

塑料III

王鹏 (主管) 0755-82026733

执业证书编号: S0960207090131
wangpeng@cjis.cn

侯宏森 010-63222985

执业证书编号: S0960109064001
houhongsen@cjis.cn

6-12个月目标价: 21.00元

当前股价: 13.84元

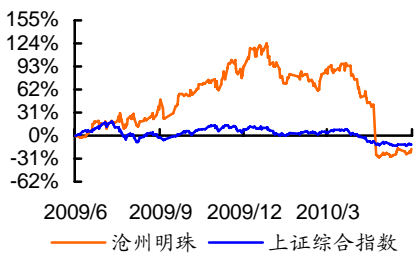
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2566.75
总股本(百万)	168
流通股本(百万)	165
流通市值(亿)	23
EPS (TTM)	0.66
每股净资产(元)	3.12
资产负债率	46.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
沧州明珠	6.54	-25.87	-27.44
上证综合指数	-3.99	-16.03	-18.60



相关报告

《公司研究-沧州明珠-业绩超预期增长,并实现逆势扩张》2009-8-18

《沧州明珠-收购优良资产,将获益丰厚》2009-5-15

沧州明珠

002108

强烈推荐

跨入化工新材料行列,将受益城镇化和消费升级

近期,我们调研了沧州明珠,就目前公司产能扩张状况和运行情况,以及在研项目进行了交流,并对今年所面临的发展机遇和未来盈利增长情况进行了探讨。

投资要点:

- 公司是 PE 燃气管道系统配套和认证最完整的企业,市场占有率达到 35%左右,也是国内同步拉伸尼龙薄膜新材料的垄断性企业,目前正向锂电池隔膜新材料进军,并有阶段性成果。
- 今年公司 PE 管道产能增长 42%,将受益我国加快城镇化建设。公司芜湖的 1.5 万吨 PE 管道项目今年已开始生产、销售,2010 年下半年产能将得到有效释放。09 年公司产能为 3.6 万吨,今年产能增加 42%。我国目前 45%大中城市没有铺设燃气管道,80%的县城没有铺设燃气管道,未来市场空间依旧很大,西气东输主干线的贯通将加速燃气铺设进程。
- 公司 BOPA 薄膜产能将急剧放大,作为性能优异的包装材料,将受益消费升级。公司 BOPA 产能目前有 18000 吨,4 条生产线,而 09 年初仅有 4500 吨的产能。其中两条线 9000 吨为同步拉伸薄膜,技术水平和产品质量国内领先,第二条线一次投料成功,预计近期可正常生产,同步拉伸薄膜今年能够实现 6500 吨的产销量;另外两条线 9000 吨为异步拉伸薄膜,09 年 10 月份才开始投产,预计今年能够贡献全部产能。BOPA 薄膜具有耐低温冷冻、耐高温蒸煮和对气体、油脂的高阻隔性及抗穿刺能力等优点,未来 10 年内没有能够替代该材料的产品,目前市场正走出市场培育阶段,在消费升级需求的拉动下,应用空间将会迅速拓展。
- 公司已经跨入化工新材料领域,今年 BOPA 薄膜的盈利贡献将接近 PE 管道系统,两大系列产品将并驾齐驱,尤其是公司将依托自身全球领先的同步拉伸薄膜工艺技术开发新型功能性薄膜产品,如锂电池隔膜、各种光学薄膜等。目前锂电池隔膜已经取得阶段性进展,一旦达到立项要求,公司将会扩大规模生产。
- 强烈推荐投资评级。公司 BOPA 薄膜和 PE 管材业务未来都将持续扩大生产规模,在不考虑未来锂电池隔膜盈利贡献的条件下,我们预计公司 10 年-12 年的 EPS 分别为 0.70 元、0.86 元和 1.00 元,未来几年仍将保持确定的增长势头。公司属于中小板企业,目前化工中小板企业平均市盈率为 40 倍,而公司仅为 19.69 倍。公司盈利能力确定,并且将步入化工新材料行列,在全球同步拉伸尼龙薄膜领域处在领先地位,公司还在加大研发力度进军锂电池隔膜行业,市场关注度将快速提高。但为谨慎起见目前暂时给予公司 2010 年 30 倍的市盈率水平,未来 6-12 个月目标价为 21.0 元,有较大上涨空间,上调评级至强烈推荐。

主要财务指标

单位:百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	826	1209	1575	2033
同比(%)	13%	46%	30%	29%
归属母公司净利润(百万元)	102	118	145	167
同比(%)	135%	15%	23%	16%
毛利率(%)	27.6%	22.1%	21.4%	20.0%
ROE(%)	20.5%	19.5%	20.0%	19.4%
每股收益(元)	0.61	0.70	0.86	1.00
P/E	22.72	19.69	16.03	13.85
P/B	4.67	3.83	3.21	2.68
EV/EBITDA	15	13	11	9

资料来源:中投证券研究所

目 录

1、公司有两类产品：PE 管道系列和 BOPA 薄膜	3
2、燃气管道产能增长 42%，受益加快城镇化建设	3
2.1 公司燃气管道系列产品优势明显，今年产能放大 42%.....	3
2.2 公司燃气管道系列产品将受益西气东输和加快城镇化建设	4
3、BOPA 薄膜使得公司具有更强的核心竞争力	5
3.1 BOPA 薄膜性能优异，应用于食品包装正在成为一种趋势.....	5
3.2 BOPA 薄膜有同步和异步拉伸两种工艺，高端产品被同步拉伸占领.....	6
3.3 全球 BOPA 薄膜市场空间巨大，尤其是我国需求量激增	6
3.4 异步拉伸尼龙薄膜供求基本平衡，同步拉伸尼龙薄膜产品紧缺	7
3.5 公司成为全球第二家能够集成同步拉伸尼龙薄膜生产线的企业	8
3.6 公司目前 BOPA 薄膜产能比 09 年初翻了四倍，优势更加明显	9
4、公司对原料采购具有很强的管理和控制能力.....	9
5、未来战略—着重锂电池隔膜等新材料研发和生产.....	10
6、公司研发和生产锂电池隔膜具有较强的技术优势.....	11
7、盈利分析	12
表 1: 以 BOPA 薄膜为基材的复合薄膜应用.....	5
表 2: 同步双向拉伸生产工艺厂商对比	8
表 3: 隔膜生产工艺对比.....	11
表 4: 公司目前产能和未来项目投产情况一览（假设）	12
表 5: 公司目前产能和未来项目投产情况一览（假设）	13
表 6: 盈利预测.....	14
图 1: 公司 09 年度收入构成.....	3
图 2: 公司 09 年度营业利润构成.....	3
图 3: 环渤海城市群的发展刚刚步入快车道.....	4
图 4: 沧州明珠突破销售半径限制，向南扩展.....	4
图 5: 西气东输一线和二线的管线布局.....	5
图 6: 川气东输的管线布局.....	5
图 7: 公司未来几年薄膜新材料和管道产品的利润贡献比较.....	14

1. 公司有两大类产品：PE 管道系列和 BOPA 薄膜

公司主营业务集中在两大类：

首先是各种 PE（聚乙烯）塑料管道系列产品，包括燃气和给水的管材、管件和球阀，还包括 PE 双壁波纹管 and 硅芯管等，并提供 PE 塑料管道的安装与技术服务。08 年贡献了营业利润的 77.03%，其中燃气和给水管道产品贡献了 72.47% 的利润。这里需要说明的是，燃气和给水管道产品的设备可以通用，目前燃气和给水管道产品主要集中在燃气用途，占到销量的 80% 左右。其次是 BOPA（双向拉伸尼龙）薄膜。09 年贡献了营业利润的 22.97%。

图 1：公司 09 年度收入构成

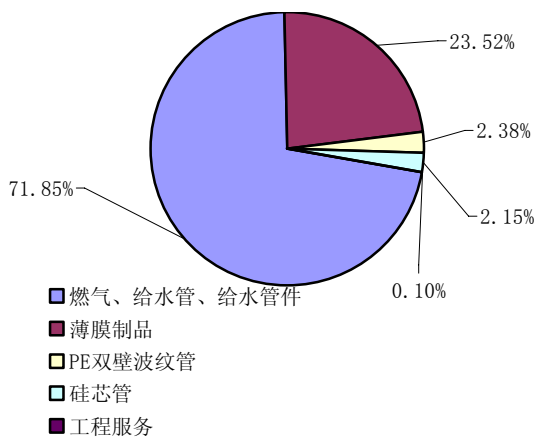
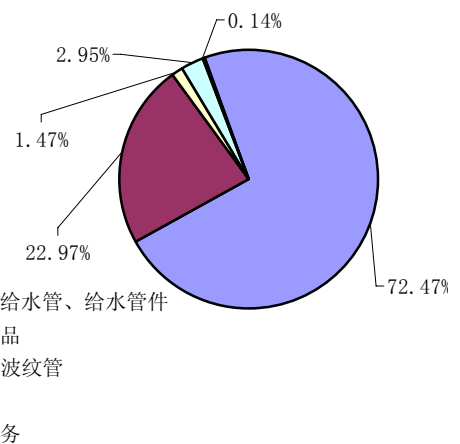


图 2：公司 09 年度营业利润构成



资料来源：公司报表、中投证券研究所

2、燃气管道产能增长 42%，受益加快城镇化建设

2.1 公司燃气管道系列产品优势明显，今年产能放大 42%

公司燃气用 PE 管材和管件业务优势明显，能够为客户提供一体化解决方案，已经成为业内知名品牌。公司具有自身较多独特的优势：

- 首先公司品牌优势明显，市场占有率高，占据 PE 管材 35% 的市场份额，已经与行业龙头凌云股份平起平坐。经过多年的经营，公司同国内 29 个省市的道路、水利、燃气、市政建设等领域的 600 多家单位，以及各大电信企业、各大燃气运营商总分公司都建立了良好的合作关系。
- 其次是产品种类齐全，产品种类和规格齐全，能够满足不同客户的不同要求。公司是目前国内 PE 燃气、给水用管材及管件品种配套最为齐全的企业，在国内是唯一能生产 $\Phi 630\text{mm}$ 型大口径管件的企业，也是国内唯一一家同时拥有管材认证，管件认证和球阀认证的企业。
- 然后是公司不仅产品质量优良，而且特别注重售后服务质量。公司拥

有国内第一支生产企业自有的吹缆和管道连接施工队伍，可为客户提供各种地理条件下的售后服务和工程施工作业，具有较高的售后服务水平，能够为客户提供一体化解决方案。

今年公司 PE 管道产能增长 42%。公司芜湖的 1.5 万吨 PE 管道项目今年已开始生产、销售，2010 年下半年产能将得到有效释放。09 年公司产能为 3.6 万吨，今年产能增加 42%。芜湖管道项目解决销售半径问题，500 公里是管道产品经济的销售半径。公司还参股了中燃公司的两个项目，在黄骅做燃气项目。

图 3: 环渤海城市群的发展刚刚步入快车道

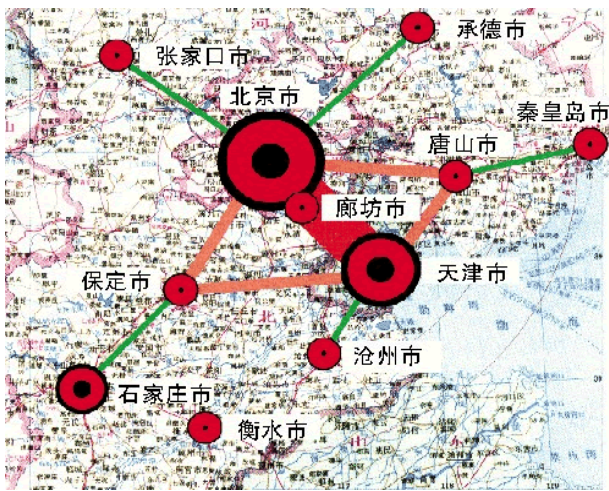
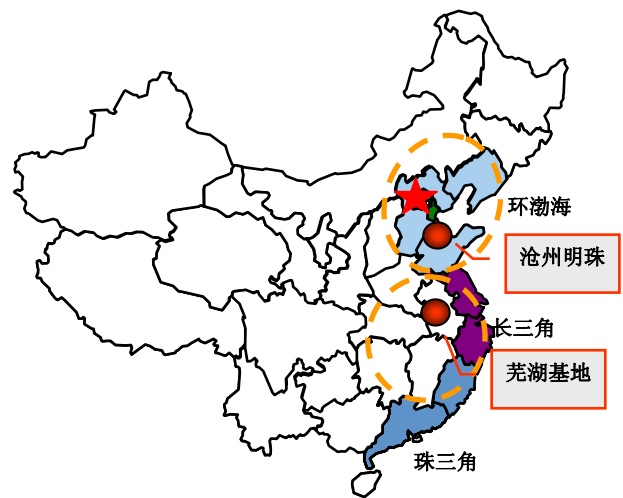


图 4: 沧州明珠突破销售半径限制，向南扩展



资料来源：长城战略研究所、中投证券研究所

2.2 公司燃气管道系列产品将受益西气东输和加快城镇化建设

我国众多城镇还没有实现天然气管道的铺设。目前全国约 700 个大中城市，现在只有 300 多个城市实现天然气管道的铺设，尤其是全国还有 2000 多个县城，80%还没有实现民用燃气管道的铺设，未来市场空间依旧很大，西气东输主干线的贯通将加速燃气支线的铺设进程。目前，我国天然气支线管道铺设都基本采用 PE 塑料管材。市场上给水管也都逐步向 PE 塑料管材过渡。公司管材业务将在未来几年保持快速平稳的发展势头。09 年公司 PE 管材产品也销售良好，几乎没有受到经济危机的影响，订单数量占公司产品销售的 70%以上。

我国天然气西气东输二线和川气东输开始进入全面使用阶段，三线在规划之中。西气东输二线管道主供气源为引进土库曼斯坦、哈萨克斯坦等中亚国家的天然气，每年引进 300 亿立方米天然气，将中亚天然气与我国经济最发达的珠三角和长三角地区相连，同时实现塔里木、准噶尔、吐哈和鄂尔多斯盆地天然气资源联网。规划中的第三条天然气管道，路线基本确定为从新疆通过江西抵达福建，把俄罗斯和中国西北部天然气输往长江三角洲和珠江三角洲地区。

在政策的刺激下，在消费能力推动下，我国未来燃气管道铺设将进入加速

实施的阶段。

图 5: 西气东输一线和二线的管线布局



图 6: 川气东输的管线布局



资料来源: 政府网站 中投证券研究所

3、BOPA 薄膜使得公司具有更强的核心竞争力

3.1 BOPA 薄膜性能优异，应用于食品包装正在成为一种趋势

BOPA 薄膜具有优异的性能，发展异常迅速。与其他薄膜产品相比，BOPA 薄膜具有耐低温冷冻、耐高温蒸煮（-60℃~150℃）和对气体、油脂的高阻隔性及抗穿刺能力等优点，被广泛应用于食品、医疗、化妆品和机械电子产品等包装领域，特别适合于冷冻包装、真空包装和蒸煮包装，对食品的保鲜、保香作用远远大于常规包装材料。BOPA（双向拉伸尼龙）薄膜 B 作为高阻隔性薄膜基材，是近几年世界上发展最快的塑料包装材料之一，目前正在成为继 BOPP、BOPET 薄膜之后的拉伸薄膜家族中的第三大品种。

在应用中，通常采用与热封性良好的基材薄膜复合使用，以提高性能价格比，并改善综合性能。

表 1: 以 BOPA 薄膜为基材的复合薄膜应用

应用范围	实例	复合结构举例
蒸煮食品包装	汉堡、米饭、液体汤料、豆浆、烧鸡等	BOPA/EVA、BOPA/PP
冷冻食品包装	海鲜、火腿、香肠、肉丸、蔬菜等	BOPA/PE
普通食品包装	精米、鱼干、牛肉干、辣椒油、榨菜等	BOPA/PE
日化产品、医药用品包装	化妆品、洗涤剂、香波、吸气剂、注射管、尿袋等	PET/AL、BOPA/PE、BOPA/AL/PE
电子产品	电器元件、集成电路板等	金属化膜、涂布 K-BOPA 等

资料来源: 薄膜之家 中投证券研究所

世界 BOPA 薄膜 80%以上用于食品包装,主要用于蒸煮食品、冷冻真空食品、汤包、鲜肉、奶酪、香味食品及盖材等。其各种优异性能得到了充分利用, BOPA

用于食品复合包装正在成为一种发展趋势。

- 对冷冻食品包装，主要利用 BOPA 薄膜强度高、耐穿刺性好、耐寒的特性。
- 对汤面液体调料包装，主要利用其强度高、耐穿刺性好、特别耐油性等。
- 对耐蒸煮食品包装，主要利用其耐油、耐热、气体阻隔性好，具有耐穿刺性等特点。
- 对需要长期保鲜的食品真空包装，主要利用其高阻隔性能。

如袋装奶的异味问题和保质期较短，长期以来纠缠在奶品厂与包装供应商之间。出现异味主要原因为来自于包装结构中缺少了至关重要的阻隔/阻香层，或者阻隔性能不佳，采用 BOPA 薄膜，是解决这一问题的有效办法。现在的袋装奶多采用 EVOH 材料，但隔香和保鲜效果不是太理想，保质时间较短。

3.2 BOPA 薄膜有同步和异步拉伸两种工艺，高端产品被同步拉伸占领

按照物理性能、外观质量和适用领域划分，BOPA 薄膜产品可以分为高端产和中低端产品。BOPA 薄膜高端产品在产品外观质量和性能指标方面大大优于国家标准，适用于高温蒸煮、多色套印及高速、精密印刷包装。

BOPA 薄膜高端产品被同步拉伸工艺占领。BOPA 薄膜产品的生产工艺分为两步双向拉伸工艺和同步双向拉伸工艺两种。由于同步双向拉伸工艺具有特殊的优势，拉伸薄膜厚度更均匀，各处性能基本相同。因此韧性和抗撕裂性能更好、阻隔性能也会更优越。尤其适用于真空包装、多色套印及高速、精密印刷包装。

3.3 全球 BOPA 薄膜市场空间巨大，尤其是我国需求量激增

BOPA 薄膜在国内外的需求增长非常迅速。全球对 BOPA 薄膜的年需求量平均增长率在 10%以上，目前需求量达到 15 万吨左右。其中日本需求量达到 4 万吨左右，欧洲需求量达到 4 万吨左右，我国需求量到 5.5 万多左右。2003 年国内对 BOPA 薄膜的需求量仅有 1.5 万吨，到 2009 年，国内的需求量已经达到 5.5 万吨左右，年均增长率达 25%以上。

我国 BOPA 薄膜产品生产仅有几年的时间，市场培育刚刚完成。我国复合薄膜生产始于 20 世纪 80 年代后期，相继引进了几十条复合薄膜生产线，部分企业采用进口 BOPA 薄膜生产尼龙复合包装材料。直到 1993 年，广东佛山东方包装材料有限公司从日本引进了两套 3000t/a BOPA 薄膜线，才结束了我国 BOPA 薄膜全部依靠进口的局面，但 BOPA 薄膜用树脂主要依靠进口。至 2003 年底，我国仅有佛山东方包装材料有限公司一家生产 BOPA 薄膜。由于市场需求强劲，而

且尼龙薄膜利润相对较高，因此，2004年以来相继有十余家企业计划投资上马 BOPA 薄膜项目，但很多企业虽然投资了安装了生产线，但是因为工艺技术和人才缺乏，并没有启动起来。

BOPA 薄膜产品作为高端包装材料增长潜力更为巨大。

从应用领域上体现在以下几方面：

- 首先是高端客户需求发展迅速，并且人民生活消费升级促进高端包装产品的快速增长；
- 其次是包装行业的下游行业——食品、医药行业的竞争加剧，促使企业更加重视产品包装；
- 还有食品安全的需求也推动高端产品的发展；
- 另外 BOPA 薄膜的新用途于近期不断开发出来，如 1.36 公斤以上包装的洗衣粉袋、电子产品包装袋、部分高档粮食食品的包装等，这些主要是 BOPA 薄膜产品的适用领域。

从区域市场看，我国农村市场和南亚地区具有广阔的拓展空间：

- 我国农村市场将是具有很大的潜力，由于农村市场运输不方便，更需要较长的保质期和更好的包装。
- 南亚地区的市场空间巨大，因为作为发展中国家，本身市场潜力巨大，尤其当地非常习惯吃腌制保鲜食品，对高端包装会有迫切需求。

3.4 异步拉伸尼龙薄膜供求基本平衡，同步拉伸尼龙薄膜产品紧缺

异步拉伸技术具有一定壁垒，目前产能较大，但是产量不大，基本供求平衡。目前国内有尼龙拉伸膜生产线共 16 条线，7 万吨产能，异步法有 5 万吨左右。但是异步法生产线 08 年有一半没有开起来。据了解，目前仍有三分之一没有开起来。09 年中期沧州明珠收购了德州异步拉伸工艺的两条线，这两条线处于停产状态，其中一条还没有进行试生产，沧州明珠收购后，进行了改造和启动，与 10 月投入生产。预计 10 年异步法生产线能够贡献产量 3.5 万吨左右，由于目前市场还有待于进一步拓展，因此市场供求基本处于均衡状态。

同步拉伸技术难度更大，产品比较紧俏，盈利非常丰厚。目前我国同步拉伸法仅有 4 条线，佛塑有一条，无锡尤尼吉可有一条，沧州明珠有两条，其中一条目前是在试生产。目前佛塑的同步拉伸尼龙膜设备还没有正常运转，国内只有无锡日资企业尤尼吉可和沧州明珠两条线正常运转。而无锡生产线的产品主要是出口，因为他们生产成本很高，以国内的价格，利润较薄。他们最早成本每吨和沧州明珠可以相差 5000 元左右，主要是管理费用和固定资产投资较大，无锡日资企业尤尼吉可每条线投资达 2.5 亿，而沧州明珠仅仅 1.2 亿。因

此国内的同步拉伸法生产的薄膜产品主要由沧州明珠提供。第一条线实现超负荷运行，原本产能为 4500 吨，09 年产量达到了 4700 吨左右，每吨同步拉伸尼龙薄膜实现毛利达 9600 元左右。

3.5 公司成为全球第二家能够集成同步拉伸尼龙薄膜生产线的企业

全球 BOPA 薄膜制造设备与技术一直为发达国家所垄断。生产线供应商主要有德国布鲁克纳 (Bruckner) 公司、法国 DMT 公司、日本三菱重工等。至今我国双向拉伸设备及生产线仍以引进为主，近年有西安航空发动机公司；桂林电器研究所、汕头远东设备公司等少数企业涉足该领域，制造了比较适用于中小企业生产的设备，但与世界先进水平相比还有一定差距。

但是同步拉伸尼龙膜生产工艺具有很强的技术壁垒，全球没有一家设备商能够提供成熟的完整生产线。目前全球还没任何一个设备厂商能够完全掌握同步拉伸的设备制造工艺。只有日本尤尼吉可和沧州明珠具有集成同步拉伸尼龙膜设备的能力。无锡日本尤尼吉可生产线的是由法国的一部分设备和日本一部分设备集成建造，自身具有很强的集成能力。沧州明珠的第二条同步拉伸生产线也是由自己集成的，部分部件实现了国产化，另外还集成了法国和德国的设备。佛塑也是有一部分来自日本，另外一部分来自法国，但自身没有集成能力。因此不用担心设备商大批量提供同步拉伸尼龙薄膜的成熟生产线，没有实际的生产工艺的摸索，难度是很大的。当时沧州明珠的第一条线是法国 DMT 第一条商务线，法国和德国的专家来了 12 个人，都没有将设备开启，而现在法国 DMT 已经不做同步拉伸尼龙薄膜生产线了。

目前全球只有沧州明珠能够实现集成同步拉伸尼龙薄膜成熟生产线，潜在市场巨大。现在有很多国外企业想和沧州明珠进行合作，来共同建设同步拉伸的 BOPA 生产线，应该来讲沧州明珠完全有能力提供同步拉伸尼龙薄膜的成熟生产线，只是公司还没有开始挖掘这方面市场。日本尤尼吉可虽然具备集成的能力，但是与其合作的日本设备企业已经不再制造同步拉伸尼龙薄膜设备了，因此沧州明珠的技术优势具有很强的潜在市场价值。

表 2: 同步双向拉伸生产工艺厂商对比

厂商	规模	设备来源	备注
沧州明珠	4500吨	法国 DMT	具有自身核心技术，目前一级品率 99%以上，人工和固定成本较低，投入仅为 1.2 亿元左右
佛塑股份	4500 吨	法国 DMT	技术不过关，一级品率仅有 75%左右
无锡尤尼吉可	4500吨	日本尤尼吉可	有技术优势，但管理人员大部分是日本人，成本很大，项目投入也很大，是沧州明珠的两倍

资料来源：公司公告，中投证券研究所

3.6 公司目前 BOPA 薄膜产能比 09 年初翻了四倍，优势更加明显

公司 BOPA 产能目前有 18000 吨，4 条生产线，其中两条线 9000 吨为同步拉伸薄膜，预计第二条同步拉伸薄膜生产线今年能够半年的产能；另外两条线 9000 吨为异步拉伸薄膜，这两条生产线为 09 年中期在德州收购，10 月份开始投产，09 年贡献了 700 万的利润，预计今年能够贡献全部产能。目前公司中高端产品都可以生产，实现了渠道共享，扩大了销售规模。目前公司正将在积极拓展国外市场，以便实现 BOPA 薄膜未来的产能扩张。

沧州明珠同步拉伸生产线的 A 级品率可以达到 95% 以上，德州普通异步拉伸 A 级品率可以达到 50% 左右。目前 A 级品和下一级品的价格至少相差 2000 元钱左右。

目前，公司在 BOPA 薄膜领域已具有绝对的竞争优势。主要表现在：

- 首先是产能最大，品种最齐全，高中低档产品都有。
- 其次是技术优势，公司克服困难，依靠自己技术力量对进口设备进行多项技术改造和工艺改进，完全掌握了核心技术。
- 其次是成本优势。公司产品的一级品率很高，破损劣质膜很少，大大降低了成本。并且公司固定资产投入较少，并通过对生产流程、工艺参数的优化，以及加强现场管理，有效提高了原材料收率，降低了产品成本。
- 再次是质量优势，售价较高。公司的同步双向拉伸工艺生产 BOPA 薄膜，产品执行的企业标准高于国家标准。产品拥有平整度高、尺寸稳定性好、耐蒸煮等特点，竞争优势明显，在物理性能指标和外观质量方面均获得了客户充分认可，维持了较高产品售价。
- 最后是地域优势。目前，公司地处环渤海经济圈内，BOPA 薄膜产品在京津冀鲁等地直销，而 BOPA 薄膜产品的竞争对手的生产线集中在长江以南地区，所处地域的差异和销售半径的限制有效的降低了区域市场的竞争激烈度，具有一定的地域优势。

4、公司对原料采购具有很强的管理和控制能力

公司作为塑料加工型企业，原料占据产品成本 85 以上，因此公司对原料的采购控制和管理非常重要。

PE 管材原料有 50% 的量靠进口，另外主要是购买上海石化的 PE-80 型号产品。尼龙拉伸料主要购买岳阳石化，国外采购也占有一定的比重。全年公司

采购原料达 8 万吨左右，正常情况下，公司会有 30-40 天的原料库存。

09 年上半年公司营业收入下降的条件下，盈利却大幅提升。主要是公司通过加强成本控制，科学合理控制库存和资金运用，掌握了原材料价格波动规律，在一季度塑料价格低迷的时候购进了大批原料，使得毛利率大幅提升。其中塑料管材毛利率同比上升 10.67% 达到 27.34%，塑料薄膜同比上升 11.34% 达到 32.07%。今年前两季度公司的毛利水平依然会保持较高的水平。

针对市场上油价对公司成本的影响，公司认为成本的波动是可控的。

沧州明珠的主要产品为塑料管材、塑料薄膜，主要生产原料分别为聚乙烯、PA6。市场上认为随着油价的上涨，公司的生产成本有所增加。对此，公司表示，目前公司生产所用的原材料价格，没有原油价格波动那么大，仍然处于可控的范围之内。而且公司可以通过提价向下游传导部分生产成本。目前公司生产经营正常，下游需求旺盛，生产线处于满负荷状态。公司下游厂商包括燃气运营商、水务公司、通信运营商等。公司具有一定的议价能力。

5、未来战略—着重锂电池隔膜等新材料研发和生产

未来公司的战略规划：

首先针对公司的管材业务，有可能会在给水方面增加产能。目前客户渠道都已经成熟，给水管道的市场正在正常化，铸铁管道正在逐步被 PE 塑料管道替代，市场将快速膨胀。目前给水管道的铺设还处于政府垄断状态，如各市的自来水公司，市场还没有放开，一旦放开，市场增量会很大，如同燃气市场一样，从政府垄断到市场化，发展非常迅猛。目前水价在不断调高，水价越高，对这个市场发展越好。

其次针对公司薄膜业务，公司一方面会扩大同步拉伸薄膜的产能，迅速占领日益扩大的市场。另一方面，利用自身的同步拉伸工艺技术，公司将加大功能薄膜的研发。如公司在研发锂电池隔膜，目前已经有小样研发出来，研发队伍达到 50 人左右，虽然现在还没有达到立项的阶段，但有望成为公司新的盈利增长点。

公司先进的同步拉伸工艺技术非常有助于锂电池隔膜的研发和生产。

公司跨入新材料行列。目前公司由一家纯粹的塑料管道加工企业，转变成以薄膜新材料为第二主业的多元化的公司，目前薄膜的盈利能力已经快接近公司传统的塑料管道业务，预计今年薄膜新材料的盈利贡献在 40% 左右。公司利用自身的同步拉伸技术优势，还将致力于各种功能薄膜的研发和生产，跨入新材料的行列，必将会吸引更多投资人的目光。

6、公司研发和生产锂电池隔膜具有较强的技术优势

在锂电池的结构中，隔膜是关键的内层组件之一。隔膜的性能决定了电池的界面结构、内阻等，直接影响电池的容量、循环以及安全性能等特性，性能优异的隔膜对提高电池的综合性能具有重要的作用。

隔膜是一层多孔的塑料薄膜，是锂电材料中技术壁垒最高的一种高附加值材料，约占锂电池成本的 20%-30%。隔膜价格居高不下的主要原因是一些制作关键技术被日本和美国所垄断，国产高端隔的指标还未达到国外产品的水平。

隔膜的生产技术难点在于造孔的工程技术和基体材料。其中造孔的工程技术包括隔膜造孔工艺和隔膜拉伸工艺。基体材料包括聚丙烯、聚乙烯材料和添加剂。目前聚烯烃隔膜生产工艺可按照干法和湿法分为两大类，同时干法又可细分为单向拉伸工艺和双向拉伸工艺。

表 3: 隔膜生产工艺对比

	干法		湿法
生产方式	单向拉伸	双向拉伸	
工艺原理	晶片分离	晶型转换	
方法特点	制备出低结晶度的高取向聚丙烯或聚乙烯薄膜，在高温退火获得高结晶度的取向薄膜。这种薄膜先在低温下进行拉伸形成微缺陷，然后高温下使缺陷拉开，形成微孔	在聚丙烯中加入具有成核作用的β晶型改进剂，利用聚丙烯不同相态间密度的差异，在拉伸过程中发生晶型转变形成微孔	将低分子量的烃类物质与聚烯烃树脂混合，加热溶化混合物并把熔体铺在薄片上，然后降温发生相分离，再双轴向拉伸，最后用溶剂提取小分子物质
产品特点	微孔尺寸、分布均匀、微孔导通性好、能生产不同厚度的产品，能生产 PP、PE 产品和三层复合产品	微孔尺寸、分布均匀，稳定性差，现只能生产较厚规格 PP 膜	微孔尺寸、分布均匀，适宜生产较薄产品，只能生产 PE 膜
缺点	横向强度不够	薄膜较厚	耐温度低，小于 140 度
厂家	Celgard、UBE	新乡格瑞恩、桂林新时科技	旭化成、东燃及美国 Entek

资料来源：中投证券研究所

国内能生产隔膜的企业仅有星源科技、金辉高科、格瑞恩等三家企业。其中星源科技采用干、湿法两条工艺、金辉高科采用湿法工艺、格瑞恩采用干法双向拉伸工艺。现在国产隔膜的市场主要集中在中、低端小型锂离子电池领域。

高端产品特别是动力电池对隔膜的一致性要求极高，对拉伸工艺技术要求非常严格。除了厚度、面密度、力学性能这些基本要求之外，对隔膜微孔的

尺寸和分布的均一性也有很高的要求。因为微孔的尺寸和分布直接影响到隔膜的孔隙率、透气性、吸液率。就国内现有的隔膜生产技术，隔膜的厚度、强度、孔隙率不能得到整体兼顾，量产批次稳定性较差，对拉伸工艺技术的要求非常严格。

总结，隔膜的技术主要有三个方面，首先是原材料的合成，国内基本进口；其次是成孔工艺，这个可得到材料提供方的一定指导；最后是拉伸工艺，这是考验生产者的薄膜拉伸技术水平。由于隔膜要求的一致性非常严格，沧州明珠在同步拉伸方面具有很强的技术优势，非常有利于隔膜的研发和稳定生产。

7、盈利分析

盈利预测假设条件分析：

(1) 由于公司 09 年实现了满负荷生产，我们假设 10 年 PE 塑料管道系列产品和薄膜的原油产能均实现满负荷运转，芜湖新建管道产能可贡献 1 万吨的产销量，德州两条异步拉伸 BOPA 薄膜生产线可贡献 9000 吨产量，新建同步拉伸 BOPA 薄膜生产线可贡献 2000 吨左右的产能。

表 4: 公司目前产能和未来项目投产情况一览（假设）

项目名称	现有产能	新增产能	股权比例	投产时间	09 年产量	10 年预计产量	11 年预计产量
PE 燃气管、给水管 管材，管件	3.6 万吨		100%		3.6 万吨	3.6 万吨	3.7 万吨
芜湖 PE 燃气和给水 管道项目		1.5 万吨	100%	10 年初		0.7 万吨	1.5 万吨
排水、排污双壁波纹 管（大口径）	1 万吨		100%		0.2 万吨	0.4 万吨	0.6 万吨
硅芯管管材	0.9 万吨		100%		0.15 万吨	0.2 万吨	0.25 万吨
现有 BOPA 薄膜	4500 吨		73%		4700 吨	4500 吨	4700 吨
收购 BOPA 薄膜		约 8500 吨	100%	09 年 10 月	800 吨	6000 吨	8500 吨
募投 BOPA 薄膜		4500 吨	100%	10 年中期		1700 吨	4300 吨

资料来源：公司公告，中投证券研究所

(2) 由于原材料价格比 09 年大幅上涨，而产品价格也有向上表现，因此假设 10 年所有的产品价格均同比上升 10% 左右。11 年和 12 年的价格与 10 年的均价持平。

(3) 由于 09 年原材料的价格跌幅较深，因此产品的毛利率大幅上升，原材料成本上升导致 2010 年至 2012 年产品的毛利率比 2009 年有下降的趋势。

(4) 由于收购的生产线为两步双向拉伸 PA 薄膜，产品价格要低于公司原有的

同步双向拉伸薄膜价格，假设为同步双向拉伸产品的 93%。由于公司收购的设备价格比较便宜，两条线仅有 1 亿元，固定折旧仅有 1500 元/吨，而同步拉伸的平均每条线投资需要 1 亿元左右，固定资产折旧需 3000 元/吨，而同步拉伸薄膜的售价比异步拉伸高出 2000 元/吨左右，因此我们假设两种薄膜的毛利水平基本相同。

(5) 由于公司具有很好的成本控制水平，公司一季度的毛利率仍然较高，整体毛利率维持在 22.90%，故我们也适当维持了 10 年较高的毛利率。

(6) 公司具有很高的库存管理水平，08 年在油价冲高的过程中，公司逐渐降低库存，因此规避了 08 年的库存跌价风险，并且在 09 年一季度产品价格较低的时候，公司采购了大量的原料，足够使用 2-3 个月，保障了公司较强的盈利能力。因此我们针对公司的库存跌价方面保持了乐观的态度，假设今后 3 年不会出现资产减值损失。

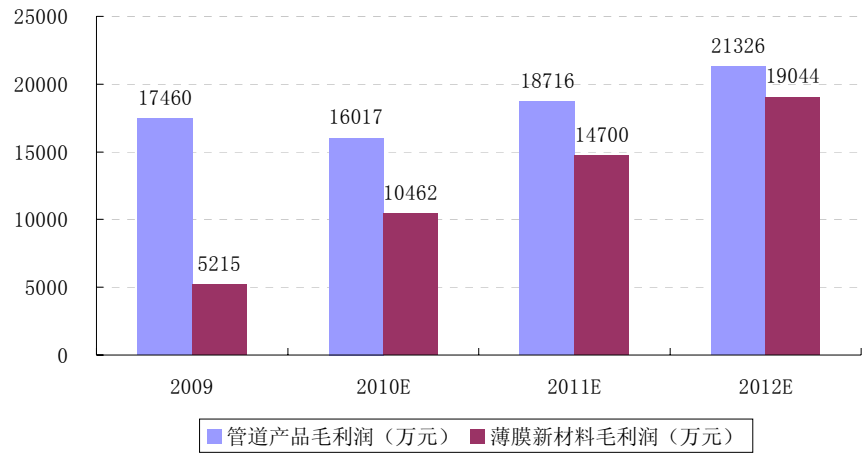
表 5: 公司目前产能和未来项目投产情况一览 (假设)

名称	2009	2010E	2011E	2012E
燃气、给水管、给水管件(万元)	58562	70090	84760	99430
毛利率 (%)	28.1%	21.0%	20.0%	18.0%
薄膜制品(万元)	19174	42700	61250	82800
毛利率 (%)	27.2%	24.5%	24.0%	23.0%
PE 双壁波纹管(万元)	1938	4400	6900	10350
毛利率 (%)	17.3%	18.0%	18.0%	18.0%
硅芯管(万元)	1752	2300	2900	8700
毛利率 (%)	38.2%	22.0%	18.0%	18.0%
工程服务(万元)	84	99	124	155
毛利率 (%)	38.5%	12.3%	12.3%	12.3%
其他(万元)	1100	1320	1584	1901
毛利率 (%)	14.8%	13.5%	13.5%	13.5%
主营业务收入(万元)	82,611	120,909	157,518	203,336
毛利率 (%)	27.65%	22.06%	21.36%	19.99%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

给予强烈推荐评级。公司 BOPA 薄膜和 PE 管材业务未来都将持续扩大生产规模，在不考虑未来锂电池隔膜盈利贡献的条件下，我们预计公司 10 年-12 年的 EPS 分别为 0.70 元、0.86 元和 1.00 元，公司未来几年仍将保持确定的快速增长势头。公司属于中小板企业，目前与之具有可比性的化工中小板企业平均市盈率 (TTM 整体法) 为 40 倍，而公司仅为 18 倍，公司盈利能力非常确定。并且公司将步入化工新材料的领域，功能薄膜新材料的利润贡献快速扩大，在全球同步拉伸尼龙薄膜领域处在领先地位，公司还在加大研发力度进军锂电池隔膜行业，市场关注度将快速提高。但为谨慎起见目前暂时给予公司 2010 年 30 倍的市盈率水平，未来 6-12 个月目标价为 21.0 元，有较大上涨空间，上调评级至强烈推荐。

图 7: 公司未来几年薄膜新材料和管道产品的利润贡献比较



资料来源: 公司报表、中投证券研究所

表 6: 盈利预测

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	826	1209	1575	2033
同比(%)	13%	46%	30%	29%
归属母公司净利润	102	118	145	167
同比(%)	135%	15%	23%	16%
毛利率(%)	27.6%	22.1%	21.4%	20.0%
ROE(%)	20.5%	19.5%	20.0%	19.4%
每股收益(元)	0.61	0.70	0.86	1.00
P/E	22.72	19.69	16.03	13.85
P/B	4.67	3.83	3.21	2.68
EV/EBITDA	15	13	11	9

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	572	760	933	1101	营业收入	826	1209	1575	2033
现金	183	183	183	183	营业成本	598	942	1239	1627
应收账款	123	231	275	327	营业税金及附加	3	5	6	8
其它应收款	12	19	25	32	营业费用	55	66	90	117
预付账款	52	57	73	81	管理费用	29	38	51	65
存货	144	195	278	351	财务费用	13	13	13	13
其他	57	73	100	127	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	401	470	543	604	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	40	33	37	36	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	294	374	438	487	营业利润	131	145	176	203
无形资产	29	32	36	41	营业外收入	2	1	1	1
其他	38	29	32	39	营业外支出	6	3	4	4
资产总计	973	1229	1476	1705	利润总额	126	143	174	200
流动负债	379	451	502	512	所得税	16	18	22	25
短期借款	289	344	371	364	净利润	110	125	152	175
应付账款	33	65	85	92	少数股东损益	8	7	7	7
其他	57	42	46	57	归属母公司净利润	102	118	145	167
非流动负债	70	140	210	280	EBITDA	167	192	233	270
长期借款	70	140	210	280	EPS (元) (摊薄)	0.61	0.70	0.86	1.00
其他	0	0	0	0					
负债合计	449	591	712	792					
少数股东权益	26	34	41	48	主要财务比率				
股本	99	168	168	168	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
资本公积	226	176	176	176	成长能力				
留存收益	173	261	379	521	营业收入	13.1%	46.4%	30.3%	29.1%
归属母公司股东权益	497	605	723	865	营业利润	142.1%	10.9%	21.4%	15.3%
负债和股东权益	973	1229	1476	1705	归属于母公司净利润	134.6%	15.4%	22.8%	15.7%
					获利能力				
					毛利率	27.6%	22.1%	21.4%	20.0%
					净利率	12.4%	9.7%	9.2%	8.2%
					ROE	20.5%	19.5%	20.0%	19.4%
					ROIC	19.1%	15.1%	14.6%	14.0%
					偿债能力				
					资产负债率	46.2%	48.1%	48.3%	46.5%
					净负债比率	79.90%	83.10%	82.12%	81.89%
					流动比率	1.51	1.69	1.86	2.15
					速动比率	1.12	1.25	1.30	1.46
					营运能力				
					总资产周转率	1.09	1.10	1.16	1.28
					应收账款周转率	7	6	6	6
					应付账款周转率	24.13	19.33	16.52	18.35
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.61	0.70	0.86	1.00
					每股经营现金流(最)	0.44	-0.01	0.37	0.54
					每股净资产(最新摊)	2.97	3.61	4.32	5.16
					估值比率				
					P/E	22.72	19.69	16.03	13.85
					P/B	4.67	3.83	3.21	2.68
					EV/EBITDA	15	13	11	9

资料来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

侯宏森, 中投证券研究所基础化工行业分析师, 硕士, 有多年化工行业工作背景和投资咨询工作经历。

主要研究覆盖公司:

有机氟: 巨化股份、三爱富、永太科技、多氟多

有机硅: 蓝星新材、新安股份、宏达新材、硅宝科技、回天胶业、三友化工

聚氨酯: 烟台万华、烟台氨纶、华峰氨纶、禾欣股份、双象股份、红宝丽、滨化股份、江山化工

工程塑料和树脂: 蓝星新材、金发科技、普利特、沧州明珠、永新股份、神剑股份、天龙集团、鼎龙股份、神马股份

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商会中心 A 座 19 层 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434