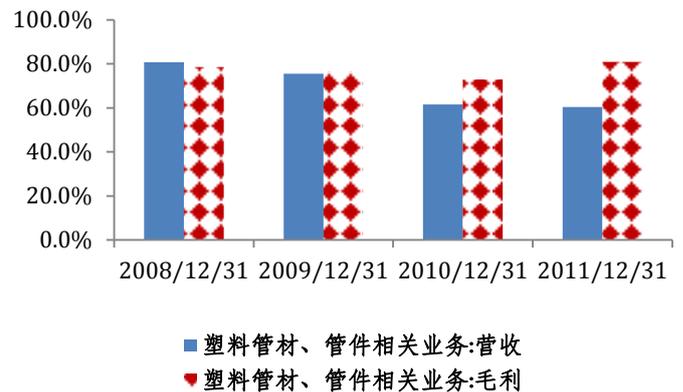
1. 概述

公司主营各类聚乙烯(PE)为原料的管件、管材;聚酰胺(尼龙)为原料的 BOPA 薄膜以及聚乙烯、聚丙烯为原料的锂离子电池隔膜的生产与销售。在各类产品中,管件、管材,无论在营收贡献还是毛利贡献方面都居于主导地位。2011年,管件、管材及其相关业务的营收为 1,001.60 百万元, 占比总营收 60%;毛利 211.40 百万元, 占比总毛利接近 81%。

图一. 公司营收及盈利状况(2008~2011)



图二. 塑料管材、管件业务占比总营收状况(2008~2011)



来源: 东海证券研究所

注释: 图一.- 右轴为毛利率和净利率2; 左轴为营收和毛利

毛利率的计算 = [营收 - (成本-折旧-摊销)]/营收

净利率2: 归属母公司股东之净利率

图一.解读: 公司产品的盈利能力的增长没有跟上营收的增长。

图二.解读: 管材、管件业务的盈利贡献度在上升,但其盈利能力在下降,这是总体盈利能力下降的主要原因。

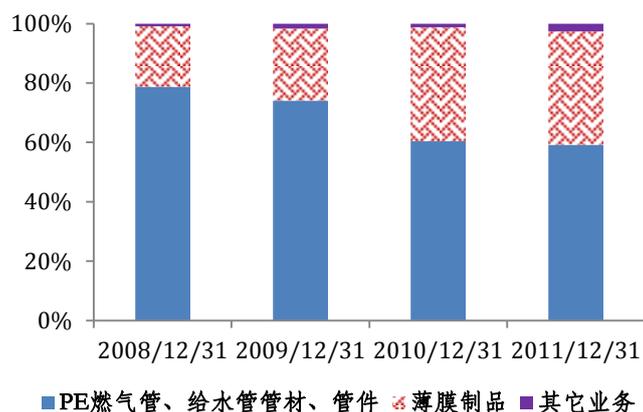
2. 分产品介绍

公司主营产品分为三类:塑料管件/管材相关业务、薄膜业务和其它业务。

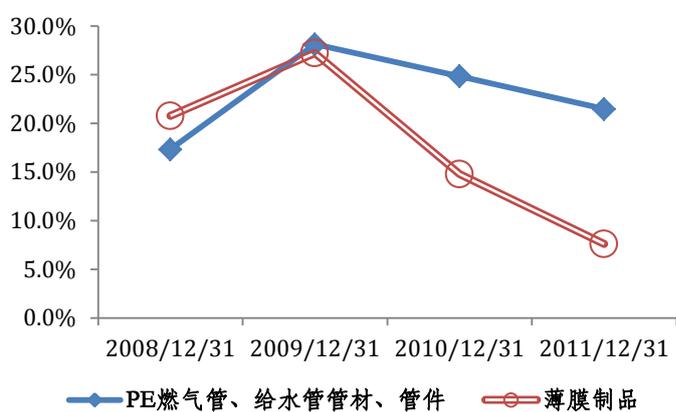
塑料管件/管材业务又以 PE 燃气管和给水管用管件、管材为主,其它如:排水和排污管用、硅胶管用等管材以及工程服务的营收在塑料管件/管材相关业务中的占比呈逐年下降的趋势。由于 PE 燃气管和给水管用管件、管材的盈利能力这几年呈现下降趋势,导致这一类别业务的盈利状况不佳,虽然这一类别的业务盈利能力是公司三类业务中目前盈利能力最强的。

薄膜制品:以 BOPA 薄膜为主,最近几年的营收增长引人注目。2008年时,该类产品的营收占比总营收 18.5%,而 2011年则已上升至 37.1%。从盈利角度,该类资产表现令人失望,毛利占比总毛利的份额呈现逐年下降的趋势,毛利率亦从最高时(2009年)的 27.2%降至 2011年的 7.6%。2012年开始,锂离子电池用隔膜制品可以稍稍提升整个薄膜业务对整体业务的利润贡献度,但由于公司大规模生产隔膜尚存质量稳定性有待进一步提高等问题,隔膜对盈利贡献度提高的幅度应该不会显著。

图三. 分类产品营收占比总营收(2008-2011)



图四: PE 燃气管、给水管管材、管件/薄膜制品毛利率(2008-2011)



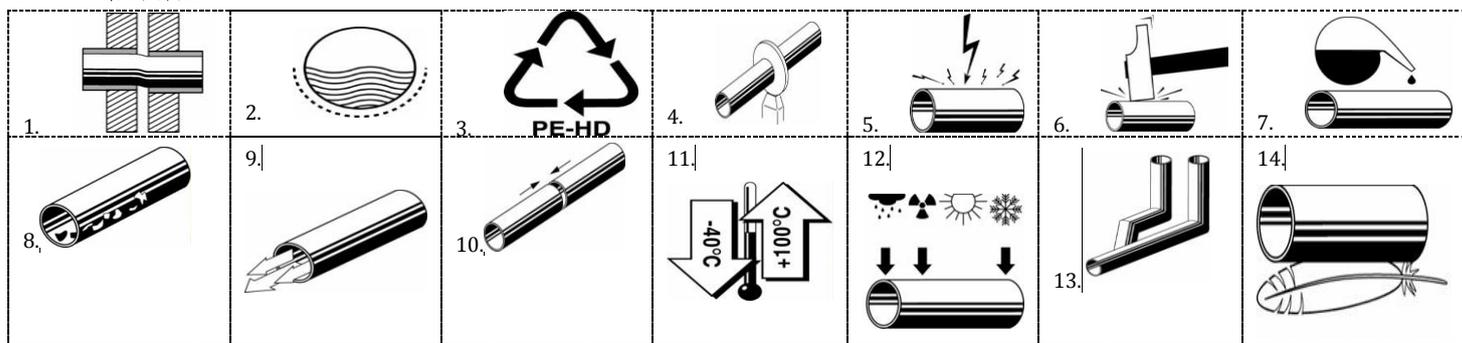
来源: 东海证券研究所

## 二. 管材行业简介

管材行业是化学建材行业下的一个细分行业。其上游行业是 PE、PVC 和 PP 行业以及金属行业，下游应用领域比较广泛，可用于制造光缆、电缆保护管，燃气输送管，城市排水、给水和污水处理管，公路、铁路排水管以及农业排灌管等。

与传统管材(如: 铸铁管材等)相比，塑料管材，尤其是 PE 管材具有如下特点:

图五. PE 管材特点



来源: HEBEISHGROUP, 东海证券研究所

注释: 1. 弹性好; 2. 导热性低; 3. 对环境友好; 4. 非常适合焊接; 5. 绝缘性好; 6. 抗冲击性能佳; 7. 耐化学腐蚀; 8. 耐破损; 9. 内壁平滑; 10. 更适合同类焊接; 11. 适用温度范围广; 12. 适于恶劣环境; 13. 易于构造; 14. 重量轻

表一. PE 管材与其它管材的性能比较

性能	PVC	PE 100	D. Iron (可延伸铁)	GRP(玻璃纤维再加固管道)
脆性	脆弱的	非常有抗力的	有抗力的	部分抗力的
最大可制造长度 (m)	6	500	6	6/12
耐腐蚀、耐磨损性	部分抗力的	非常有抗力的	很脆弱	脆弱
卫生性	令人不安的	优异	令人不安的	有问题的
管壁弹性系数	33	377	1	< 33
水冲击阻尼能力	有问题的	优异	有问题的	有问题的
沟渠加宽度 (%管道直径)	超过 110%	超过 5-10%	超过 110%	超过 200%
管道周围的加垫必要性 (最大:100, 最小:0)	100	10	60	100
地层移动的适应性	不佳	佳	不佳	不佳
分支的可能性	很难	很容易	难	难

资料来源: HEBEISH Group, 东海证券研究所

注释: 举例来说, 气压 10bar, 水速 3 米/秒的情况下, PE100 管道受到的水流冲击力上升 40%, PVC 管道上升 116%, 钢铁制管道上升 385%。对于管壁弹性系数较低的管道, 其设计承压能力必须高于运营压力。

1. 塑料管道行业前景展望: 需求量在 2010-2015 年期间的年复合增长率将达到 7.3%; HDPE、ABS、FRP 和聚丙烯管道的年复合增长率将超过这一数字, 而 PVC 管道则低于 7%。

按照 Freedonia Group 2011 年 5 月的观点, 全球塑料管道市场需求量将以 7.3% 的年复合增长率在 2015 年达到 20.3 百万公吨(2010 年 14.3 百万公吨, 总金额约 281 亿美元), 这一增长幅度低于 2005-2010 年期间获得的超过 10% 的增长率。增长率下滑的最主要原因是来自于中国的需求量增长的放缓。不过, 世界的其它地区, 如: 非洲/中东地区、东欧、北美、西欧和亚洲的其它地区在 2010-2015 年期间对于塑料管道的需求量将比 2005-2010 年有所好转, 其中最主要的原因是原油和天然气生产技术的进步以及天然气消费所呈现上升的趋势将刺激能源管道的需求。农业和其它部门由于出产量的上升和需灌溉土地的增加也将刺激对于塑料管道的需求。考虑到 2010-2015 年期间, 全球用于居住方面的建筑将有所反弹, 塑料管道在这方面的销售额的年复合增长率将接近 6%。非居住及非建筑物方面的建造活动的稳固增长也对塑料管道的需求增长有所贡献。

2010-2015 年期间的塑料管道新增需求量的 3/5 来自于亚洲和太平洋地区, 中国的需求量占据亚太地区新增需求量的 60%。需要一提的是塑料管道在美国的需求量在上述期间将实现大约 7% 的年复合增长率。

全球 HDPE 管道以及以 ABS(丙烯腈-丁二烯-苯乙烯)、FRP(经玻璃纤维再加固的塑料)和聚丙烯为原材料的管道的需求量, 在 2010-2015 年期间的年复合增长率将超过塑料管道整体需求量的年复合增长率。其中的原因在于在天然气分布网络方面的投资增加以及原油和天然气出产量的稳固增长。另外, HDPE、ABS

和聚丙烯管道作为 PVC 管道的替代, 在建筑领域的应用未来会越来越广泛。

HDPE 管道、ABS 和聚丙烯管道, 尤其是 HDPE 管道是塑料管道未来的发展方向, 但大直径( $\geq 15$  英寸)管道仍将以混凝土和可延伸铁制的管道为主。

2. 中国塑料管道行业的前景展望: **得益于城市化进程的持续发展、节能环保政策的鼓励、大规模的水利建设和南水北调工程, 中国塑料管道行业在 2010-2015 年期间的年复合增长率仍将达到 9.7%。**

2010 年, 中国市场对于塑料管道的需求量约为 4.9 百万公吨, 2015 年将达到 7.8 百万公吨, 年复合增长率 9.7%。以下两大主要因素促使中国塑料管道需求量, 在未来的 3-5 年里, 仍将以快于世界平均水平的速度增长。

- 城市化进程的不断推进将加快各种基础设施的建设。由于传统的铸铁、镀锌和混凝土等管道早在 5 年前就已禁止在城镇污水管道系统和民用建筑的排水管道系统中使用, 由此带来的塑料管道在建筑排水系统、散热器采暖系统、城乡供水系统、燃气管道系统、电力/通讯保护套管系统等方面的需求将大幅增长。

按照住建部的估算, 2010-2020 年, 仅需要维修和更替的城市供水管道系统就达到 130,000 公里, 涉及的投资额不低于 8,000 亿元。

污水处理管道: 一座中型以上城市建造一家污水处理厂需要的投资额约为 2 亿人民币, 而整个网管建设的投资需要 4 亿元人民币。

燃气管道: 2010-2020 年, 我国将建设 4 条大规模的天然气输送管网。天然气输送管网的主管道是钢制的, 而由主管道延伸至人口稠密区的支线管道基本就是塑料材质的。由此驱动的塑料管道的需求量是非常巨大的。以西气东输天然气管道线为例, 需要的钢制管道 172 万吨, PE 管道 200 万吨。

- 水利工程: 我国是农业大国, 农业用水量巨大, 但农田水利设施和输水设备落后, 节水灌溉、农村饮水安全、农村自来水工程是我国农村水利工程的重中之重。2010-2020 年, 解决农村饮水不安全问题以及完成灌区的续建配套和节水改造任务将在水利工程方面将带动约 4 万亿元人民币的投资。
- 南水北调: 总投资接近 5,000 亿元人民币, 到 2012 年底将累计完成约 40% 的投资。东、中、西主干线加上沿线支渠的总长度将达到 1 万公里左右, 由此带给塑料管道的需求量非常巨大。

### 三. BOPA 薄膜行业简介

1. 概况: **BOPA 薄膜是未来包装材料用薄膜的发展方向之一。2015 年之前, 全球 BOPA 需求量的年增幅仍将达到 8%, 其中, 日本和欧洲的增幅将达到 6%, 北美 5%, 中国的年增幅仍将高达 15-20%。**

BOPA 是双向拉伸尼龙薄膜的英文简称, 是生产各种复合包装材料的重要原材料, 目前已成为继 BOPP、BOPET 薄膜之后的第三大包装材料。与其它包装材料用薄膜相比, BOPA 薄膜具有更好的透明度

和光泽、更强的气味阻隔、抗热、抗油等。最近,由于 BOPA 薄膜的无毒、无害性,它在食品包装工业的应用呈现上升趋势,尤其是在冷冻食品、蒸煮食品和真空包装食品上的应用范围在快速扩展。另外,资源节约和环保等方面的要求愈来愈严格,亦为 BOPA 薄膜开辟了广阔的应用市场。

预计未来 3-5 年内, BOPA 的需求量年增幅并不会因为过去几年的高增长而出现大幅放缓。相反,全球 BOPA 需求量的年增幅仍将达到 8%,其中,日本和欧洲的增幅将达到 6%,北美 5%,中国的年增幅仍将高达 15-20%。

## 2. 中国 BOPA 薄膜行业现状

### □ 营运效率较低,但实际产能并未严重过剩

按照咨询公司 Frost & Sullivan 的观点,中国 BOPA 工业起步较晚,直到 2000 年早期才有了第一条生产线。由于该类薄膜的优异性能,加上国内自产品之于进口品的价格优势, BOPA 的需求量增长非常快,产能随之上升得更快,2011 年的需求量达到约 8-8.5 万吨,而产能则已升至 9 万吨。不过,由于国内的相当部分的 BOPA 生产线和生产工艺是从国外进口的,国内厂家在消化吸收海外技术方面做得并不好,生产效率低下,产品质量亦不稳定,实际的产能并没有 9 万吨。

### □ 就目前而言,两步法的市场更大,前景也更好,但竞争激烈;同步法市场相对较小,但真正掌握制造技术的企业较少,市场前景值得期待。

在国内, BOPA 薄膜的生产方法主要有两种:同步法和二步法。所谓同步法指的是塑料原料(尼龙 6)在拉伸机内,同时完成纵向和横向的拉伸,并且过程中的冷热处理也在拉伸时完成。而二步法指的是:首先,在加垫时完成纵向拉伸;然后,薄膜的两侧用薄膜夹紧固,进行横向拉伸,最后进行热处理完成薄膜的制造。

同步法与两步法的原理相同,但制成的薄膜略有不同,适用于不同的领域,两者的应用市场都比较广阔。2011 年,国内对于同步法制成的薄膜的需求量大约在 2 万吨,对二步法制成的需求量在 6-6.5 万吨。

同步法和二步法制成的薄膜各有优缺点,同步法的最大优点在没有弯曲效应,适用于对于包装材料平整度要求比较高的物品,如:注射管等消过毒的医疗器械和医用输液袋及化妆乳液、洗涤剂、液体香波等化妆品。同步法制成的 BOPA 薄膜作为集成电路等电器元件的包装材料也非常普遍。而二步法的优点在于延伸强度、机械强度都较高,破损率较低。另外,二步法的生产工艺相对简单,生产比较容易控制,成品率更高。二步法制成的薄膜材料更适合于食品的包装材料,尤其是快速食品行业的真空包装和冷冻包装。

同步法使用的设备较贵,因而生产成本更高。

中国 BOPA 市场前景:仅以食品消费和医疗器械带动的 BOPA 薄膜市场为例。

随着经济的发展、人口的增长、生活水平的提高、可支配收入的增加以及生活节奏的加快,中国消费者对于食品(尤其是快餐类食品)的数量和质量的要求会随之提高,按照 Religare Technova Limited 和 Euromonitor International 的估算,中国大陆的休闲食品市场容量在 2010 年大约为 \$3,100 亿美元,

2015 年将达到近 5,000 亿美元, 其中占比 40% 的包装食品的市场容量在 2015 年将达到 1,800 亿美元。仅此一项就将为二步法制成的 BOPA 薄膜带来巨大的需求。

中国的医疗器械设备市场容量: 简单测算一下, 2011 年, 上海一家一级医院一年的医疗器械采购量在 1.5~2 亿元人民币, 上海有 25 家这样的一级医院, 一年的采购额就大约是 22.5~50 亿元人民币。全国 25 个主要城市, 一年的采购量是 562.5 - 1,250 亿元人民币。其它数量更多的非一级医院的年总采购量是上述一级医院采购量的至少 2 倍, 那么合在一起, 中国医疗器械的市场容量就不低于 1,687 亿元人民币。按照 Espicom 的预测, 中国的医疗器械市场容量的年增长率不低于 10%, 那么 2015 年, 这一市场容量将不低于 2,479 亿元人民币。同步法制成的 BOPA 薄膜仅在此领域就有很广阔的应用空间。

预计未来 3-5 年里, 作为耗材的 BOPA 薄膜在中国的市场将保持每年 10-15% 的增幅, 2015 年的需求量将达到约 12 万吨。

#### 四. 动力锂离子电池用(电动自行车用)隔膜行业简介

公司研制的隔膜的目标应用领域是动力电池, 目前第一步想进入的是电动自行车用锂离子电池领域, 但量并没有上规模。

我国电动自行车(电动摩托也算在其中)行业正处在稳定发展期, 2011 年的销量为 2200 万辆, 一辆电动自行车配一组电池, 不计算电池更换的量, 电动自行车用电池的销量也在 2200 万组左右。未来虽仍有一定的上涨空间, 但不大, 一般就保持在 2000-3000 万组范围内波动。在 2200 万组电池中, 锂离子电池仅占 1.8%。随着今年 7 月 1 号开始实行铅蓄电池行业准入条件后, 铅酸电池在电动自行车领域独霸江山的局面将获得改观。预计到 2015 年, 电动自行车用电池中的 10% 是锂离子电池。换句话说, 届时电动自行车用锂离子电池的市场容量将达到 250 万组左右, 大约是现在的 6 倍。

不同电压的电池组中的电芯数量不一样, 我们假设平均为一组电池有 10 颗电芯。一颗电动自行车用锂离子电池电芯需要大约 0.1 平米隔膜, 那么一组电动自行车用锂离子电池(亦即:一辆电动自行车所需锂离子电池)需要隔膜大约 1 平方米。目前电动自行车用锂离子电池的市场价格大约 10-12 元/平方米, 假设隔膜价格从现在到 2015 年无太大变化, 市场容量约为 2500-3000 万元。应该说市场容量不大, 但考虑到 2011 年的市场容量只有 400-500 万元, 未来 4 年的年复合增长将非常吸引人(年复合增长率将接近 60%)。

#### 五. 估值

1. 塑料管材、管件类业务: 公司在这类业务上具有经验、技术和规模优势, 目前年产能超过 6 万吨。另有在建的募投项目产能 1.98 万吨将于 2012 年第四季度竣工。2012 年产能达到 7 万吨以上应该不是件困难的事。以公司在该产品上的生产规模和效率来看, 毛利率维持在 20-22% 应是可预期的。

表二. 募投项目达产率分析

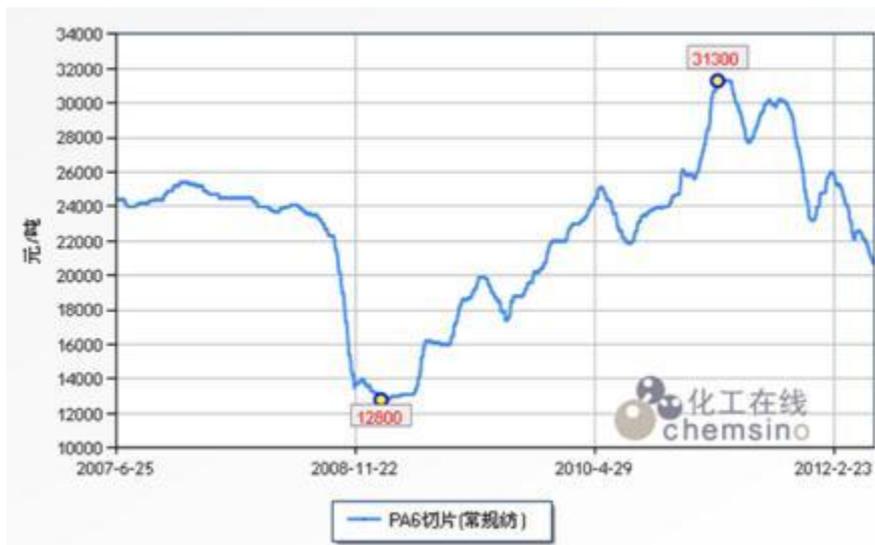
募投项目	2012 年达产率	2013 年达产率
年产 19,800 吨的 PE 管材、管件项目	60-80%	100%

来源: 公司公告, 东海证券研究所

2. BOPA 薄膜: 公司目前产能 1.8 万吨(本部产能 9000 吨/年), 另有年产 5000 吨的项目(自筹资金)在建, 预计 2012 年底-2013 年初可以竣工。这个 5000 吨对于 2012 年的业绩不会有贡献。假设 2013 年可实现 80% 达产。

考虑到薄膜行业是个完全竞争行业, 加之去年由于尼龙 6 的价格波动非常剧烈使得公司这一业务的毛利率在 2011 年大幅下降超过 7 个百分点。我国尼龙 6 的产能在逐步扩大, 对于进口的依赖在放缓, 今年的价格仍将显示波动, 但幅度将小于去年。我们认为公司在该业务上的毛利率将有所回升。

图六. 尼龙 6 价格走势



资料来源: 化工在线

3. 锂离子电池隔膜: 公司的这项业务才起步, 存在各种不确定因素, 今年的实际产能大约在 600 万平米上下。公司的第一步目标是成为电动自行车用锂离子电池的隔膜。据我们了解, 公司下游客户尚未在电动自行车用锂离子电池上大规模使用公司提供的产品。按照大约 9 元/米的价格, 本产品今年的营收贡献大约能在 5,400 万元左右。

在建募投项目 - 年产 2000 万平米的动力锂电池隔膜的建设周期为 1 年半, 估计在 2013 年中能完全竣工。按照公开信息, 竣工后第一年达产 60%、第二年 80%、第三年 100%。

表三. 募投项目达产率分析

募投项目	竣工后第一年达产率	竣工后第二年达产率	竣工后第三年达产率
年产 2000 万平米的锂离子电池隔膜项目	60%	80%	100%

来源: 公司公告, 东海证券研究

表四. 锂离子电池募投项目每年对于锂离子电池业务的贡献

2012年	2013年	2014年	2015年
0	40%	60%	70%

来源: 东海证券研究所

#### 4. 估值假设表

表五. 估值假设表

	2011	2012E	2013E
PE 管材、管件营收增长率	20.4%	20%	25%
BOPA 薄膜营收增长率	21.5%	20%	20%
锂离子电池隔膜产能(百万平米)	0	6	14
锂离子电池隔膜售价(元/平米)	9	9	9
其余业务占比总营	5.30%	5%	4.50%

PE 管材、管件毛利率	21.45%	21.0%	20.0%
BOPA 薄膜的毛利率	7.6%	8.1%	8.6%
锂离子电池隔膜毛利率	-	50.0%	60.0%
其余业务平均毛利率	10.9%	11.0%	12.0%

#### 5. 分产品营收预测表

表六. 营收预测表(百万元)

year	2011	2012E	2013E
PE 管材、管件	956.89	1,148.27	1,435.33
BOPA 薄膜	615.60	738.72	886.47
锂离子电池隔膜	0.00	54.00	126.00
其余业务	87.73	102.16	115.34
总营收	1,660.22	2,043.14	2,563.14

表七. 毛利预测表(百万元)

year	2011	2012E	2013E
PE 管材、管件毛利	205.29	241.14	287.07
BOPA 薄膜的毛利	46.69	59.84	76.24
锂离子电池隔膜毛利	0.00	27.00	75.60
其余业务毛利	9.32	11.24	13.84
总毛利	261.30	339.21	452.74

**表八. 毛利率预测表(百万元)**

year	2011	2012E	2013E
PE 管材、管件毛利率	21.5%	21.0%	20.0%
BOPA 薄膜的毛利率	7.6%	8.1%	8.6%
锂离子电池隔膜毛利率	-	50.0%	60.0%
其余业务平均毛利率	10.6%	11.0%	12.0%
总营毛利率	15.7%	16.6%	17.7%

**表九. 每股收益预测表**

净利润率	6.1%	6.7%	7.2%
归属母公司净利润	100.60	137.09	185.28
# of shares outstanding(百万股)	301.65	301.65	301.65
EPS(元)	0.333	0.454	0.614

六. **结论:** 在适当假设的前提下, 我们预测公司 2012-2013 年的 EPS 约为 0.454 元和 0.614 元, 对应 2012.6.25 收盘价 8.03 元的市盈率为 17.7X 和 13.1X, 予以“增持”评级。

## 七. 三大表预测

表十.资产负债表预测(百万元)

资产负债表(百万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E
现金及现金等价物	183.29	159.77	111.83	133.00	127.00
应收款项	191.94	289.31	443.54	484.71	612.26
存货净额	144.22	239.49	180.38	328.27	376.64
其他流动资产	52.40	30.95	48.86	78.71	77.45
<b>流动资产合计</b>	<b>571.85</b>	<b>719.52</b>	<b>784.61</b>	<b>1,024.68</b>	<b>1,193.36</b>
固定资产	323.35	386.49	386.37	433.05	467.75
无形资产及其他	29.25	30.65	68.74	66.45	64.16
投资性房地产	8.25	8.81	8.66	8.66	8.66
长期股权投资	39.82	41.34	41.34	41.79	42.45
<b>资产总计</b>	<b>972.52</b>	<b>1,186.82</b>	<b>1,289.72</b>	<b>1,574.63</b>	<b>1,776.37</b>
短期借款及交易性金融负债	288.90	266.90	409.46	461.84	427.72
应付款项	32.87	142.08	83.51	136.56	187.86
其他流动负债	57.43	46.86	53.36	95.96	95.98
<b>流动负债合计</b>	<b>379.20</b>	<b>455.84</b>	<b>546.33</b>	<b>694.36</b>	<b>711.56</b>
长期借款及应付债券	70.00	100.00	18.60	18.60	18.60
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>长期负债合计</b>	<b>70.00</b>	<b>100.00</b>	<b>18.60</b>	<b>18.60</b>	<b>18.60</b>
<b>负债合计</b>	<b>449.20</b>	<b>555.84</b>	<b>564.93</b>	<b>712.96</b>	<b>730.16</b>
少数股东权益	26.42	27.87	26.11	26.11	26.11
股东权益	496.90	603.11	698.68	835.56	1,020.10
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>972.52</b>	<b>1,186.82</b>	<b>1,289.72</b>	<b>1,574.63</b>	<b>1,776.37</b>

表十一. 损益表预测(百万元)

利润表(百万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E
营业收入	826.11	1,363.08	1,660.22	2,043.06	2,563.02
营业成本	597.72	1,079.89	1,398.92	1,703.92	2,109.37
营业税金及附加	3.34	5.92	4.04	6.13	7.69
销售费用	54.70	58.31	58.05	79.68	105.08
管理费用	28.53	47.60	44.86	65.38	82.02
财务费用	13.27	21.93	26.26	(29.40)	(44.79)
投资收益	3.06	5.48	6.32	0.00	0.00
资产减值及公允价值变动	0.81	1.25	5.37	2.48	3.03
其他收入	(1.62)	(2.49)	(10.75)	(58.79)	(89.59)
营业利润	130.79	153.67	129.04	161.04	217.10
营业外净收支	(4.36)	1.86	5.81	0.00	0.00
利润总额	126.44	155.53	134.85	161.04	217.10
所得税费用	(16.00)	(35.31)	(33.31)	(24.16)	(32.57)
少数股东损益	8.36	4.16	0.93	0.00	0.00
归属于母公司净利润	102.08	116.06	100.60	136.89	184.54
EPS(元)	1.035	0.385	0.333	0.454	0.612

表十二. 现金流量表预测(百万元)

现金流量表(百万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E
净利润	102.08	116.06	100.60	136.89	184.54
资产减值准备	(4.20)	0.44	4.13	(5.37)	0.00
折旧摊销	23.08	32.53	40.13	42.66	49.90
公允价值变动损失	(0.81)	(1.25)	(5.37)	(2.48)	(3.03)
财务费用	13.27	21.93	26.26	(29.40)	(44.79)
营运资本变动	(108.77)	(72.68)	(160.82)	(128.63)	(123.35)
其它	12.56	3.72	(3.19)	5.37	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>23.93</b>	<b>78.82</b>	<b>(24.53)</b>	<b>48.43</b>	<b>108.05</b>
资本开支	(151.03)	(96.61)	(48.48)	(79.19)	(79.28)
其它投资现金流	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(150.86)</b>	<b>(98.13)</b>	<b>(48.48)</b>	<b>(79.64)</b>	<b>(79.93)</b>
权益性融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债净变化	70.00	30.00	(81.40)	0.00	0.00
支付股利、利息	(9.86)	(5.03)	(30.17)	0.00	0.00
其它融资现金流	131.52	(54.16)	248.20	52.38	(34.12)
<b>融资活动现金流</b>	<b>251.81</b>	<b>(4.21)</b>	<b>25.07</b>	<b>52.38</b>	<b>(34.12)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>124.88</b>	<b>(23.52)</b>	<b>(47.94)</b>	<b>21.17</b>	<b>(6.00)</b>
货币资金的期初余额	58.41	183.29	159.77	111.83	133.00
货币资金的期末余额	183.29	159.77	111.83	133.00	127.00
企业自由现金流	0.00	35.16	(10.15)	(3.30)	69.88
权益自由现金流	0.00	0.00	156.65	49.08	35.76

**作者简介**

**徐婴**：毕业于美国 Georgia State University，获 MBA/金融学双硕士学位。2007 年加入东海证券研究所。

**评级定义**

**市场指数评级** 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%  
 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间  
 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

**行业指数评级** 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%  
 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间  
 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

**公司股票评级** 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%  
 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间  
 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间  
 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间  
 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

**风险提示**

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

**分析师承诺**

本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系，本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

**免责条款**

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

**资格说明**

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

**联系方式**

北京东海证券研究所	上海东海证券研究所
中国北京 100089	中国上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897