

## 塑料制造业

报告原因：半年报公布

2014年8月15日

市场数据：2014年8月15日

收盘价(元)	18.46
一年内最高/最低(元)	19.99/7.78
市净率	5.44
股息率	-
流通A股市值(百万元)	6207.62

基础数据：2014年6月30日

每股净资产(元)	3.46
资产负债率%	47.00
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

2013年三季度点评：动力电池下游低迷，核心管道业务稳步增长

2012年半年报点评：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

2012年半年报点评：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

研究员：裴云鹏

投资咨询证书编号：S0760511010009

peiyunpeng@sxzq.com

助理研究员：张良

投资咨询证书编号：S0760514050005

zhangliang@sxzq.com 021-38529769

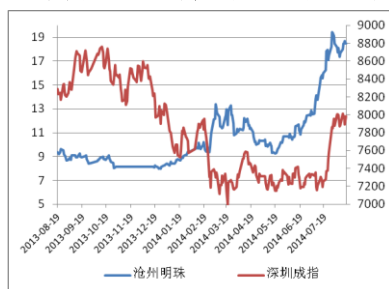
地址：上海浦东新区源深路1088号7层

销售联系人：张小玲

zhangxiaoling@sxzq.com 0351-8686990

http://www.i618.com.cn

### 一年内公司股价与大盘对比走势：



本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告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。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqjyfb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

## 沧州明珠 (002108)

新产能投放恰逢新能源汽车复苏，核心业务稳步  
占据市场龙头地位

增持

维持评级

半年目标价：14.89-21.61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
2013A	1983.0	1607.2	149.4	0.44	42.0
2014E	2195.6	1755.3	191.2	0.56	32.8
2015E	2478.2	1964.6	217.3	0.64	28.9
2016E	2687.3	2113.7	256.4	0.75	24.5

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

### 投资要点：

● 公司2014年上半年年报显示：2014年上半年营业收入9.66亿元，营业成本7.79亿元，实现归属母公司净利润0.75亿元，同比分别增长13.13%、12.49%和12.73%。

● 下游新能源汽车上半年表现超预期。2014年1-7月我国新能源汽车产量达35324辆，同比增长94.69%，增速比上年同期高11.18个百分点。我国新能源汽车行业2014年主要呈现一个前低后高的发展态势。

● 产能投放恰迎锂电池隔膜行业复苏。2013年5月公司2000万平方米锂离子电池隔膜投产，良品率约为40-50%。2014年上半年公司锂电池隔膜收入达4827.70万元，同比增长94%，接近该产品去年全年销售额5023.95万元。

● 核心产品燃气管道产能消化受市场开拓支撑。2014年上半年，PE燃气、给水管收入达5.74亿元，同比增长9.88%，占公司总营业收入的59.46%；营业利润达1.09亿元，同比增长6.4%；毛利率达59.46%，较往期略有下浮。公司募投的19800吨PE燃气、给水管已经于2013年5月投产，产能利用率基本达到100%。

● 管道业务保持增长，应收账款反优化。2014年上半年公司整体业务和管道业务分别增长13.13%、9.88%，应收账款及票据总额同比增长15.08%，且其中一年以内账龄应收账款占比增大，账龄一年上账款有不同幅度缩窄。

● 我们预测公司2014-2016年EPS为0.56、0.64、0.75元，公司核心产品燃气、给水管市场开拓效果居行业领先地位，新产能投放压力减轻；锂离子电池隔膜产能投放之际恰逢下游新能源汽车行业复苏，且产能放量后的市场开拓基本维持原有的毛利水平，未来良率进一步提高后有望在锂电池组建价格下降的大趋势中维持一定的盈利空间；所以我们给予19倍市盈率及“增持”评级，半年目标价14.89-21.61元。

- **下游新能源汽车上半年表现超预期。**2013 年下半年新能源汽车发展放缓，甚至产量增速呈现负增长，行业景气度下滑的态势一度传导至下游动力电池行业和锂电池组件行业。2013 年全年全国新能源汽车产量接近 36000 辆，同比增长 27.48%；2013 年 1-7 月产量同比增速 83.51%，2013 年下半年新能源汽车产量较上年同期下滑 3.62%。

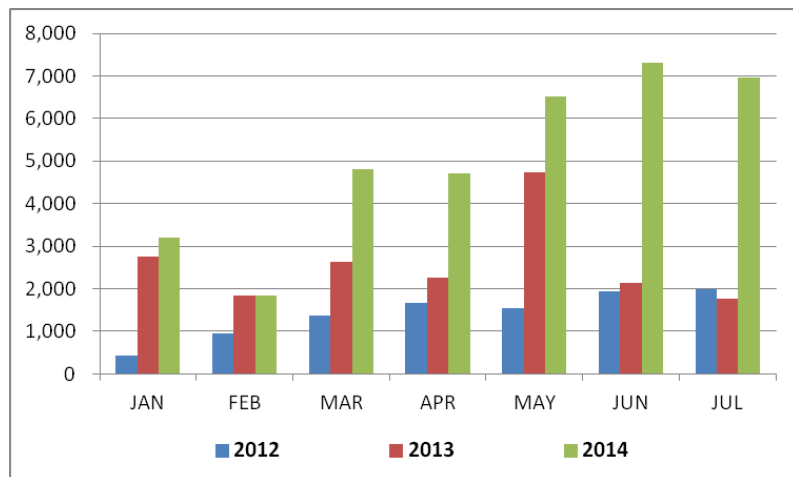
图表 1 国内新能源汽车呈现复苏态势

	2012	2013	2014
<b>1-12 月</b>	28191	35938	
<b>同比增速</b>		27.48%	
<b>1-7 月</b>	9887	18144	35324
<b>同比增速</b>		83.51%	94.69%

数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所。

2014 年 1-7 月我国新能源汽车产量达 35324 辆，同比增长 94.69%，增速比上年同期高 11.18 个百分点。从单月产量来看，与 2013 年前高后低的发展态势不同，我国新能源汽车行业 2014 年主要呈现一个前低后高的发展态势。除 1-2 月基本与上年持平，3-7 月产量同比增速在 40%-300%之间不等，尤其在二季度开始增速基本保持在 100%以上，下半年延续这一高速发展的趋势可能性相对较高。

图表 2 我国新能源汽车 2012-2014 年 1-7 月单月产量对比（单位：辆）



数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所。

- **产能投放恰逢锂电池隔膜行业复苏。**锂电池隔膜已经成为电池材料中发展最快的组件之一。随新能源汽车行业的复苏，配合公司的锂电池隔膜募投产能的投产，2013 年 5 月公司 2000 万平方米锂离子电池隔膜投产，良品率约为 40-50%。2014 年上半年公司锂电池隔膜收入达 4827.70 万元，同比增长 94%，接近该产品去年全年销售额 5023.95 万元。在产品推广放量的同时，利润空间并没有因为产品推广的压力而削薄。2014

年上半年锂电池隔膜毛利率达 59.89%，2013 年全年和上半年的毛利率分别为 52.86% 和 61.07%。随市场景气度的回升，市场认可度高的产品基本能够保持一定的盈利空间。

由于现阶段公司的隔膜产品良品率仍然较低，所以在市场复苏的同时能够扩大市场份额和盈利空间的必要条件则是优化工艺，否则将可能制约公司下半年隔膜产品的继续放量。

图表 3 公司非公开募投的锂离子电池隔膜项目产能（单位：万平方米）

	2011 募投产能	投产时间	2014 募投产能	投产时间	总产能
干法	1000	2013.5	2000	2015 下半年	3000
湿法	1000	2013.5	2500	2016 上半年	3500

数据来源：公司公告、山西证券研究所。

- **核心产品燃气管道产能消化受市场开拓支撑。**2014 年上半年，PE 燃气、给水管收入达 5.74 亿元，同比增长 9.88%，占公司总营业收入的 59.46%；营业利润达 1.09 亿元，同比增长 6.4%；毛利率达 59.46%，较往期略有下浮。公司募投的 19800 吨 PE 燃气、给水管已经于 2013 年 5 月投产，产能利用率基本达到 100%。

由于燃气管道市场存在很高的进入壁垒，客户开发阶段会较长，公司的先发优势使之快速抢占市场份额。目前公司与另一大燃气管道龙头企业共占全国燃气管道市场超过一半的份额。我们认为，由于普通塑料管道行业的壁垒较低而形成了白热化竞争，一些具有一定规模和实力的企业向中高端市场突破转型，试图在壁垒较高的市场获得一定份额，所以燃气管道领域近年不乏一些新进入的竞争者。而燃气管道的客户存在一定粘性，特点主要包括价格敏感性不高、产品质量审核严格、客户开发周期较长等。恰逢我国城市化进程的时间点，在市场份额的争夺上公司的先发优势对于新进入者的竞争防御具有较高的竞争力。目前，公司的燃气管道在具有较大规模的基础仍然以超过 10% 的增速发展，前期的客户基础积累和业内的品牌影响力是核心原因之一。这也就是公司核心产品在行业内的竞争力所在。

- **管道业务保持增长，应收账款反优化。**公司主营 PE 燃气、给水管道、PE 双壁波纹管、锂离子电池隔膜和 BOPA 包装薄膜。其中管道类产品占营业收入比例超过 60%，此类产品通常与工程业务相关，存在较长的收款账期。2014 年上半年公司整体业务和管道业务分别增长 13.13%、9.88%，应收账款及票据总额同比增长 15.08%，且其中一年以内账龄应收账款占比增大，账龄一年上账款有不同幅度缩窄。

➤ 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优化工艺，提高良品率，在 2 年内逐渐从目前的 40-50%提高到 80-90%。
2. 公司 2014 年募投的锂电池隔膜产能将分别在计划的 2015 年下半年和 2016 年上半年投产。届时锂离子电池隔膜将顺应目前国内锂电池材料价格逐年下降的趋势有一定幅度的下调。
3. 燃气管道的新进竞争者的渠道实力不足以改变公司在行业内的龙头地位。
4. 原油价格的浮动对公司原材料价格的影响呈现循序渐进的影响。
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. 动力电池下游新能源汽车的国家扶持政策出台存在不连续性，或者出台政策没有落在核心技术瓶颈所在环节的企业身上使得扶持政策治标不治本。
2. 非公开募投产能中的锂离子电池用陶瓷隔膜等市场推广需要一定时间。

当前股价 18.46

财务报表预测与财务指标

单位：百万

更新日期：14/08/15

利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,762.39	1,982.98	2,195.60	2,478.17	2,687.33	现金	265.02	218.09	787.00	334.00	383.00
YOY(%)	6.2%	12.5%	10.7%	12.9%	8.4%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	1,454.77	1,607.21	1,755.27	1,964.60	2,113.66	应收款项净额	636.20	834.72	924.22	1,043.16	1,131.21
营业税金及附加	7.23	5.97	10.80	10.27	11.32	存货	149.59	235.88	256.92	287.34	309.00
销售费用	77.23	100.27	100.38	116.52	126.78	其他流动资产	49.71	35.73	39.56	44.65	48.42
占营业收入比(%)	4.4%	5.1%	4.6%	4.7%	4.7%	流动资产总额	1,100.52	1,324.42	2,007.71	1,709.15	1,871.63
管理费用	38.17	46.71	51.37	57.39	62.63	固定资产净值	411.44	613.07	697.77	729.46	771.64
占营业收入比(%)	2.2%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	减：资产减值准备	(7.71)	(8.71)	(9.91)	(10.36)	(10.96)
EBIT	183.25	221.01	275.09	326.69	370.25	固定资产净额	403.73	604.36	687.85	719.09	760.67
财务费用	26.26	19.91	22.00	39.52	30.38	工程物资	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	1.5%	1.0%	1.0%	1.6%	1.1%	在建工程	146.49	87.73	22.51	33.49	40.20
资产减值损失	(7.71)	(8.71)	(7.82)	(8.10)	(8.11)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.87	6.46	6.57	6.59	6.56	固定资产总额	550.23	692.09	710.36	752.58	800.88
营业利润	156.14	198.85	251.84	285.66	338.32	无形资产	68.75	67.32	64.63	61.93	59.24
营业外净收入	8.33	5.26	6.38	6.33	6.17	长期股权投资	43.23	43.75	44.27	44.79	45.31
利润总额	164.47	204.10	258.22	291.99	344.49	其他长期资产	17.15	18.61	18.61	18.61	18.61
所得税	40.09	52.18	64.55	73.00	86.12	资产总额	1,779.88	2,146.19	2,845.58	2,587.07	2,795.67
所得税率(%)	24.4%	25.6%	25.0%	25.0%	25.0%	循环贷款	387.74	563.74	897.71	496.73	550.79
净利润	124.38	151.92	193.66	218.99	258.37	应付款项	122.03	124.60	135.72	151.78	163.22
占营业收入比(%)	7.1%	7.7%	8.8%	8.8%	9.6%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(2.68)	(2.56)	(2.50)	(1.70)	(2.01)	其他流动负债	87.93	79.46	86.16	96.56	103.94
归属母公司净利润	121.70	149.36	191.16	217.29	256.36	流动负债	597.70	767.80	1,119.59	745.06	817.96
YOY(%)	21.0%	22.7%	28.0%	13.7%	18.0%	长期借款	49.00	148.00	48.00	48.00	48.00
EPS (元)	0.36	0.44	0.56	0.64	0.75	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	24.00	30.52	37.04	43.56	50.08
						负债总额	670.70	946.32	1,204.63	836.62	916.04
						少数股东权益	26.09	28.65	29.90	30.75	31.75
						股东权益	1,083.10	1,171.22	1,611.05	1,719.70	1,847.88
						负债和股东权益	1,779.89	2,146.19	2,845.58	2,587.07	2,795.67
主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力						税后利润	121.70	149.36	191.16	217.29	256.36
营业收入	6.2%	12.5%	10.7%	12.9%	8.4%	加：少数股东损益	1.40	1.02	1.25	0.85	1.00
营业利润	21.0%	27.4%	26.6%	13.4%	18.4%	公允价值变动	7.71	8.71	7.82	8.10	8.11
净利润	21.0%	22.7%	28.0%	13.7%	18.0%	折旧和摊销	41.81	53.90	68.39	75.93	82.69
获利能力						营运资金的变动	-151.98	-270.67	-88.83	-121.02	-87.52
毛利率(%)	17.5%	18.9%	20.1%	20.7%	21.3%	经营活动现金流	20.64	-57.68	179.79	181.15	260.63
净利率(%)	7.1%	7.7%	8.8%	8.8%	9.6%	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	11.2%	12.8%	11.9%	12.6%	13.9%	长期股权投资	-1.89	-0.52	-0.52	-0.52	-0.52
ROA(%)	6.8%	7.0%	6.7%	8.4%	9.2%	固定资产投资	-198.56	-186.24	-93.00	-124.00	-137.00
偿债能力						投资活动现金流	-200.45	-186.76	-93.52	-124.52	-137.52
流动比率	1.84	1.72	1.79	2.29	2.29	股权融资	292.88	0.00	344.25	0.00	0.00
速动比率	1.59	1.42	1.56	1.91	1.91	长期贷款的增加/	30.40	99.00	-100.00	0.00	0.00
资产负债率%	37.7%	44.1%	42.3%	32.3%	32.8%	公司债券发行/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						股利分配	-58.35	-89.56	-95.58	-108.64	-128.18
总资产周转率	99.0%	92.4%	77.2%	95.8%	96.1%	计入循环贷款前融	264.93	9.44	148.67	-108.64	-128.18
应收账款周转天数	131.76	153.64	153.64	153.64	153.64	循环贷款的增加(	96.02	178.63	333.97	-400.98	54.07
存货周转天数	38.40	55.15	55.15	55.15	55.15	融资活动现金流	333.00	197.51	482.64	-509.63	-74.11
每股指标(元)						现金净变动额	153.19	-46.93	568.91	-453.00	49.00
每股收益	0.36	0.44	0.56	0.64	0.75						
每股净资产	3.18	3.44	4.74	5.06	5.43						
估值比率											
P/E	51.6	42.0	32.8	28.9	24.5						
P/B	5.8	5.4	3.9	3.7	3.4						

## 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。