



证券研究报告：公司研究/点评报告

塑料制造业

报告原因：半年报公布

2013年8月22日

市场数据：2013年8月22日

收盘价(元)	9.53
一年内最高/最低(元)	10.75/6.07
市净率	2.98
股息率	-
流通A股市值(百万元)	3204.70

基础数据：2013年6月30日

每股净资产(元)	3.20
资产负债率%	43.72
总股本/流通A股(百万)	340.15/336.27
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究

分析师：裴云鹏

投资咨询证书编号：S0760511010009

peiyunpeng@sxzq.com

研究助理：张良

021-38529769

zhangliang@sxzq.com

地址：上海浦东新区源深路1088号7层

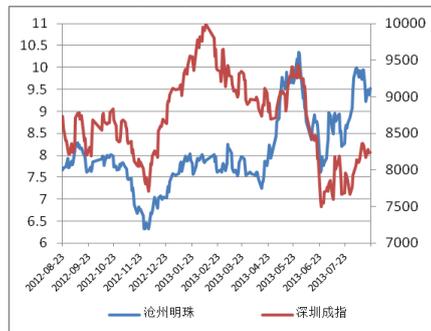
<http://www.i618.com.cn>

销售联系人：张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

一年内公司股价与大盘对比走势：



沧州明珠 (002108)

锂离子电池隔膜成主要增利动力, 包装薄膜受益
原料价格下跌

增持

首次评级

半年目标价：8.33-11.94元

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

	主营收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2012A	1762.4	1454.8	121.7	0.36	26.6
2013E	1901.3	1540.0	157.5	0.46	20.6
2014E	2320.5	1872.5	193.3	0.57	16.8
2015E	2637.3	2128.6	219.3	0.64	14.8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- 公司2013年半年报显示：2013年上半年营业收入8.53亿元，营业成本6.92亿元，实现归属母公司净利润0.66亿元，同比分别增长4.91%、2.94%和25.16%。
- 公司3个新建产能项目按计划顺利投产。19,800吨燃气、给水用管、2000万平方米锂离子电池隔膜，5000吨BOPA薄膜上半年顺利投产。
- 全国锂离子电池产量增速大幅下滑，产值同比大幅增长。全国今年3-7月锂离子电池产量同比增长9%，而全国锂离子电池制造企业1-6月累计营业收入同比增长27.49%。
- 锂离子电池2000万平方米投产，销量接近去年收入。公司2000万平方米锂离子电池隔膜项目于今年二季度投产。2013年上半年实现销售收入2488.58万元，毛利率进一步提升至61.07%。
- 给排水及燃气管道收入增速继续放缓，硅芯管收入毛利双增长。除尼龙包装薄膜收入负增长外，其他产品增速都有一定程度下滑，但毛利水平都有不同程度提升，原因之一是上半年原油价格保持低位。
- 应收账款增速随营业收入增速放缓。截至本报告期末，应收账款6.31亿元，其中90%账龄为1年以内；较期初增加1.68亿元，其中一年以内账款占增长总额87.6%。
- 我们预测公司2013-2015年EPS为0.46、0.57、0.64元，公司锂离子电池隔膜顺利按计划投产，下半年稳步放量将带来盈利能力较大幅度的提升；公司整体受益上半年原料价格维持低位，毛利水平普遍提升；所以我们给予22倍市盈率及“增持”评级，半年目标价8.33-11.94元。



- **公司 3 个新建产能项目按计划顺利投产。**19,800 吨聚乙烯（PE）燃气、给水管材管件项目，2000 万平方米锂离子电池隔膜项目，5000 吨新型高阻隔包装薄膜（BOPA）项目在上半年顺利投产。锂电池隔膜生产线从投建到实现批量销售，一般需要 2-4 年时间，这些新增产能将在两三年内释放。
- **全国锂离子电池产量增速大幅下滑，产值同比大幅增长。**全国今年 3-7 月锂离子电池产量约 17.99 亿只，同比增长 9%，增速比去年回落 35.21 个百分点；而全国锂离子电池制造企业 1-6 月累计营业收入达 683 亿元，同比增长 27.49%。赛迪顾问数据显示，2012 年全球锂电池隔膜产量达到 6.54 亿平方米，比 2011 年增长 34.3%。2012 年全球锂电池隔膜产值达到 15.97 亿美元，比 2011 年增长 27.2%；全球锂电池隔膜平均单价为 2.44 美元/平方米。

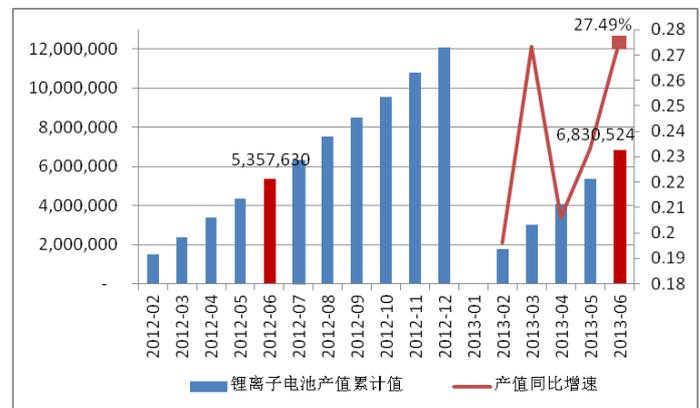
图表 1 全国锂离子电池产量增速下滑（单位：只）



数据来源：国家统计局、山西证券研究所。

注：缺乏 2013 年 1-2 月数据，故此以 3-7 月数据为样本比较。

图表 2 中国锂离子电池制造企业营业收入（单位：万元）



数据来源：国家统计局、山西证券研究所。

- **锂离子电池 2000 万平方米投产，销量接近去年收入。**公司 2000 万平方米锂离子电池隔膜项目于今年二季度投产，2012 年研发试验线实现销售收入 2587.59 万元，销售隔膜 111.11 万平方米，平均单价达到 23.29 元/平方米，毛利率达到 47.55%；2013 年上半年实现销售收入 2488.58 万元，毛利率进一步提升至 61.07%。
- **BOPA 薄膜受益原料价格维持相对低位。**上半年 BOPA 薄膜主要原料己内酰胺延续去年下半年价格地位，基本在 18000-20000 元/吨区间内波动，去年同期价格在 21000-23000 之间波动。公司 BOPA 薄膜销售收入虽然较去年同期下降 4.83%，但毛利同比增长 39.06%，毛利率上升 4.36 个百分点。

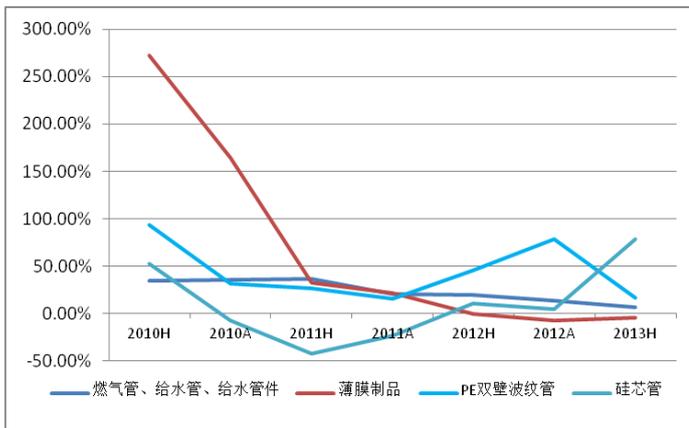
图表 3 原材料维持低位（单位：元/吨）



数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所。

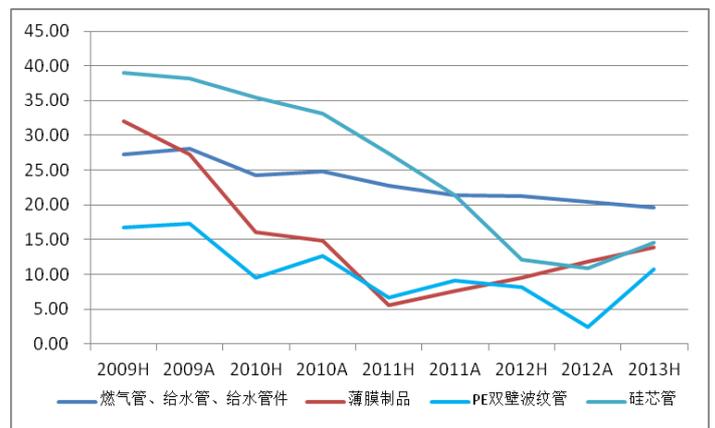
- **给排水及燃气管道收入增速继续放缓，硅芯管收入毛利双增长。**上半年核心产品实现销售收入 5.22 亿元，同比增长 6.67%，较去年同期回落 12.9 个百分点，占公司总营业收入的 61.22%；毛利率达到 19.68%，较去年同期下滑 1.5 个百分点，占公司毛利总额的 64.57%。除尼龙包装薄膜收入负增长外，其他产品增速具有一定程度下滑，但毛利水平都有不同程度提升，原因之一是上半年原油价格保持低位。

图表 4 分产品收入增速（单位：%）



数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所。

图表 5 核心产品燃气、给水管毛利基本保持平稳



数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所。

- **应收账款增速随营业收入增速放缓。**截至本报告期末，应收账款 6.31 亿元，其中 90% 账龄为 1 年以内；较期初增加 1.68 亿元，其中一年以内账款占增长总额 87.6%。应收账款随聚乙烯管材业务增长放缓而有所减缓，应收及营收增速差从去年年底 38% 降低至 25%。

图表 6 应收账款增速随管材业务放缓而降低



数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所。

➤ 核心假设：

1. 公司锂离子电池隔膜 2000 万平方米产能投放后逐渐在 2-3 年内放量达到满产能力。
2. 房地产调控政策下半年不再收紧，对管道市场需求有所回暖。
3. 下半年原油价格继续回升导致原材料价格上涨抵消上半年一部分利润溢价。
4. 不考虑公司可能或潜在的投资项目扩产项目。
5. 2015 年国家燃气管道 10 万公里改造按时完成，污水治理和防洪防涝整治资金落实到位。

➤ 风险提示：

1. 中东、北非地区政治局势不稳定，以及欧美经济数据对原油价格的影响，下半年至明年原油价格维持高位，产品原料价格与原油敏感度较高，对产品成本影响较大。

当前股价 9.53						更新日期: 13/08/22					
财务报表预测与财务指标											
单位: 百万											
利润表						资产负债表					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,660.22	1,762.39	1,901.26	2,320.51	2,637.31	现金	111.83	265.02	500.62	438.02	613.02
YOY(%)	21.8%	6.2%	7.9%	22.1%	13.7%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	1,398.92	1,454.77	1,539.99	1,872.53	2,128.59	应收款项净额	443.54	636.20	686.33	837.67	952.03
营业税金及附加	4.04	7.23	4.77	7.03	8.00	存货	180.38	149.59	157.58	191.97	218.61
销售费用	58.05	77.23	85.11	99.36	115.08	其他流动资产	48.86	49.71	53.63	65.45	74.39
占营业收入比(%)	3.5%	4.4%	4.5%	4.3%	4.4%	流动资产总额	784.61	1,100.52	1,398.15	1,533.12	1,858.05
管理费用	43.83	38.17	48.21	56.39	63.85	固定资产净值	383.88	411.44	565.36	580.50	577.10
占营业收入比(%)	2.6%	2.2%	2.5%	2.4%	2.4%	减: 资产减值准备	(5.37)	(7.71)	(10.59)	(10.88)	(10.81)
EBIT	154.35	183.25	220.42	282.46	319.03	固定资产净额	378.51	403.73	554.77	569.62	566.28
财务费用	26.26	26.26	14.09	29.55	31.25	工程物资	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	1.6%	1.5%	0.7%	1.3%	1.2%	在建工程	7.86	146.49	32.84	20.57	13.96
资产减值损失	(5.37)	(7.71)	(5.85)	(6.39)	(6.43)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.32	6.87	6.46	6.57	6.58	固定资产总额	386.37	550.23	587.61	590.19	580.25
营业利润	129.04	156.14	206.93	253.09	287.93	无形资产	68.74	68.75	66.00	63.25	60.50
营业外净收入	5.81	8.33	6.41	6.95	7.00	长期股权投资	41.34	43.23	45.12	47.01	48.90
利润总额	134.85	164.47	213.34	260.04	294.93	其他长期资产	8.66	17.15	17.15	17.15	17.15
所得税	33.31	40.09	53.34	65.01	73.73	资产总额	1,289.72	1,779.88	2,114.03	2,250.72	2,564.85
所得税率(%)	24.7%	24.4%	25.0%	25.0%	25.0%	循环贷款	329.26	387.74	490.00	437.63	557.50
净利润	101.54	124.38	160.01	195.03	221.20	应付款项	83.51	122.03	128.55	156.61	178.34
占营业收入比(%)	6.1%	7.1%	8.4%	8.4%	8.4%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(0.93)	(2.68)	(2.50)	(1.70)	(1.93)	其他流动负债	133.56	87.93	93.30	113.28	129.09
归属母公司净利润	100.60	121.70	157.51	193.33	219.27	流动负债	546.33	597.70	711.85	707.52	864.93
YOY(%)	-13.3%	21.0%	29.4%	22.7%	13.4%	长期借款	18.60	49.00	149.00	149.00	149.00
EPS (元)	0.33	0.36	0.46	0.57	0.64	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	(0.00)	24.00	48.00	72.00	96.00
主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	负债总额	564.93	670.70	908.85	928.52	1,109.93
成长能力						少数股东权益	26.11	26.09	27.59	28.61	29.77
营业收入	21.8%	6.2%	7.9%	22.1%	13.7%	股东权益	698.68	1,083.10	1,177.60	1,293.60	1,425.16
营业利润	-16.0%	21.0%	32.5%	22.3%	13.8%	负债和股东权益	1,289.72	1,779.89	2,114.04	2,250.73	2,564.86
净利润	-13.3%	21.0%	29.4%	22.7%	13.4%						
获利能力						现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率(%)	15.7%	17.5%	19.0%	19.3%	19.3%	税后利润	100.60	121.70	157.51	193.33	219.27
净利率(%)	6.1%	7.1%	8.4%	8.4%	8.4%	加: 少数股东损益	0.61	1.40	1.50	1.02	1.16
ROE(%)	14.4%	11.2%	13.4%	14.9%	15.4%	公允价值变动	5.37	7.71	5.85	6.39	6.43
ROA(%)	7.8%	6.8%	7.5%	8.6%	8.5%	折旧和摊销	40.13	41.81	49.63	57.49	61.32
偿债能力						营运资金的变动	-90.61	-151.98	-23.27	-125.24	-88.46
流动比率	1.44	1.84	1.96	2.17	2.15	经营活动现金流	56.10	20.64	191.23	132.99	199.73
速动比率	1.11	1.59	1.74	1.90	1.90	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	43.8%	37.7%	43.0%	41.3%	43.3%	长期股权投资	0.00	-1.89	-1.89	-1.89	-1.89
营运能力						固定资产投资	-37.74	-198.56	-93.00	-64.00	-55.00
总资产周转率	128.7%	99.0%	89.9%	103.1%	102.8%	投资活动现金流	-37.74	-200.45	-94.89	-65.89	-56.89
应收账款周转天数	97.51	131.76	131.76	131.76	131.76	股权融资	0.00	292.88	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	48.27	38.40	38.40	38.40	38.40	长期贷款的增加/	-81.40	30.40	100.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						公司债券发行/ (0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.33	0.36	0.46	0.57	0.64	股利分配	-35.04	-58.35	-63.00	-77.33	-87.71
每股净资产	2.32	3.18	3.46	3.80	4.19	计入循环贷款前融	-116.44	264.93	37.00	-77.33	-87.71
估值比率						循环贷款的增加(166.58	96.02	102.26	-52.37	119.87
P/E	28.6	26.6	20.6	16.8	14.8	融资活动现金流	-66.30	333.00	139.26	-129.70	32.16
P/B	4.1	3.0	2.8	2.5	2.3	现金净变动额	-47.94	153.19	235.60	-62.60	175.00

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。