

2010年7月1日

买入（维持）

塑料/化工

沧州明珠（002108）正值成长期，价值被低估

联系人：姚鑫

电话：010-8832 1661

Email: yaox@tpyzq.com.cn

市场基础数据

当前价（元）：16.60

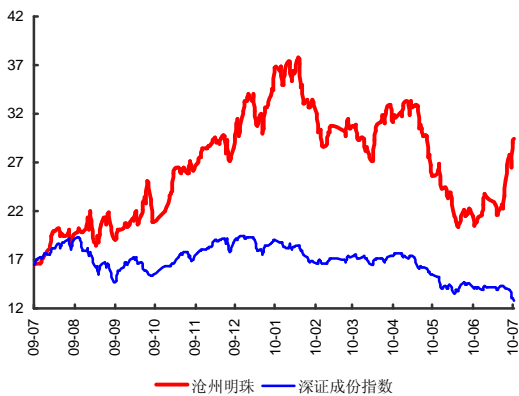
月股价区间（元）：12.03-17.03

总股本/流通股（万股）：16759/16485

每股净资产（元）：5.23

资产负债率（%）47.40

市场与公司重要数据



相关报告

《BOPA 薄膜业务发展迅速，公司盈利前景良好》

2009. 7. 14

《BOPA 薄膜业务是未来业绩的主要增长点》

2009. 8. 19

《三季度继续保持较好的盈利势头》

2009. 10. 23

事件描述

6月29日我们实地调研了沧州明珠（002108），与上市公司高层领导就公司PE管材、BOPA薄膜的生产现状、公司锂电池薄膜的研究进展、公司未来的经营重点等问题进行交流，并参观了公司PE管材和BOPA薄膜的生产流程。

调研总结

- U 公司是国内最大的塑料管道及BOPA薄膜生产基地之一。目前具有年产PE燃气管、给水管管材管件5.1万吨，排水排污双壁波纹管1.3万吨，硅胶管管材0.9万吨，BOPA薄膜1.8万吨的产能。
- U 公司是国内唯一一家同时具备同步拉伸BOPA薄膜技术和成本优势的生产厂家，由于同步拉伸BOPA薄膜工艺难度非常大，技术壁垒高，短期内公司技术水平难被复制。09年公司只有一条4500吨同步拉伸生产线，到10年4月公司另一条同步拉伸生产线已经试车完毕，顺利投产，预计10年全年产量为6800吨，产量增长51%，11年产量达到9000吨，两年产量翻一倍。另外公司收购德州两条异步拉伸生产线，09年贡献2000吨产量，今年将达到9000吨，产能增加350%。可以看出近两年正是公司BOPA产能快速释放的时期，公司业绩成长具有较大的确定性。
- U 公司PE管材业务受益于国家大规模基础设施建设。目前PE管材产品销售良好，公司2009年7月投资建设年产1.5万吨聚乙烯（PE）燃气、给水管材项目已于2010年4月全部完工，开始正式投产。投产后，公司该产品产能提升了42%。这不仅扩大了公司本身PE管材的供应能力，更打破了PE塑料管道销售半径。
- U 根据我们的假设条件，预计公司2010-2012年每股收益分别为0.69元、0.87元、0.88元。公司业绩增长稳定，新投产项目在今明两年快速为公司贡献利润。公司主导产品之一同步拉伸BOPA薄膜，不管是技术、盈利能力还是产量方面在国内处于绝对龙头地位，不排除还有进一步扩张的可能。公司目前23倍的市盈率，低于中小板37倍和深证28倍的平均水平，结合公司11年业绩较10年仍有望达到20%以上的增速，我们保守给予25倍市盈率，公司合理股价下限为17.5元，目前明显低估，维持“买入”的投资评级。

U 风险提示：产品价格大幅下跌风险。

目录

公司概况	3
(一) 公司隶属塑料加工行业	3
(二) 股权结构	3
(三) 公司主营产品为 BOPA 薄膜和 PE 塑料管材管件两大系列	4
主营之一 BOPA 薄膜业务分析	5
(一) 什么是 BOPA 薄膜	5
(二) BOPA 薄膜需求 80% 以上来自食品包装	6
(三) 全球 BOPA 薄膜产能过剩逐步缓解并可能会再次面临供应紧张	8
(四) 同步双向拉伸 BOPA 薄膜为高端产品, 供求紧张	9
(五) 公司同步拉伸 BOPA 薄膜工艺技术短期内难被超越	10
(六) 公司今明两年 BOPA 薄膜产能快速释放	11
主营之二 PE 塑料管材管件业务分析	12
(一) PE 管材属环保型产品, 对现有 PVC 管和钢管替代是大势所趋	12
(二) “西气东输” 带动 PE 燃气管中期需求快速增长, 城市管网建设支撑 PE 给、排水需求 长远稳定	12
(三) 行业竞争激烈, 公司有独特优势	13
(四) 1.5 万吨 PE 燃气、给水用管材项目今年 4 月投产	15
关于公司研制锂电池隔膜的几点结论	15
财务预测及投资建议	15

图表目录

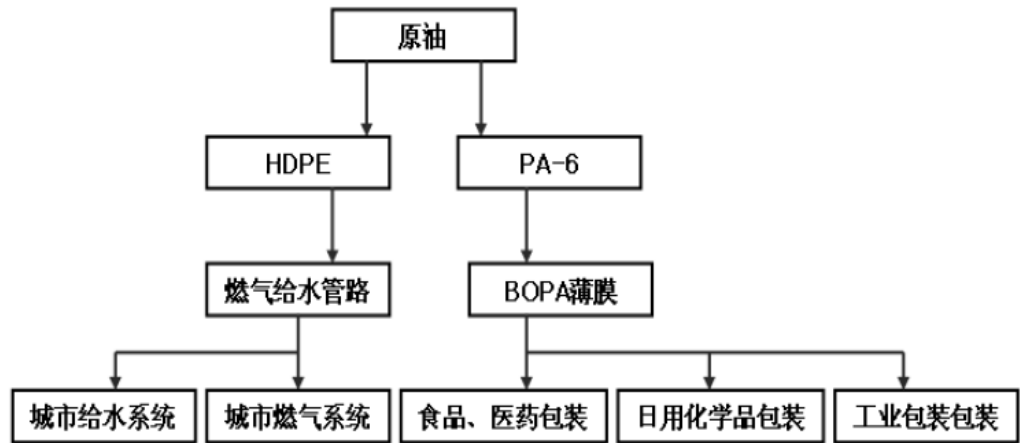
图 1: 公司主要产品产业链	3
图 2: 公司股权结构	3
图 3: 主要产品收入情况 (2009 年)	4
图 4: 主要产品毛利率变动情况	5
图 5: BOPA 生产设备及产品	5
图 6: 世界对主要包装薄膜的需求状况	8
图 7: 燃气管路系统示意图	13
图 8: 公司主要的球阀产品	14
表 1: 软包装市场主流塑料薄膜性能概况	6
表 2: BOPA 薄膜为基材的复合材料	7
表 3: 国内同步拉伸工艺生产商对比	10
表 4: 公司 BOPA 薄膜产能及投产情况	11
表 5: 主要产品关键假设	16
表 6: 公司财务预测	17

公司概况

（一）公司隶属塑料加工行业

沧州明珠塑料股份有限公司于2007年1月在深圳证券交易所挂牌交易,产品包括聚乙烯(PE)燃气给水管道、大口径排水排污管道、HDPE 硅芯管和双向拉伸尼龙(BOPA)薄膜等几大系列,是国内目前最大的塑料管道及BOPA薄膜生产基地之一。公司属于塑料加工行业,产品处于产业链的中端,上游是石油制品树脂,下游为终端用户行业。

图 1: 公司主要产品产业链

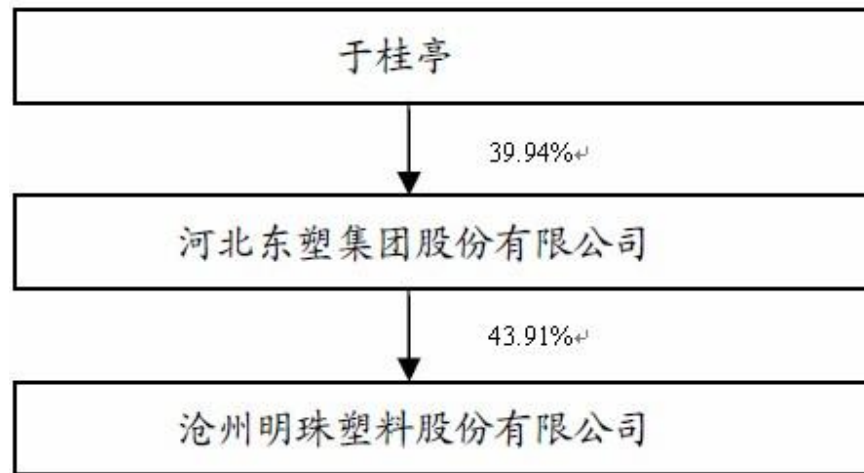


资料来源: 太平洋证券

（二）股权结构

公司控股股东为河北沧州东塑集团股份有限公司,持有本公司 4391 万股,占总股本比例 43.91%。于桂亭先生为东塑集团控股股东,持有东塑集团 39.94%的股份,为公司实际控制人。

图 2: 公司股权结构



资料来源：太平洋证券，公司年报

公司目前总股本 16758 万股，流通 A 股 16485 万股，占总股本的 98.37%。解禁股份为 273 万股，类型为定向增发机构配售股份，解禁日为 2012 年 3 月 5 日。

（三）公司主营产品为 BOPA 薄膜和 PE 塑料管材管件两大系列

公司目前主营产品为 PE 塑料管材管件产品和 BOPA 薄膜制品。2009 年公司两大主营产品收入之和占到公司总收入的 94%，其中，PE 塑料管材管件贡献 70.89%，BOPA 薄膜制品贡献 23.21%。

图 3：主要产品收入情况（2009 年）

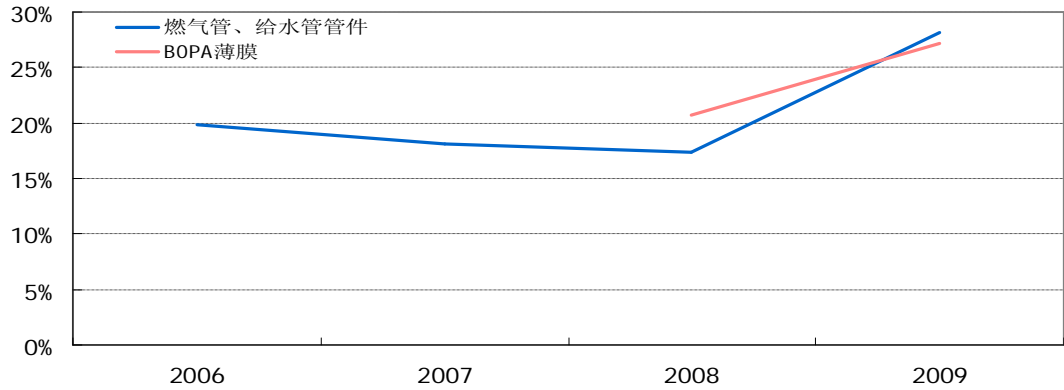
产品名	销售收入(万)	占总主营收入比重(%)
PE燃气管、给水管管材、管件	58562.24	70.89
薄膜制品	19174.00	23.21
排水、排污双壁波纹管	1937.89	2.35
硅胶管管材	1752.33	2.12
工程服务	84.00	0.10
其他产品	5.31	0.01

资料来源：太平洋证券，公司 09 年年报

盈利方面，09 年 PE 塑料管材管件综合毛利率为 28.06%，同比增加 10.60%；BOPA 薄膜毛利率为 27.20%，同比增加 6.44%，公司两大主营产品毛利率同时提高主要由于 09 年原材料价格变动幅度较大，公司在原材料价格降幅较大的时候及时增加了主要原材料的采购量，从

而降低了公司主营产品生产成本。

图 4: 主要产品毛利率变动情况



资料来源: 太平洋证券, 公司历年年报

主营之一 BOPA 薄膜业务分析

(一) 什么是 BOPA 薄膜

BOPA 薄膜即双向拉伸尼龙薄膜, 它的主要原材料是聚己内酰胺, 简称尼龙 6 或 PA6, 把这种原料在专用设备上经过熔融挤出流延, 再进行纵向、横向拉伸制成薄膜, 即双向拉伸尼龙薄膜。

图 5: BOPA 生产设备及产品





资料来源：太平洋证券，公司网站

（二）BOPA 薄膜需求 80%以上来自食品包装

双向拉伸尼龙（Biaxially oriented Polyamide，简称 BOPA）薄膜作为高阻隔性薄膜基材，目前成为继 BOPP、BOPET 薄膜之后的拉伸薄膜家族中的第三大品种。我们在表 1 中描述了当前软包装市场主要塑料薄膜的性能和应用，经过对比可以看出 BOPA 薄膜由于具有突出的阻隔性，对食品的保鲜、保香作用较强，主要用于食品包装，包括肉类、奶酪和熟食，以及方便菜类。对冷冻食品包装，主要利用 BOPA 薄膜强度高、耐穿刺性好、耐寒性优的特性；对汤面液体调料包装，主要利用其强度高、耐穿刺性好、特别耐油性好；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。此外，BOPA 薄膜还广泛应用于医疗、化妆品和机械、电子等一般工业包装领域。

表 1：软包装市场主流塑料薄膜性能概况

薄膜名称	性能	应用	工艺
BOPP 薄膜	优点：质轻、无毒、无臭、防潮、机械强度高，尺寸稳定性和印刷性能良好，透明性好。耐热性高，使用温度可达 120℃	广泛应用于食品、糖果、香烟、茶叶、果汁、牛	双向两步拉伸法为主流。产量已超过 100 万吨。浙江、

	缺点：表面能低，涂胶或印刷前需进行电晕处理。容易积累静电，没有热封性。抗撕强度低。强酸有腐蚀性。	奶、纺织品等的包装，其中10%为香烟包装。	江苏、广东三省产能占我国产能70%左右
BOPTA薄膜	优点：强度高、刚性好、透明、光泽度高。无嗅、无味、无色、无毒、突出的强韧性；其拉伸强度是PC膜、尼龙膜的3倍，冲击强度是BOPP膜的3—5倍，有极好的耐磨性、耐折叠性、耐针孔性和抗撕裂性等；热收缩性极小，处于120℃下，15分钟后仅收缩1.25%；具有良好的抗静电性，易进行真空镀铝，可以涂布PVDC，从而提高其热封性、阻隔性和印刷的附着力；BOPET还具有好的耐热性、优异的耐蒸煮性、耐低温冷冻性、良好的耐油性和耐化学品性等。BOPET薄膜除了硝基苯、氯仿、苯甲醇外，大多数化学品都不能使它溶解。BOPET膜吸水率低，耐水性好，适宜包装含水量高的食品。 缺点：会受强碱侵蚀。	包装占58%，热烫印箔占3%，印刷复制行业占2%，电工/电子行业占7%，照相行业占3%，其他27%。全球年需求增速6%左右，我国行业略供过于求。	BOPET 聚酯薄膜生产线设备主要是由原料输送装置、预结晶器、干燥器、挤出机、计量泵、过滤器、熔体管道、模头、铸片机、纵向拉伸机、横向拉伸机、牵引机、收卷机以及分切机等设备组成。
BOPA薄膜	优点：BOPA薄膜的耐穿刺强度、冲击强度、摩擦强度、弯曲强度高，并且有较好的阻隔性，对产品的保鲜、保香作用较强。 缺点：易吸水。无热封性。	世界80%主要用于食品包装 ，主要用于蒸煮食品、冷冻真空食品、鲜肉、奶酪、香味食品及盖材等。行业供求平衡。	异步拉伸法是普遍使用的方法，投资较低。同步拉伸法较先进，但投资较高。生产过程基本包括：熔融、冷却、拉伸、热定型、卷曲、包装等。
CPP薄膜	优点：透明度高，平整度好，阻湿性好、具有一定刮度不失柔韧性，热封性好。 缺点：易变型，有一定耐油性，但是不是很理想。	可应用于热灌装、蒸煮袋、无菌包装。是面包产品包装或层压材料等领域的首选材料。市场需求年增长10%以上。行业供过于求。	多层共聚流延膜生产线

资料来源：太平洋证券、中国印刷

不过，由于聚己内酰胺材料易吸水、存在稳定性较差的缺点，通常 BOPA 薄膜与热封性良好的基材薄膜复合使用，不仅提高性能价格比，而且改善吸水性育旨。因此我们在看待 BOPA 薄膜需求时，由于通常是和其他基材薄膜复合使用，因此市场空间主要来自于人们消费水平提升后，食品等包装材料升级后带来的绝对市场空间的增加，而不是对其他薄膜比如 BOPP、BOPTA 的替代。

表 2：BOPA 薄膜为基材的复合材料

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	BOPA/EVA、BOPA/ CPP

	鸡等	
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、辣酱油、榨菜等	BOPA/PE
化工产品、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
机械、电子产品等包装	电器元件、集成电路板等	金属化膜、涂布 K-BOPA、金银线

资料来源：太平洋证券

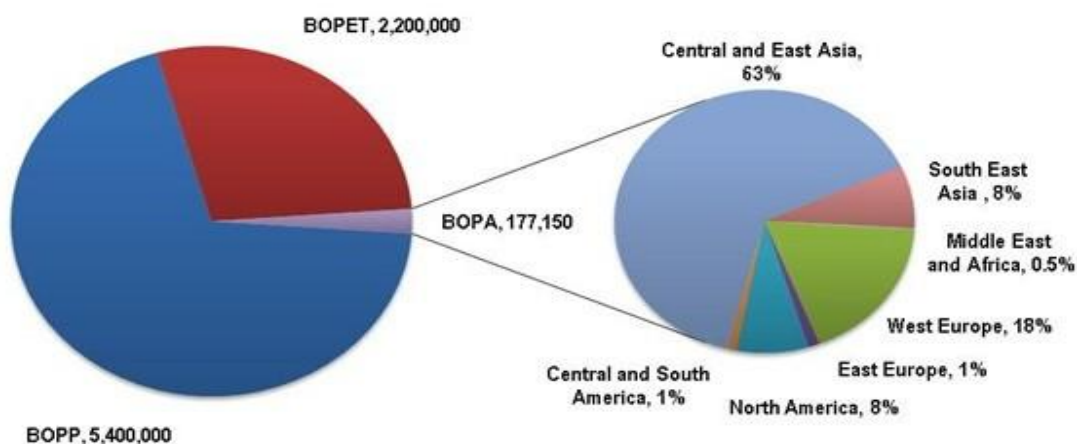
（三）全球 BOPA 薄膜产能过剩逐步缓解并可能会再次面临供应紧张

2004 年-2009 年全球 BOPA 薄膜需求保持了年均 8% 的增长，截止 2009 年全球 BOPA 薄膜需求量为 18 万吨。

供应方面，2002-2003 年间，BOPA 薄膜全球供应紧张，而 BOPP 膜和 BOPET 膜供大于求，由此投资导向更倾向于 BOPA 薄膜市场。2004 年全球 BOPA 的产量为 12.6 万吨，生产能力基本可以满足需求。但随后两年全球产能开始了快速扩张，主要源自两个方面：一方面中国企业开始加入 BOPA 供应，当然主要供应本国市场；另一方面北美等一些供应商为了加大出口也加入了产能扩张的行列，因此 2006 年以后全球 BOPA 供应过剩的苗头显现，面对过剩的压力，企业通常降低开工率来调节产量，或者关闭一些生产线。截止到 2009 年，全球 BOPA 产能为 22 万吨，依然高于需求值。

不过，预计到 2014 年全球只有约 2 万吨新的产能投放。但是全球需求有望保持 8% 的增长速度，按此假设，到 2013 年全球需求量将达到 24.5 万吨，这一数值将会大于我们预期全球的产能，BOPA 薄膜可能会再次面临供应紧张。

图 6：世界对主要包装薄膜的需求状况



资料来源：太平洋证券、pcifilms

（四）同步双向拉伸 BOPA 薄膜为高端产品，供求紧张

BOPA 薄膜加工方法有平膜法和管膜法两大类。平膜法又包括同步拉伸法、异步拉伸法。管膜法又称吹塑法。目前，同步拉伸法具有竞争力。与异步拉伸工艺相比，同步拉伸工艺较先进，技术优势主要体现在 BOPA 薄膜产品的收率（产量/原材料耗用量）较高，达到 99.7%；一级品率高，达到 90% 以上，生产出来的产品性能更加稳定，同时产品的技术标准也高于国家标准。同步拉伸法的产品为高端 BOPA 薄膜，主要应用于高端日用消费品的外包装，市场价格比异步拉伸法产品每吨高 2000 元-3000 元（不含税）。

截止 2010 年 6 月，我国国内有 BOPA 薄膜生产线 17 条，其中 13 条为异步拉伸工艺，年设计产能为 5 万吨；4 条为同步拉伸工艺，年设计产能 1.8 万吨左右。国内生产线由于技术和成本原因，长期处于停产或半停产状态，因此 BOPA 薄膜的设计产能并未能有效实现。2008 年国内 BOPA 产能为 5 万吨，而当年实际总产量仅为 3.77 万吨。产能利用率只有 75%。

异步拉伸 BOPA 薄膜行业竞争开始加剧

目前我国异步拉伸薄膜供求基本平衡，处于半停产状态的生产线较多，因此行业不需要新建装置而将原有的生产线调试成功就会直接加大供应量，并且，这样的进程正在继续——以金田集团为例，金田 BOPA 生产线是 2004 年从德国引进，因为受多方面因素的影响，2005 年停止生产。随着 BOPA 设备和技术上的日益成熟，该集团从 09 年下半年开始着手准备复

产前的设备调试和技术引进。在停产4年之后,于10年1月份恢复生产。金田集团进入BOPA行业已经有6年历史,由于诸多原因,前期生产不够正常。自2009年底以来,金田BOPA生产技术日趋成熟,BOPA品牌再次叫响,广大客户普遍反应良好。2010年2月27日上午,金田集团投资重庆云阳的年产9000吨BOPA薄膜合作协议书在金田集团三楼会议室正式签字。该项目总投资额为2.8亿元。将于近期开始启动。

另外德州2条BOPA薄膜生产线,也是由于技术原因,从06年左右引进建设到09年都未正常开工生产,前面提到的金田集团引进的BOPA薄膜生产线也由于技术原因闲置了4年之久,可见此行业还是有较高的技术壁垒,但是随着行业技术的发展,金田已经恢复生产,德州两条生产线被沧州明珠收购后也顺利开车成功,因此异步拉伸BOPA薄膜工艺壁垒逐步降低成为大势所趋。一旦剩余的生产线全部开起来,行业竞争就会加剧。

同步拉伸 BOPA 薄膜工艺难度非常大, 行业看好

由于同步拉伸BOPA薄膜工艺难度非常大,国内仅有三家公司掌握同步双向拉伸生产工艺,分别是本公司、佛塑股份和无锡UNITIKA。与佛塑股份相比,公司拥有技术优势,一级品率明显高于佛塑股份;与无锡UNITIKA相比,公司具有成本优势。无锡UNITIKA每条生产线投资达2.5亿元,公司仅投资1.2亿元,由于UNITIKA具有较高的固定资产折旧和管理费用,公司每吨BOPA薄膜生产成本要比UNITIKA低5000元。因此公司是国内唯一一家同时具备技术和成本优势的同步拉伸BOPA薄膜的生产厂家。同步拉伸国内产能仅1.5万吨左右,产品需求约2万吨,产品供不应求。

表 3: 国内同步拉伸工艺生产商对比

公司名称	产能(万吨)	技术来源	运行状况
沧州明珠	0.90	法国 DMT	技术过关,一级品率98%以上,固定资产折旧较低
佛塑股份	0.45	法国 DMT	技术不过关,一级品率70%左右
无锡 UNITIKA	0.45	日本 UNITIKA	技术较好,人工和固定成本较高

资料来源:公司公告,太平洋证券

(五) 公司同步拉伸 BOPA 薄膜工艺技术短期内难被超越

目前全球还没有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

UNITIKA 和沧州明珠具有集成同步拉伸尼龙膜设备的能力。无锡 UNITIKA 生产线是由法国的一部分设备和日本的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是由自己集成的，部分实现了国产化，另外还集成了法国和德国的设备。佛塑自身没有集成能力。

工艺的集成能力壁垒相当大，也是沧州明珠最为核心的竞争力。首先，设备进口进来未必能够运转起来。沧州明珠第一条生产线进口法国 DMT 设备，法国和德国专家都没有将设备成功开启，沧州明珠通过自己摸索成功开启，经过多年的经验积累，目前已经掌握的核心的工艺。因此设备成功运转是第一道壁垒。目前法国 DMT 公司已经破产，设备供应减少，即使竞争者进口到设备，开启将会是巨大的技术难题。其次公司将国产化设备进行集成，第二条生产线的成功运转已经表明公司对于同同步拉伸 BOPA 生产线技术已经熟练掌握，实现国产设备的集成可以极大的降低固定资产投资，我们在前面已经提到无锡 UNITIKA 每条生产线投资达 2.5 亿元，公司仅投资 1.2 亿元，这将会使公司具有明显的成本优势，这是第二道壁垒。

(六) 公司今明两年 BOPA 薄膜产能快速释放

公司目前拥有 BOPA 生产线四条，产能共 18000 吨。其中异步拉伸 BOPA 塑料薄膜生产线两条，产能共 9000 吨；同步拉伸 BOPA 塑料薄膜生产线两条，产能共 9000 吨。

表 4: 公司 BOPA 薄膜产能及投产情况

公司名称	股权	产能 (吨)	项目进程
本公司	100%	4500	同步拉伸，2010 年 4 月试车完毕，
沧州东鸿	73%	4500	同步拉伸，完全正常生产
德州东鸿	100%	4500*2	异步拉伸，一条生产线 09 年 7 月已经运行，10 年两条生产线全部投产

资料来源：太平洋证券研究院

09 年公司只有一条 4500 吨同步拉伸生产线，到 10 年 4 月公司前期募投资金项目 4500 吨同步拉伸生产线已经试车完毕，顺利投产，预计 10 年全年产量为 6800 吨，产量增长 51%，11 年产量达到 9000 吨，两年产量翻了一倍。另外公司收购德州两条异步拉伸生产线，去年贡献 2000 吨产量，今年将达到 9000 吨，产能增加了 350%。可以看出近两年正是公司 BOPA 产能快速释放的时期，公司业绩成长具有较大的确定性。

主营之二 PE 塑料管材管件业务分析

(一) PE 管材属环保型产品，对现有 PVC 管和钢管替代是大势所趋

塑料管材是高科技复合而成的化学建材，而化学建材是继钢材、木材、水泥之后，当代新兴的第四大类新型建筑材料。近年来，化学建材在我国取得了长足进步迅猛发展，尤其是新型环保塑料管材的广泛使用，掀起了一场替代传统建材的革命。塑料管材因具有水流损失小、节能、节材、保护生态、竣工便捷等优点，目前广泛应用于建筑给排水、城镇给排水以及燃气管等领域，成为新世纪城建管网的主力军。《国家化学建材产业“十五”计划和 2010 年发展规划纲要》提出，到 2010 年化学建材主要产品的推广应用应达到下列目标：在全国新建、改建、扩建工程中，建筑排水管道 80% 采用塑料管，建筑雨水排管 70% 采用塑料管，城市排水管道的塑料管使用量达到 50%，建筑给水、热水供应和暖管 80% 采用塑料管，城市供水管道 70% 采用塑料管，村镇供水管道 70% 采用塑料管。

我国塑料管材主要包括 UPVC 排水管，UPVC 给水管，铝塑复合管，聚乙烯（PE）给水管材等。与其他管材相比，PE 塑料管材无毒，燃烧后无有毒气体产生，是环保型产品，且 PE 塑料管材具有独特的柔韧性和可熔接性，铺设时方便经济，操作安全可靠。我国目前塑料管材用量最大的是 PVC 管，PVC 管材内存在重金属稳定剂、氯乙烯单体和游离氯等有害物质，且回收焚烧会产生有毒气体，欧美国家已经开始对 PVC 管的应用加以限制，我国目前对环保问题也日益重视，如北京市建设委员会、规划委员会已于 2004 年 1 月联合办法了京建材【2004】16 号文，明确规定今后在北京限制使用以铅盐作稳定剂的 PVC 饮用水管和管件。基于 PE 管特有优势，在给水管领域越来越多的应用 PE 管，很多地区用量已经超过了 PVC 管。在输配气管领域，基本全部用 PE 管，与无缝钢管相比，PE 燃气管成本可降低 12%，工作寿命则可达 50 年(无缝钢管一般为 20 年)，而且维护费用低。因此 PE 管的市场需求不仅来自现存市场的扩大，还有对现存钢管和 PVC 管市场的替代。

(二) “西气东输”带动 PE 燃气管中期需求快速增长，城市管网建设支撑

PE 给、排水管需求长远稳定

国家重点工程“西气东输”的建设与“川气东送”的开工，将极大推动未来国内燃气管领域对 PE 管材的需求。另外，我国 660 个城市中仅有 300 个城市建有天然气管网，城市还没有完全覆盖天然气管网，全国 2000 多个县城更是没有民用燃气的铺设，因此燃气管网的建设还处于

高速成长期，相应 PE 燃气管市场空间巨大。

另外，我国城市供水管网中有 37% 的主干管存在严重老化问题，有 32.8% 的存在材质低劣问题。城市供水系统由于管网陈旧、破损、腐蚀情况严重，供水平均损失率达 20%，水价的大幅度提高必将使得资源浪费成本增加，各地供水系统的改造已从 2004 年起大面积铺开。排水管道我国大城市仍以混凝土为主要材料，污染严重、容易破裂等致命缺点导致其终将被塑料管材所取代。

不管是城市燃气管网的建设还是城市供水管网的建设改造，都是一个长期的过程，因此对于 PE 管材管件的需求我们认为是长期稳定增加的，预计每年市场需求量保持 10% 的增长。

（三）行业竞争激烈，公司有独特优势

PE 塑料管材管件行业竞争激烈，产品质量参差不齐，鱼龙混杂。公司是北方最大的 PE 塑料管材和管件生产基地之一，产品质量良好，具有品牌优势。

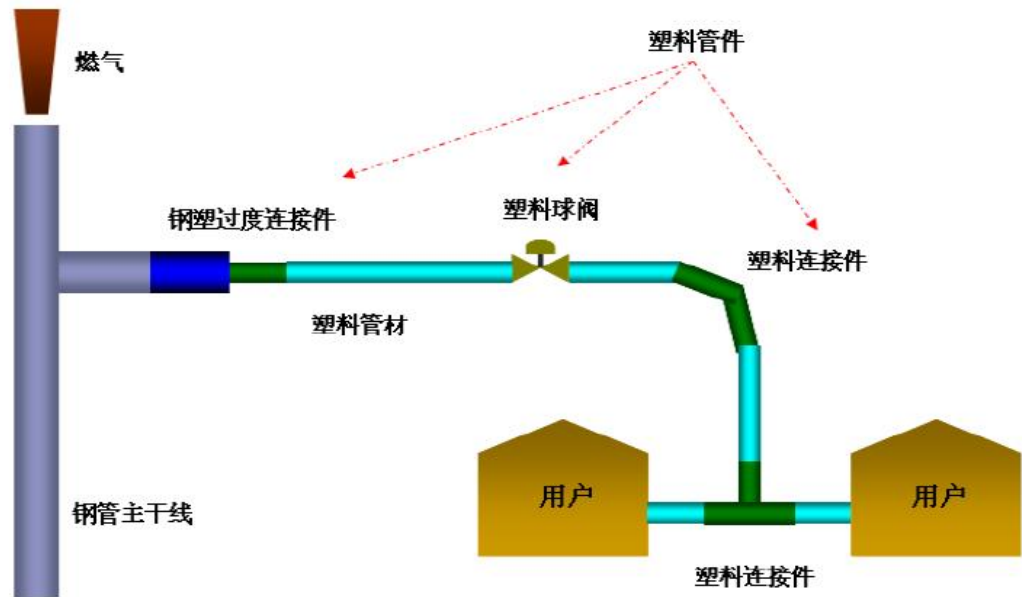
公司和凌云股份占据燃气、给水管市场 70% 的份额

经过 03 年-09 年以来一个大的整合，公司和凌云股份（400480）占据燃气、给水管市场 70% 的份额，其中公司占据 35% 的市场，与凌云市场份额基本相同。凌云侧重于燃气管的生产，公司还生产给水管、排水管等业务。

管件制备是公司的独特优势

管材与管件构成全套管路系统。管材产品需求量大，通用性较强。管件产品虽然需求量小，但是管路系统的关键环节。

图 7：燃气管路系统示意图



资料来源：天相投顾，太平洋证券

塑料管材连接方式为加热后与管件直接融合，不同厂家的管材、管件必然有材质、规格、质量控制等差异，连接效果远不如同一厂家的产品，容易导致泄漏，并且一旦发生事故，责任很难确定。尤其对于安全要求要的管材需求方，其倾向于在同一家选择管材和管件产品。

公司是全国唯一一家燃气用 PE 管材、管件、球阀产品全部取得国家质量监督检验检疫总局颁发的“中华人民共和国特种设备制造许可证”的生产企业。在行业中具有超强的管路配套能力。

公司的部分管件具有很高的技术壁垒。公司的球阀，国际上只有韩国和德国掌握这个技术，公司从韩国独家引进，是国内唯一的生产企业。公司的钢塑过度连接件，以前国内只能进口，公司经过多年的技术壁垒，高额投入后，终于自主研发成功。目前公司拥有国内唯一的专利。公司去年管件只有 1000 多吨的销量，但是它能强有力的保障公司管材的销售。公司管件基本上不对外提供，确保了竞争力。

图 8：公司主要的球阀产品

■ 双放散管型 PE 球阀 ■ 单放散管型 PE 球阀 ■ 标准型 PE 球阀



资料来源：公司网站，太平洋证券

（四）1.5 万吨 PE 燃气、给水用管材项目今年 4 月投产

公司自有 PE 燃气管、给水管管材，管件产能 3.6 万吨。2009 年 7 月公司全资子公司芜湖明珠投资建设年产 1.5 万吨聚乙烯（PE）燃气、给水用管材项目。2010 年 4 月公司公告该项目已经全部完工，开始正式投产。投产后，公司产能提升了 42%。公司在芜湖新建产能一方面扩大了公司本身的供应能力，更为重要的是，PE 燃气、给水管材 500 公里是其经济销售半径，公司通过在异地建厂生产和销售 PE 塑料管道产品，基本解决目前公司产品受销售半径的影响。

关于公司研制锂电池隔膜的几点结论

通过和公司管理人员的沟通，我们得出几点看法：

- 1、公司致力于锂电池隔膜的研究，目前只是出于小试阶段；
- 2、公司电池薄膜还没有立项，需要等待再研。
- 3、公司薄膜技术在国内领先，目前着手锂电池研究，平台和佛塑股份等公司差不多，在技术方面处于国内前列；

因此短期内我们财务预测不考虑此项的影响。对于公司隔膜研究的进展我们会密切跟踪。

财务预测及投资建议

需要有点说明：

- 1、关于燃气管、给水管管材管件产量：考虑到公司装置检修带来的影响并结合历年来开工率水平假设公司满产时产量释放产能 85% 左右；根据公司 4 月公告，假设芜湖新投产 1.5 万吨燃气管、给水管管材管件项目 10 年提供产量 0.6 万吨，11 年提供产量 1.1 万吨；
- 2、关于 BOPA 薄膜：10 年德州两条异步拉伸生产线完全释放产量 0.9 万吨；东鸿一条同步拉伸线正常生产，公司本部募投项目的另一条同步拉伸线 10 年年中投产，因此假设同步拉伸 BOPA 薄膜 10 年产量为 0.6 万吨，11 年 0.9 万吨；
- 3、公司在目前新的生产线投产完毕，根据市场和公司自身情况有望进一步增加产能，尤其是同步拉伸 BOPA 生产线。由于此预期还有不确定性我们并没有体现在假设条件中。

根据我们的假设条件，预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.69 元、0.87 元、0.88 元，相应市盈率为 23 倍、19 倍、19 倍，在申万塑料板块 14 家公司中（剔除负值）处于最低水平。公司业绩增长稳定，新投产项目在今明两年快速为公司贡献利润。公司主导产品之一同步拉伸 BOPA 薄膜，不管是技术、盈利能力还是产量方面在国内处于绝对龙头地位，不排除还有进一步扩张的可能。公司目前已经加大研发力度研究锂电池隔膜行业，为公司长期成长打下基础。

公司目前 23 倍的市盈率，不仅低于中小板 37 倍市盈率水平，而且低于深证 28 倍的平均水平，结合公司 11 年业绩较 10 年仍有望达到 20% 以上的增速，我们保守给予 25 倍市盈率，公司合理股价下限为 17.5 元，目前明显低估，维持“买入”的投资评级。

表 5：主要产品关键假设

产品名称	2009A	2010E	2011E	2012E
燃气管、给水管管件				
产量 (万吨)	3.1	3.6	4.2	4.2
毛利率 (%)	28.1%	24.0%	24.0%	23.0%
销售收入 (百万元)	585.62	607.29	718.42	763.64
排水排污双壁波纹管				
产量 (万吨)	0.2	0.3	0.3	0.3
毛利率 (%)	17.2%	17.0%	17.0%	17.0%
销售收入 (百万元)	19.38	33.00	33.00	33.00
硅芯管				
产量 (万吨)	0.15	0.15	0.15	0.15
毛利率 (%)	38.2%	20.0%	20.0%	20.0%
销售收入 (百万元)	17.52	16.50	16.50	16.50
BOPA 薄膜				
产量 (万吨)	0.65	1.40	1.80	1.80

毛利率(%)	27.2%	22.0%	21.9%	20.9%
销售收入(百万元)	191.74	460.00	594.00	594.00

资料来源: 太平洋证券

表 6: 公司财务预测

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	365.71	730.20	826.11	1127.79	1372.92	1418.14
增长率(%)	-2.65%	99.67%	13.13%	36.52%	21.74%	3.29%
归属母公司股东净利润	23.41	43.51	102.08	115.19	145.14	146.69
增长率(%)	-23.31%	85.87%	134.59%	12.84%	26.01%	1.06%
每股收益(EPS)	0.140	0.260	0.609	0.687	0.866	0.875
每股股利(DPS)	0.164	0.176	0.147	0.000	0.000	0.000
销售毛利率	15.50%	17.91%	27.65%	22.74%	22.77%	21.84%
销售净利率	6.40%	6.63%	13.37%	11.05%	11.44%	11.19%
净资产收益率(ROE)	7.58%	14.00%	20.54%	18.82%	19.17%	16.23%
投入资本回报率(ROIC)	10.39%	15.03%	24.07%	16.96%	16.28%	14.59%
市盈率(P/E)	121.91	65.59	27.96	24.78	19.66	19.46
股息率(分红/股价)	0.010	0.010	0.009	0.000	0.000	0.000

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	365.71	730.20	826.11	1127.79	1372.92	1418.14
减: 营业成本	309.01	599.39	597.72	871.31	1060.35	1108.47
营业税金及附加	0.00	2.35	3.34	2.73	3.33	3.44
营业费用	14.39	33.76	54.70	57.07	69.48	71.77
管理费用	9.15	17.71	28.53	31.51	38.36	39.62
财务费用	5.61	17.94	13.27	16.79	14.45	5.90
资产减值损失	0.03	5.01	0.81	0.02	0.02	0.02
加: 投资收益	0.00	0.00	3.06	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	27.52	54.03	130.79	148.35	186.94	188.93
加: 其他非经营损益	-1.34	-1.88	-4.36	0.00	0.00	0.00
利润总额	26.18	52.15	126.44	148.35	186.94	188.93
减: 所得税	2.76	3.77	16.00	23.74	29.91	30.23
净利润	23.41	48.38	110.44	124.62	157.03	158.70
减: 少数股东损益	0.00	4.87	8.36	9.43	11.88	12.01
归属母公司股东净利润	23.41	43.51	102.08	115.19	145.14	146.69

资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

货币资金	64.98	55.70	164.11	225.56	274.58	283.63
应收和预付款项	121.17	143.75	244.34	310.24	364.85	333.85
存货	131.90	100.86	144.22	213.04	221.73	232.77
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	40.00	39.82	39.82	39.82	39.82
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	109.34	191.57	323.35	309.18	283.02	238.66
无形资产和开发支出	10.95	10.71	29.25	26.17	23.09	20.01
其他非流动资产	0.00	0.00	3.99	1.99	0.00	0.00
资产总计	438.34	542.59	949.08	1126.01	1207.09	1148.74
短期借款	91.00	151.00	288.90	314.23	238.42	14.90
应付和预收款项	38.59	39.97	66.86	93.84	93.71	100.18
长期借款	0.00	0.00	70.00	70.00	70.00	70.00
其他负债	0.04	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	129.63	210.97	425.76	478.07	402.13	185.07
股本	68.75	68.75	98.58	98.58	98.58	98.58
资本公积	157.84	146.85	225.63	225.63	225.63	225.63
留存收益	82.12	95.26	172.69	287.88	433.02	579.71
归属母公司股东权益	308.71	310.86	496.90	612.09	757.23	903.92
少数股东权益	0.00	20.76	26.42	35.85	47.74	59.75
股东权益合计	308.71	331.62	523.32	647.94	804.96	963.66
负债和股东权益合计	438.34	542.59	949.08	1126.01	1207.09	1148.74
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	-57.23	124.19	75.44	81.77	157.91	239.04
投资性现金净流量	-38.52	-109.73	-206.16	-30.00	-20.00	-2.00
筹资性现金净流量	117.36	-17.53	256.85	9.67	-88.89	-228.00
现金流量净额	21.61	-3.08	126.13	61.44	49.03	9.04

资料来源：太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5% 与 5% 之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 8832-1818

传真： (8610) 8832-1566

重要声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。