



## 稳中求发展

## 增持

### 投资要点:

- 业绩低于预期, 下调全年每股收益
- PE管业务毛利率保持稳定, BOPA膜毛利率反弹如预期
- 各项业务收入不达预期, 量价的原因

### 报告摘要:

- 三季度报告低于预期, 下调全年每股收益。** 季报显示, 公司实现主营业务营业收入 13.20 亿元, 同比增长 6.88%, 三季度收入仅增长 3.32%, 呈现增长乏力, 前三季度实现每股收益 0.28 元, 同比增长 16.67%, 三季度仅实现每股收益 0.11 元, 同比没有增长。考虑到下面的因素, 我们下调了公司全年的每股收益至 0.39 元/股。
- PE管业务毛利率保持稳定, 但收入低于预期。** 公司 PE 管毛利率始终保持在 20% 左右, 符合预期, 但该项目收入由于量价的原因, 我们进行了一定程度的下调, 预计全年该项目收入在 11 亿左右。
- BOPA膜毛利率有所反弹, 但收入低于预期。** BOPA 膜的毛利率上升是预期之中, 主要是由于 CPL 价格回落所致, 但 BOPA 膜的量价也出现了回落, 收入低于预期, 我们预计全年该项目收入约为 6 亿左右。
- 锂电池隔膜毛利率高于预期, 销量低于预期。** 锂电池隔膜毛利率达到 50% 以上, 高于此前的 45% 的预期, 但从销售收入来看, 销量应该低于我们的预期, 预计该项目全年收入在 2500-2800 万之间。
- 投资建议。** 我们预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.39、0.50、0.58 元, 对应 PE 分别为 20X、16X、14X, 估值相对合理, 但考虑到公司未来锂离子电池隔膜放量有利于提升估值水平(可能比较有限), 加之 PE 管具有稳定的盈利能力, 公司在弱势中是化工板块很好的防御品种, 我们给予增持的投资评级。

主要经营指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1,660	1,782	2,019	2,203
(+/-%)	21.8%	7.4%	13.3%	9.1%
净利润(百万元)	101	133	170	197
(+/-%)	-13.3%	32.6%	27.2%	16.4%
每股收益(元)	0.33	0.39	0.50	0.58
市盈率 (PE)	23.7	20.2	15.9	13.6

### 化工研究组

#### 分析师:

张延明(S1180510120009)

电话: 010-88085975

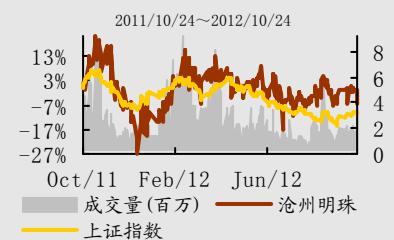
Email: zhangyanming@hysec.com

祖广平(S1180510120011)

电话: 010-88085610

Email: zuguangping@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

季报点评: 沧州明珠: 费用略有上涨, 毛利率略有提高

2012/4/19

跟踪报告: 沧州明珠: 业绩增长业绩稳定增长可期

2012/2/28

季报点评: 沧州明珠: BOPA膜变好的概率增强

2011/7/21

季报点评: 深圳惠程: 各产品线均有进展, 隔膜进度超预期

2012.4

季报点评: 深圳惠程: 购地启航氯代苯酐战略

2011.11

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	112	112	112	112	营业收入	1660	1782	2019	2203
应收款项	444	476	539	589	营业成本	1399	1451	1618	1753
存货净额	180	189	210	227	营业税金及附加	4	4	5	5
其他流动资产	49	52	59	65	销售费用	58	73	83	90
流动资产合计	785	829	921	993	管理费用	45	56	63	68
固定资产	386	463	549	558	财务费用	26	22	26	25
无形资产及其他	69	66	64	62	投资收益	6	3	3	3
投资性房地产	9	9	9	9	资产减值及公允价值变动	(5)	0	0	0
长期股权投资	41	41	41	41	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1290	1409	1584	1663	营业利润	129	179	227	264
短期借款及交易性金融负债	409	433	478	414	营业外净收支	6	2	2	2
应付款项	84	87	97	105	利润总额	135	181	229	266
其他流动负债	53	57	63	68	所得税费用	33	45	57	66
流动负债合计	546	577	639	587	少数股东损益	1	2	2	2
长期借款及应付债券	19	19	19	19	归属于母公司净利润	101	133	170	197
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	19	19	19	19	现金流量表 (百万元)				
负债合计	565	595	657	606	净利润	101	133	170	197
少数股东权益	26	28	30	32	资产减值准备	4	(5)	0	0
股东权益	699	786	896	1025	折旧摊销	40	31	37	43
负债和股东权益总计	1290	1409	1584	1663	公允价值变动损失	5	0	0	0
					财务费用	26	22	26	25
关键财务与估值指标					营运资本变动				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
每股收益	0.33	0.39	0.50	0.58	其它	(4)	7	2	2
每股红利	0.12	0.14	0.17	0.20	经营活动现金流	(14)	123	133	184
每股净资产	2.32	2.31	2.64	3.02	资本开支	(38)	(100)	(120)	(50)
ROIC	11%	13%	14%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	14%	17%	19%	19%	投资活动现金流	(38)	(100)	(120)	(50)
毛利率	16%	19%	20%	20%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	11%	12%	13%	负债净变化	(81)	0	0	0
EBITDA Margin	12%	13%	14%	15%	支付股利、利息	(35)	(46)	(59)	(69)
收入增长	22%	7%	13%	9%	其它融资现金流	237	23	46	(65)
净利润增长率	-13%	33%	27%	16%	融资活动现金流	4	(23)	(13)	(134)
资产负债率	46%	44%	43%	38%	现金净变动	(48)	0	(0)	0
息率	1.5%	1.9%	2.5%	2.9%	货币资金的期初余额	160	112	112	112
P/E	23.7	20.2	15.9	13.6	货币资金的期末余额	112	112	112	112
P/B	3.4	3.4	3.0	2.6	企业自由现金流	(4)	36	29	149
EV/EBITDA	15.2	14.4	11.7	10.0	权益自由现金流	151	43	56	65

资料来源：公司资料和宏源证券预测

**分析师简介:**

**张延明:** 宏源证券研究所化工行业组组长&化工行业研究员, 南开大学金融学硕士, 从业 6 年, 2010 年 6 月加盟宏源证券, 主要覆盖深圳惠程、辉丰股份、红太阳、泰和新材、传化股份、西陇化工、津膜科技、中泰化学、内蒙君正、沧州明珠等公司。

**机构销售团队**

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@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

**免责声明:**

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。