

能源结构升级、生活快节奏化促业绩高速增长

——沧州明珠（002108）

2010年7月27日

推荐/维持

深度报告

报告摘要:

- **管件核心竞争力助未来龙头大力受益于能源消费结构升级。**齐全的管件配套和领先的管件技术是公司 PE 管材管件业务的核心竞争力。能源消费结构升级带动天然气需求以 12.3% 的速度增长，PE 燃气管需求增速有望达到 24.6%。公司未来重点培养的 PE 给水管市场空间巨大，增速可能达到 28.5%。公司及时扩大 PE 管产能，2010 年比 2009 年产能增加 42% 至 5.1 万吨。
- **BOPA 薄膜业务快速增长，技术世界领先。**国内 BOPA 薄膜行业还存在近 10 倍的上升空间，未来能保持 12-15% 的增长速度。行业技术壁垒很高，公司同步膜设备集成能力和生产工艺世界领先，是未来国内唯一有可能继续投放同步 BOPA 薄膜产能的企业。公司 09 年产能增长 200%，10 年产能又增长 33%，产量预计增长 145%，所有产能 11 年全部释放。
- **盈利能力逐年上升，原材料价格回调提升下半年业绩。**公司近年一直稳健发展，营业收入稳定增长，在原油价格大幅上升带动的原材料价格上涨通道中始终保持着稳定的净利润；08、09 年净利润增长分别达到 85.86% 和 134.6%；07-09 年 ROE 逐年上升，分别为 8.01%、14.05% 和 20.54%。5 月初开始原材料价格大幅回调，幅度约 20%，下半年业绩可期。
- **业绩预测与投资建议：**预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.65、0.78 和 0.83 元，对应 PE 分别为 26 倍、22 倍和 21 倍。我们认为公司作为中小板的化工企业，未来两年有明确的产能扩张带来业绩增长，BOPA 薄膜业务进入高速成长期而且有较大进一步扩张的可能，给予公司 30 倍市盈率，目标价格 19.50 元，维持公司“推荐”评级。

财务指标预测

指标	08A	09A	10E	11E	12E
营业收入(百万元)	730	826	1,257	1,481	1,566
增长率(%)	99.67	13.13	52.13	17.83	5.75
净利润(百万元)	48.4	110.4	118.4	141.4	151.4
增长率(%)	85.87	134.6	6.21	20.25	6.84
每股收益(元)	0.26	0.61	0.65	0.78	0.83
净资产收益率(%)	14.00	20.54	17.48	19.02	18.45
PE	27	16	26	22	20
PB	3.8	3.4	4.6	4.2	3.8

杨若木

基础化工行业分析师

执业证书编号: S1480209110083

010-66557316

yangrm@dxzq.net.cn

范劲松

联系人

010-66507339

fanjs@dxzq.net.cn

资产负债表数据

(10.03.31)

总资产(百万元)	1032.63
股东权益(百万元)	543.19
每股净资产(元)	5.23
市净率(X)	3.32
负债率(%)	47.40%

交易数据

52周股价区间(前复权元)	11.28-22.26
总市值(万元)	290000
流通市值(万元)	290000
总股本/流通A股(万股)	16759/16485
流通B股/H股	--
52周日均换手率	4.22%

52周股价走势图



资料来源: wind

相关研究报告

1. 《收购薄膜资产，业绩再上新台阶》 2009.05.15
2. 《半年度业绩快报点评，原油价格下滑，公司业绩大增》 2009.07.14

目 录

1. 管件核心竞争力助未来龙头大力受益于能源结构升级.....	4
1.1 齐全的管件配套和领先的管件技术是 PE 管材管件业务的核心竞争力.....	4
1.2 募投项目顺利投产，产能扩张 42%，未来跃升行业龙头.....	6
1.3 能源消费结构升级带动燃气管需求稳定增长，给水管空间巨大.....	6
1.3.1 国内塑料管道 05-10 年保持 28.5% 的年均增速，未来 30 年增速大于 10%.....	6
1.3.2 能源消费结构升级带动 PE 燃气管行业快速增长.....	7
1.3.3 PE 管在给水管领域安全节能、空间巨大，是公司未来 PE 管材管件业务发展的重点.....	8
2. 生活节奏加快促 BOPA 薄膜业务快速成长.....	8
2.1 国内 BOPA 薄膜有近 10 倍的发展空间，至少以 12-15% 的速率增长.....	8
2.2 异步膜供需基本平衡，同步膜供不应求.....	11
2.3 公司未来两年 BOPA 薄膜业务高速增长.....	11
2.4 同步膜技术世界领先，国内唯一有可能在短期内继续投放同步 BOPA 薄膜产能的企业.....	12
3. 锂离子电池隔膜未来布局新能源.....	12
4. 盈利能力稳中有升，原材料价格下降提升下半年业绩.....	13
4.1 公司稳健成长，盈利能力逐年提升.....	13
4.2 二季度开始原材料价格下降，下半年业绩可期.....	14
5. 盈利预测及估值.....	14
6. 风险提示.....	15

表格目录

表 1: 公司管件产品专利.....	5
表 2: 中国一次能源消费结构变化（万吨油当量）.....	7
表 3: BOPA 薄膜包装应用.....	9
表 4: 2010 年国内 BOPA 薄膜供需平衡情况（万吨）.....	11

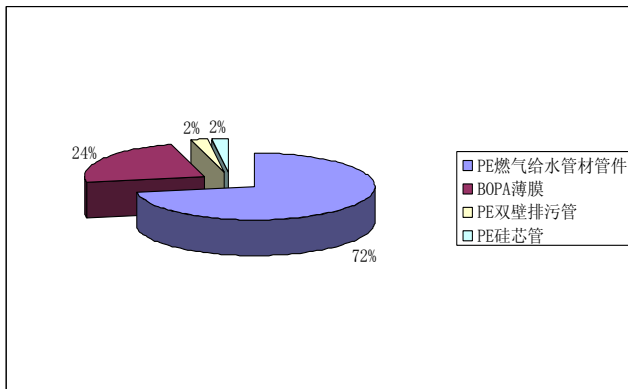
插图目录

图 1: 2009 年公司产品收入结构.....	4
图 2: 2010 年公司产品收入结构（预测）.....	4
图 3: 公司管材管件产品示意图.....	5
图 4: 公司管材管件产品图片 1.....	5
图 5: 公司管材管件产品图片 2.....	5

图 6: 公司与凌云股份 PE 管材管件业务收入对比 (百万元)	6
图 7: 我国塑料管材及配件产量 (万吨)	7
图 8: 我国天然气产量及同比增长 (亿立方米)	7
图 9: 我国天然气需求及预测 (亿立方米)	7
图 10: 蒸煮食品实例图片.....	9
图 11: 世界上 BOPA 薄膜应用领域分布	10
图 12: 世界 BOPA 薄膜人均消费情况比较 (单位: 克)	10
图 13: 我国肉制品及副产品加工行业营业收入增长 (亿元)	10
图 14: 我国速冻米面食品产量增长 (万吨)	10
图 15: 我国合成洗衣粉产量增长 (万吨)	11
图 16: 我国罐头产量增长 (万吨)	11
图 17: 公司 BOPA 薄膜业务收入及同比增长预测 (百万元)	12
图 18: 公司 03-09 年营业收入增长 (百万元)	13
图 19: 公司 03-09 年净利润增长 (百万元)	13
图 20: 公司 PE 管业务毛利率与行业比较	14
图 21: 公司薄膜业务毛利率与行业比较.....	14
图 22: 上海石化 HDPE 管材专用料价格走势 (元/吨)	14
图 23: PA6 切片价格走势 (YRD, 元/吨)	14

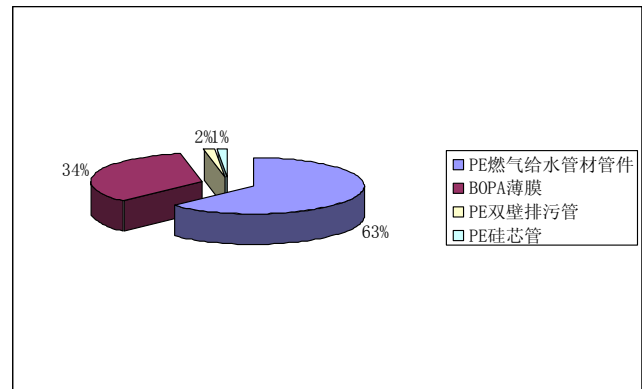
沧州明珠自成立起一直从事于 PE 管材管件的生产、研发和销售，主要产品是 PE 燃气给水管材管件和双向拉伸聚酰胺薄膜（以下简称 BOPA 薄膜），也有部分双壁排污管和通讯用硅芯管产品。公司 PE 管材管件业务一直稳健发展，营业收入稳定增长，在原油价格大幅上升带动的原材料上涨通道中始终保持着稳定的净利润；2008 年从母公司收购 BOPA 薄膜业务后营业收入和净利润开始大幅增长，目前公司 BOPA 薄膜业务已进入快速成长期，未来公司将保持 PE 管材管件和 BOPA 薄膜两项业务的同步发展。

图 1：2009 年公司产品收入结构



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 2：2010 年公司产品收入结构（预测）



资料来源：东兴证券研究所

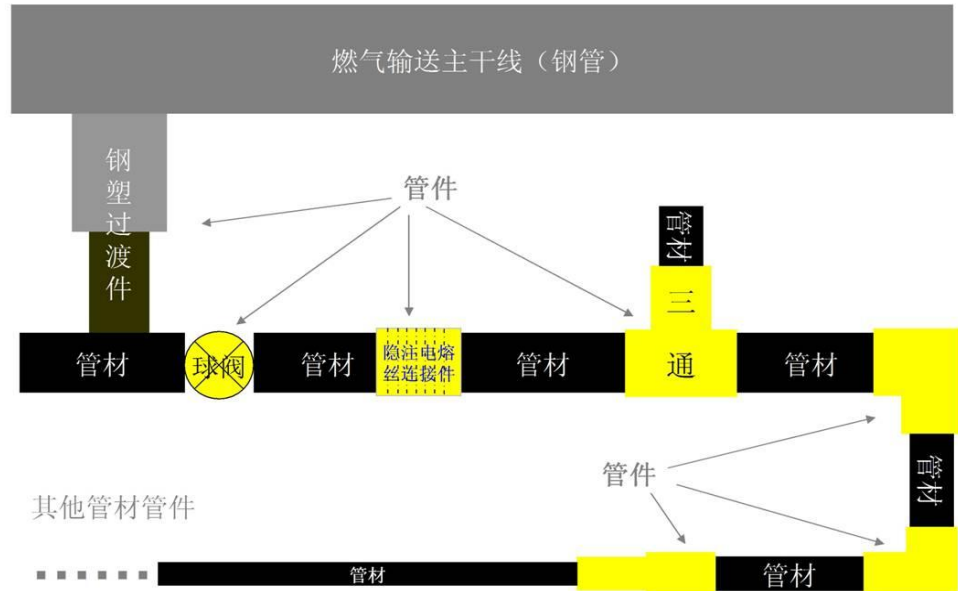
1. 管件核心竞争力助未来龙头大力受益于能源结构升级

1.1 齐全的管件配套和领先的管件技术是 PE 管材管件业务的核心竞争力

PE 燃气给水管材管件的生产属于塑料加工行业，管材的生产使用 PE 管材专用料挤出加工而成，而管件的生产包括注塑成型、机械加工、零部件装配等环节，相对比较复杂，技术含量较高；同时管件产品种类繁多，根据工程环境的不同而有不同的需求，设备投资相对较大。

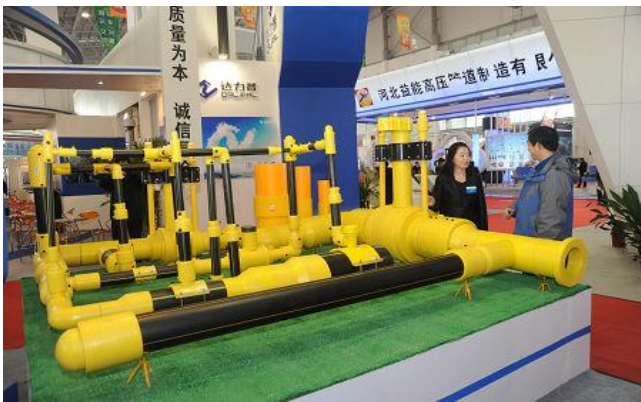
管件是 PE 压力管道系统核心部分，公司管材生产线投资约 6000 万元，而管件生产线投资超过 2 亿元，几乎全部覆盖 3000 多种管件产品，是国内管件产品最齐全的企业，特别是在电熔管件、球阀和钢塑过渡的设计和生方面与国际同步，拥有《全通径型塑料球阀》、《隐注电热丝型电熔塑料管件》、《电熔管件焊接夹具》和《钢、管转换接头》4 项专利，已开始替代进口。公司还是 PE 球阀、钢塑过渡件国家标准的参与制定者之一，并参与了建设部颁布的《聚乙烯燃气管道工程技术规程》的修订工作。

图 3：公司管材管件产品示意图



资料来源：东兴证券研究所

图 4：公司管材管件产品图片 1



资料来源：东兴证券研究所

图 5：公司管材管件产品图片 2



资料来源：东兴证券研究所

表 1：公司管件产品专利

名称	类型	专利号
全通径型塑料球阀	实用新型	ZL03269809.7
隐注电热丝型电熔塑料管件	实用新型	ZL03269808.9
电熔管件焊接夹具	实用新型	ZL2003201229025.9
钢、管转换接头	实用新型	ZL03266821.X

资料来源：国家知识产权局，东兴证券研究所

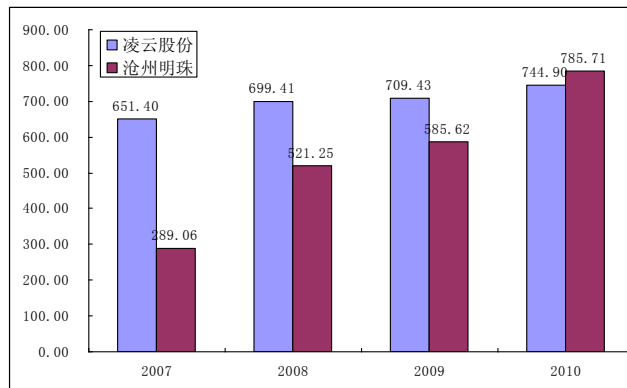
PE 燃气管涉及到安全问题，一旦出现事故需要进行责任认定，同时集中采购可以降低成本，因此下游客户往往从同一厂家采购管材和管件。虽然 PE 管件销售金额仅占 PE 管材管件销售总金额的 20% 左右，但公司在管件方面的竞争优势是保障管材销售的重要基础，是公司 PE 管材管件业务的核心竞争力。

1.2 募投项目顺利投产，产能扩张 42%，未来跃升行业龙头

PE 燃气给水管材管件是公司的主营产品，其中现阶段又以燃气管为主，PE 燃气管材管件业务占到公司整个管材管件业务的 80% 以上。公司在燃气管行业处于行业第 2，由于 PE 燃气管子行业较细，行业数据较难获取，根据公司参与竞标的情况看，公司和凌云股份（600480）共同占有燃气管行业 70% 的市场份额，其中沧州明珠超过 30%，已经接近龙头凌云股份。

公司 09 年 PE 燃气给水管材管件产能为 3.6 万吨，随着芜湖 1.5 万吨 PE 燃气管项目今年 4 月顺利建成投产，公司 PE 管产能增长 42%。芜湖项目预计今年贡献 1 万吨产量，公司 2010 年 PE 管营业收入预计超过 7 亿元，将超过凌云股份成为行业龙头。

图 6：公司与凌云股份 PE 管材管件业务收入对比（百万元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

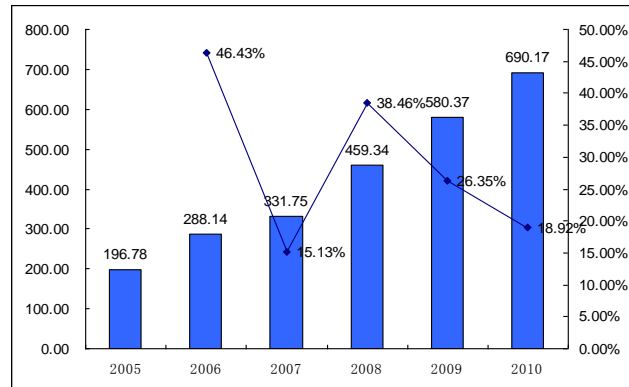
1.3 能源消费结构升级带动燃气管需求稳定增长，给水管空间巨大

1.3.1 国内塑料管道 05-10 年保持 28.5% 的年均增速，未来 30 年增速大于 10%

PE 管材管件属于塑料管道子行业，2008 年我国塑料管道产品产量达 460 万吨，比上年增长了 38.4%，09 年产量 580 万吨，同比增长 26.4%；总的来说 05-10 年基本保持 28.5% 的年均增速。业内人士认为：塑料管道产品每年大于 10% 的增速有可能要持续三四十年的。与发达国家相比，中国目前在市政公用设施方面还相对落后。今后 10~20 年的时间内，城市的市政公用设施投资需求不会降低，并将向城郊、城镇和中心村延伸和扩大。在这个过程中塑料管道是必不可少的材料。

住房和城乡建设部科技发展促进中心评估推广处处长高立新介绍：根据原建设部的规划，我国塑料管道推广应用应达到下列目标：到 2010 年，塑料管道在全国各类管道中市场占有率达到 60% 以上。其中，建筑给水和建筑排水管道的 80% 采用塑料管；建筑雨水排水管道的 70% 采用塑料管；建筑电线穿线护套管的 90% 采用塑料管；城镇供水管道的 70% 采用塑料管；城镇排水管道的 50% 采用塑料管；城镇燃气管道的 60% 采用塑料管。可以看出，塑料管道行业未来发展空间巨大。

图 7：我国塑料管材及配件产量增长情况（万吨）



资料来源：wind，东兴证券研究所（2010 年数值为截至 6 月累计值乘 2）

1.3.2 能源消费结构升级带动 PE 燃气管行业快速增长

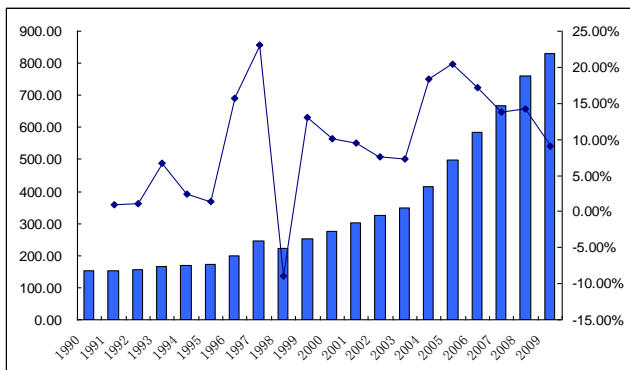
中国的能源结构是“贫油、少气、富煤”，煤炭一直在我国能源消费中占据很大的比重。进入 21 世纪的中国能源消费结构正发生转变，可以清洁燃烧的天然气将成为我国能源的首选。能源消费结构的升级既是国家能源安全的需要，也与节能减排密切相关。根据我国大力发展和利用天然气的能源战略，天然气在能源消费结构中的地位将持续上升，预计 2010 年将达到 5.6%，2015 年将超过 10%。从 07、08 年天然气消费量占能源消费总量的比例来看，2010 年的目标基本能实现。照此规划计算，我国天然气消费未来 5 年将保持 12.3% 的年均增长率。由于我国基础设施建设仍然十分落后，与此相配套的城市天然气管网的增长速度将会远远大于 12.3% 这一数值。

表 2：中国一次能源消费结构变化（万吨油当量）

	石油	天然气	煤	其他	合计
2007	36280	6260	131360	12390	186280
占比	19.48%	3.36%	70.52%	6.65%	100.00%
2008	37570	7260	140630	14790	200250
占比	20.17%	3.90%	75.49%	7.94%	107.50%

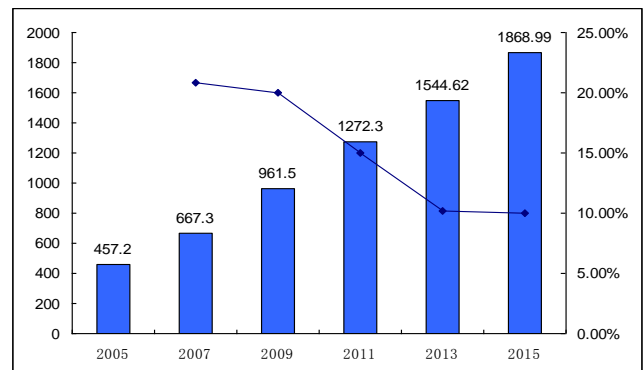
资料来源：BP2009 报告，东兴证券研究所

图 8：我国天然气产量及同比增长（亿立方米）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 9：我国天然气需求及预测（亿立方米）



资料来源：东兴证券研究所

天然气输送的主干线因工作压力较大均使用钢管，但进入城市后就要铺设分送到用户的中压燃气管网。高密度聚乙烯(HDPE)具有耐腐蚀、柔韧、连接可靠等优点，已成为燃气输配管网压力在1MPa以下，非长途高压输气的主干管线领域的最佳管材。目前欧美发达国家在输配气管领域几乎完全使用PE管，截至2000年，英国、丹麦等PE燃气管的普及率超过90%，美国已超过95%。

从目前国内情况来看，我国700个大中城市中仅有45%已经铺设天然气管网，2000多个县城还有约80%没有铺设，随着国家加大城市基础设施建设，PE燃气管未来将保持稳定增长。据统计，2005年中国燃气用HDPE管材专用料(PE80以上等级)消费约10万吨，根据“中国城市利用天然气规划”预测，2010年将达到30万吨，年均增速达到24.6%。

1.3.3 PE管在给水领域安全节能、空间巨大，是公司未来PE管材管件业务发展的重点

塑料管道生产能耗低，仅为钢管和铸铁管的30%~50%。塑料管管道表面粗糙度仅为0.009~0.010mm，远小于钢管和铸铁管，输水能耗比金属材料管道大为降低。经科学测试，塑料管道用于给水系统比钢管可节能62%~75%，用于排水系统比铸铁管可节能55%~68%，在节能方面有较大的优势。

目前用于给水系统的塑料管道主要是聚乙烯管(PE)和硬聚氯乙烯管(UPVC)，由于聚氯乙烯树脂生产过程中使用汞触媒，加工过程中要添加金属稳定剂，可能造成引用水的安全问题。而PE管不存在安全隐患，同时韧性好，在受到外力冲击时不易破坏，连接也方便快捷，可以有效降低工程施工费用，未来会是给水管领域的首选。日本全部的给水系统均使用PE管。

随着中国的城镇化推进和各地大规模给水节水工程(包括“南水北调”的配套工程)的建设，将带动PE管材增长。据统计，2005年该领域对PE管消费为20万吨，预计2010年将达到70万吨，年均增速高达28.5%。另一方面，中国正在运行的城市供水管，约有1.3亿m已到使用年限，需要更新和修复。在未来10年内，仅此一项投资就将高达8000亿元。

给水PE管材管件生产工艺与燃气管相同，对原材料HDPE管材专用料要求比燃气管略低，生产线可以共用，公司已经生产一部分PE给水管材管件，未来将继续利用自身在PE管材管件方面的竞争优势重点发展PE给水管。

2. 生活节奏加快促BOPA薄膜业务快速成长

2.1 国内BOPA薄膜有近10倍的发展空间，至少以12-15%的速率增长

BOPA薄膜拥有优异的耐油、耐高低温和抗穿刺性能，但因成本较高，一般与其他薄膜材料复合，作为中高端产品应用于食品、医疗、化妆品和机械电子产品的包装领域，其中约85%用于食品包装，特别适合于蒸煮包装、冷冻包装，对食品的保鲜、保香作用远远大于BOPP、BOPET等常规包装材料，近几年发展迅速，正在成为继BOPP和BOPET薄膜之后的第3大品种。

表 3: BOPA 薄膜包装应用

应用范围	实例	复合结构举例
蒸煮食品*包装	汉堡、米饭、液体等汤料、豆浆、烧鸡等	BOPA/EVA BOPA/ CPP
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
化工产品、医药用品包装	化妆品、洗涤剂、香波、吸剂、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 KBOPA、金银线、耐热分离膜等

资料来源：《双向拉伸尼龙薄膜在包装领域应用分析》，东兴证券研究所

*蒸煮食品是指真空包装后经蒸煮工序杀菌消毒的食品，常温保质期长，可加热速食或直接冷食

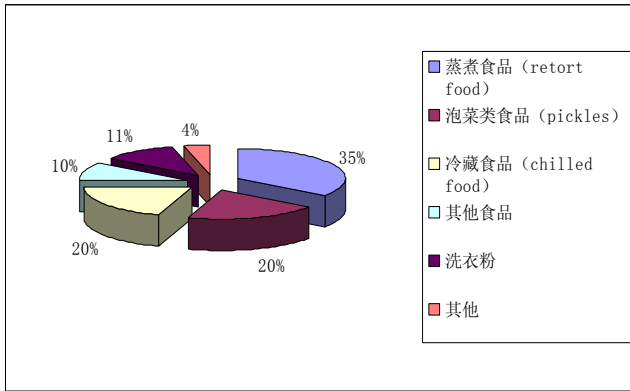
图 10: 蒸煮食品实例图片



资料来源：东兴证券研究所

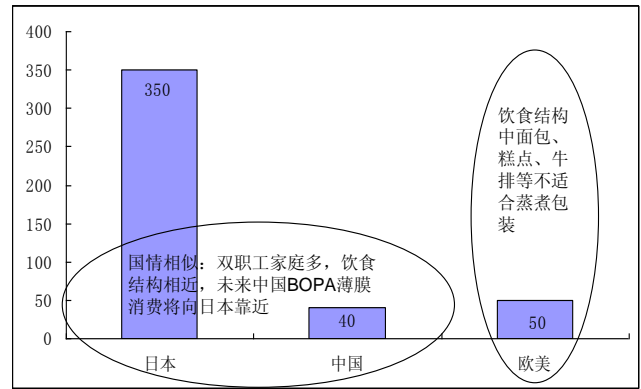
BOPA 薄膜在食品包装领域的应用最早虽然从美国开始，但却在日本得到很快的发展，特别是 BOPA 薄膜最大的下游需求蒸煮食品领域。这是由日本的国情和饮食结构决定的。一是日本双职工家庭居多，现代社会生活节奏越来越快，没有人或没有时间一天做三顿饭，蒸煮食品可以冷食，也可短时间热食，食用方便，不需花时间做饭做菜，节省了时间；二是日本的饮食习惯，适合于用蒸煮袋包装，而欧美的面包、糕点、牛排、不太适合蒸煮袋包装；三是日本是住房较紧张的国家，没有太多的地方放置大型冰柜，而欧美等国家的住房比较宽敞，厨房面积大，有较多的面积放置大型冰柜。我国的国情和饮食结构与日本相似，随着国民收入的不断提高，未来对 BOPA 薄膜的消费也将逐渐向日本靠近，根据图 12 可以看出，从人均消费规模来看，中国 BOPA 薄膜的需求还有近 10 倍的增长空间。

图 11: 世界上 BOPA 薄膜应用领域分布



资料来源: plastemart.com, 东兴证券研究所

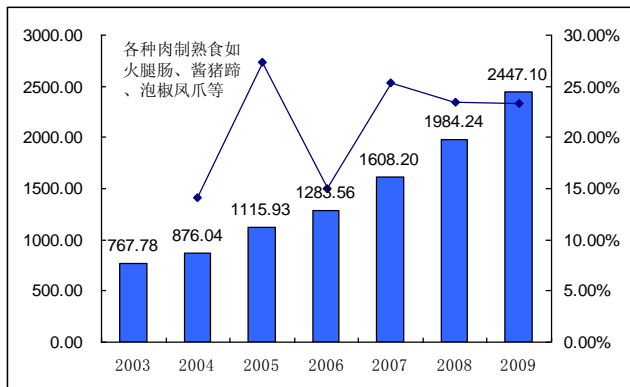
图 12: 世界 BOPA 薄膜人均消费情况比较 (单位: 克)



资料来源: 东兴证券研究所

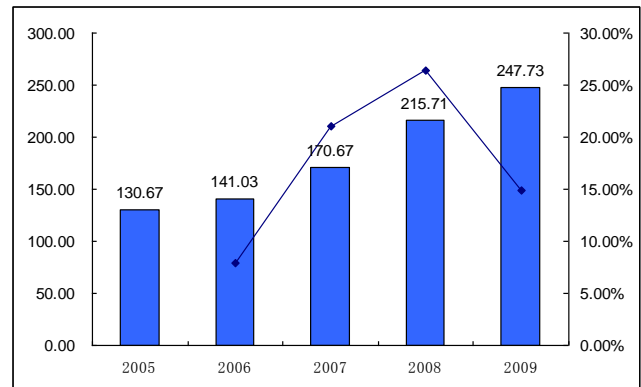
2003 年中国 BOPA 薄膜的需求约为 2 万吨, 2009 年约 5.5 万吨, 年均增速约为 18%。近年来 BOPA 薄膜的下游真空蒸煮包装食品、冷藏冷冻包装食品和洗衣粉等行业增长基本保持在两位数以上, 真空蒸煮包装食品又被称为“软罐头”, 包装比罐头精美, 运输、保存和食用都比罐头方便, 很多原来用罐头包装的食品均可用 BOPA 薄膜真空蒸煮包装, 对罐头一定大的替代空间。未来随着国民收入不断增加带来的消费升级, 人们对真空蒸煮包装食品和冷藏冷冻包装食品的需求会越来越大, 预计未来国内 BOPA 薄膜行业至少仍会以 12-15% 的速率增长。

图 13: 我国肉制品及副产品加工行业营业收入增长 (亿元)



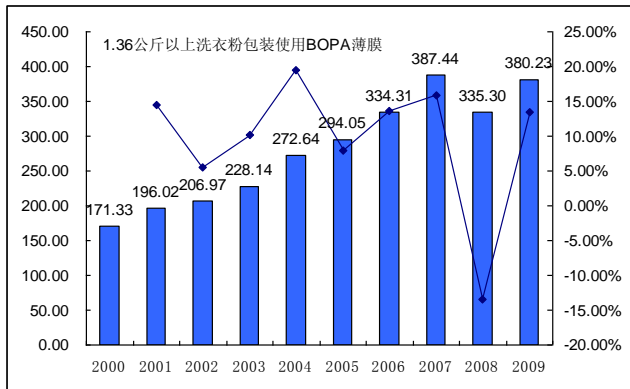
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 14: 我国速冻米面食品产量增长 (万吨)



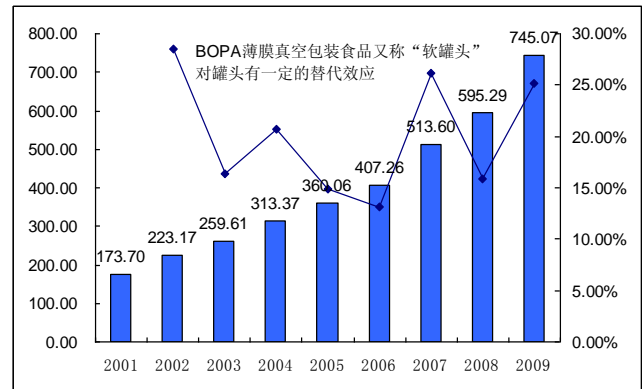
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 15: 我国合成洗衣粉产量增长 (万吨)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 16: 我国罐头产量增长 (万吨)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

2.2 异步膜供需基本平衡，同步膜供不应求

BOPA 薄膜在国内仍然属于新兴行业。2005 年以前，国内使用的大多数 BOPA 薄膜都依赖于进口，一直到 2003 年底国内只有佛山东方包装材料公司一家拥有两套 3000 吨/年的日本进口装置。从 2005 年开始国内开始大量引进 BOPA 薄膜生产设备，产能迅速扩张，截至目前国内共有 17 条 BOPA 薄膜生产线，其中异步拉伸工艺 13 条，同步拉伸工艺 4 条。同步拉伸工艺对设备和技术要求均较高，但其生产的 BOPA 薄膜厚度更为均匀，质量较好，同步拉伸工艺生产出的 A 级品率远远高于异步拉伸工艺。

国内目前异步 BOPA 薄膜产能约 5 万吨，但由于技术方面的原因，许多生产线未能开动，实际产量仅有产能的 70% 左右，约为 3.5 万吨。同步 BOPA 薄膜 4 条生产线共计 18000 吨产能：无锡日资企业尤尼吉卡 4500 吨产能由于生产线投资过大（约 2.5 亿元），加上派驻日方技术管理人员，吨生产成本比沧州明珠高出约 5000 元，在国内市场没有竞争力，基本仅供出口；佛塑股份 4500 吨产能由于技术原因，A 级品率仅有 65-70%；而公司两条生产线计 9000 吨产能 A 级品率达 95% 以上。A 级品比 B 级品销售价格高出 1000-2000 元。

从目前情况来看，国内对异步 BOPA 薄膜的需求量约为 3.5 万吨，供需基本处于平衡状态，对同步 BOPA 薄膜的需求约 1.5-2 万吨，2010 年预计国内同步膜产量达到 1.6 万吨，扣除无锡尤尼吉卡 4500 吨基本供应出口，实际用于满足国内需求的仅有 1.15 万吨，仍然供不应求。

表 4: 2010 年国内 BOPA 薄膜供需平衡情况 (万吨)

	产能	国内市场供应量	需求量
同步 BOPA 薄膜	1.8	1.15	1.5-2
异步 BOPA 薄膜	5	3.5	3.5

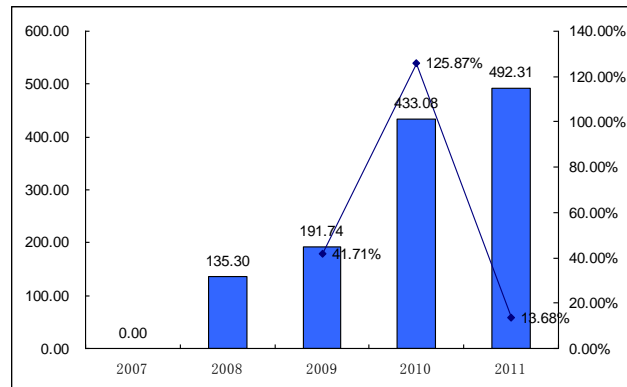
资料来源: 东兴证券研究所

2.3 公司未来两年 BOPA 薄膜业务高速增长

BOPA 薄膜是公司的第 2 大业务，2009 年占公司营业收入的 24%，是公司未来发展的重点。公司 08 年时仅有一条同步膜生产线，产能 4500 吨；09 年以 1.2 亿元收购了德州东力两条异步膜生产

线并顺利开车运行,德州两条异步膜生产线去年贡献 2000 吨产量,今年预计全部投产,将贡献 9000 吨产量;另外前期募投的第 2 条同步 BOPA 薄膜生产线今年 4 月顺利投产,预计 10 年贡献 2500 吨。公司 2010 年 BOPA 薄膜总产量预计达到 1.59 万吨,比 2009 年增长 145%,公司 BOPA 薄膜业务进入高速成长期。

图 17: 公司 BOPA 薄膜业务收入及同比增长预测 (百万元)



资料来源: 东兴证券研究所

2.4 同步膜技术世界领先, 国内唯一有可能在短时间内继续投放同步 BOPA 薄膜产能的企业

BOPA 薄膜生产设备的技术完全由欧美发达国家垄断, 主要掌握在法国 D.M.T. 公司、日本 Mitsubishi 公司和德国 Bruckner 公司手中, 但是同步 BOPA 薄膜生产工艺及其复杂, 这三家公司也不能提供完整的同步膜生产设备, 现有的同步 BOPA 薄膜生产线均是集成而得。集成后的设备要顺利开动也需要对同步 BOPA 薄膜生产工艺拥有深刻的理解。

公司第 1 条同步 BOPA 薄膜生产线由外国专家集成, 但外国专家并未将其成功开动, 最后是由公司自己的技术人员经过长时间的摸索掌握了生产工艺; 第 2 条同步 BOPA 薄膜生产线则完全由公司自己成功集成和开动, 标志着公司已经完全掌握了同步 BOPA 薄膜生产设备的集成技术和薄膜生产工艺, 成为世界上第 2 家掌握同步 BOPA 薄膜生产设备集成技术的公司, 在行业内建立起强大的技术壁垒, 遥遥领先国内同行, 公司成为国内唯一有可能在短时间内继续投放同步 BOPA 薄膜产能的企业, 公司未来在 BOPA 薄膜业务方面的成就十分令人期待。

3. 锂离子电池隔膜未来布局新能源

锂离子电池作为现代高性能电池的代表, 广泛应用于手机、笔记本电脑等便携式电子设备, 人们更是看好锂离子电池未来在新能源汽车 (主要是指电动汽车) 领域的广阔发展空间。

锂离子电池隔膜是锂离子电池的核心技术之一, 通过将聚乙烯、聚丙烯或聚酰胺薄膜拉伸使薄膜内形成均匀的、可供锂离子通过的微孔, 以形成导通的电路回路。锂离子电池薄膜需要有一定的力学强度, 根据不同的电池用途薄膜需要耐受不同的温度而不变形, 而且在温度超过一定限值时微孔自动关闭形成断路, 防止电池爆炸。

锂离子电池隔膜分为动力锂离子电池隔膜和普通锂离子电池隔膜：动力锂离子电池隔膜主要用于汽车用锂离子电池，对隔膜的各项性能要求均较高，在国际上也属于尖端技术，国内暂无厂家可以生产；普通锂离子电池隔膜主要用于手机电池等功率较低、对隔膜要求相对也较低的领域，国内已经有少数厂家可以生产。

生产锂离子电池隔膜使用的原料都是常见的大宗塑料产品，如 PE、PP、PA 等，原料牌号的选择固然重要，最关键的技术还是在于拉伸工艺，因为拉伸过程中涉及的工艺参数很多，包括挤出温度、挤出速度、环境温度、冷却时间、拉伸速度等，工艺极难掌握。

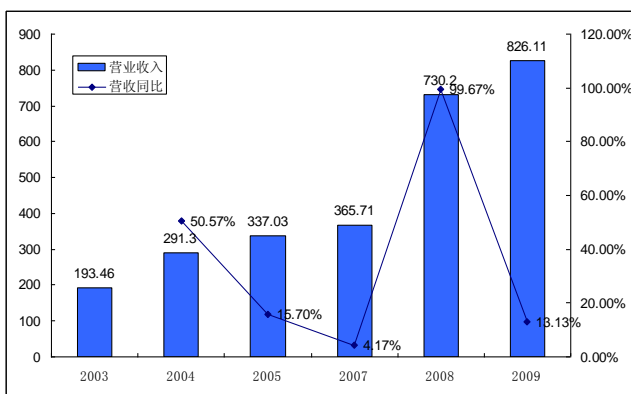
面对锂离子电池隔膜的良好前景，公司准备未来利用自身在拉伸薄膜领域的优势进军锂离子电池隔膜行业。锂离子电池隔膜是公司着眼于长期发展开始的一个战略布局，目前已经在实验室取得了阶段性进展。由于公司拥有在同步拉伸薄膜领域长期积累的技术和经验，在开发锂离子电池隔膜方面拥有较大的优势。

4. 盈利能力稳中有升，原材料价格下降提升下半年业绩

4.1 公司稳健成长，盈利能力逐年提升

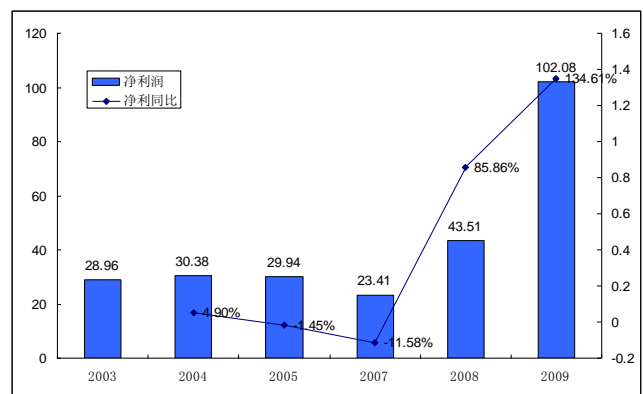
公司近年一直稳健发展，营业收入稳定增长，在原油价格大幅上升带动的原材料价格上涨通道中始终保持着稳定的净利润；2008 年从母公司收购 BOPA 薄膜业务后营业收入和净利润开始大幅增长。公司 PE 管材管件业务毛利率居行业前列，BOPA 薄膜业务毛利率以新兴优势远高于塑料薄膜制造业的毛利率水平。公司近三年 ROE 分别为 8.01%、14.05%和 20.54%，呈逐年上升态势。

图 18: 公司 03-09 年营业收入增长 (百万元)



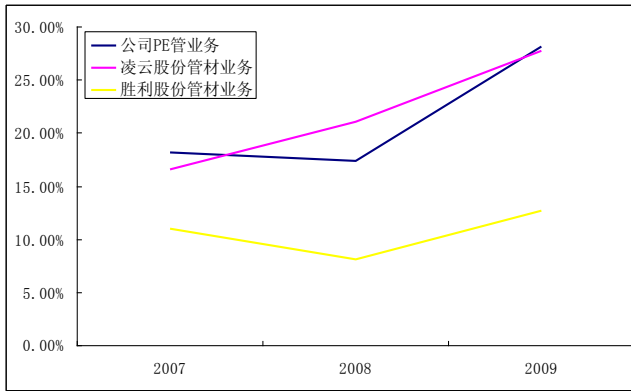
资料来源：东兴证券研究所 (07 年增长率为 05-07 复合增长率)

图 19: 公司 03-09 年净利润增长 (百万元)



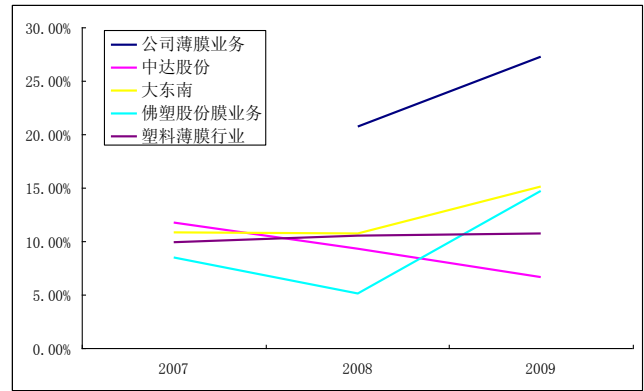
资料来源：东兴证券研究所 (07 年增长率为 05-07 复合增长率)

图 20: 公司 PE 管业务毛利率与行业比较



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 21: 公司薄膜业务毛利率与行业比较

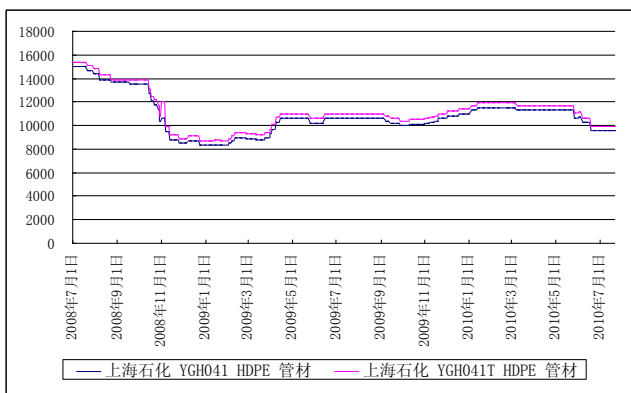


资料来源: wind, CEIC, 东兴证券研究所

4.2 二季度开始原材料价格下降, 下半年业绩可期

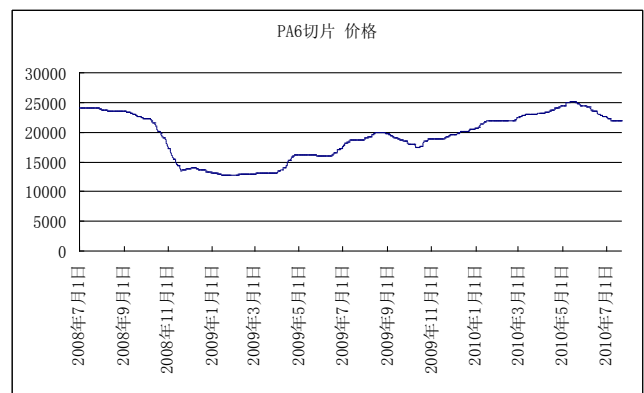
从去年年初开始国际国内原材料价格一路上涨, 公司生产使用的主要原材料 HDPE 管材专用料和 PA6 切片价格也从去年 2 季度开始上涨。公司凭借多年的行业经验敏感地在原材料价格低点采购了大量原材料, 使得 2009 年整体毛利率有较大的提高。尽管如此, 上半年原材料价格的持续上涨仍然给公司今年一季度的经营带来较大的压力, 一季度毛利率水平有所回落。今年 5 月初开始受欧洲债务危机影响原材料价格开始大幅回落, 公司新投的产能也正好在 4 月底投放, 这将对公司下半年业绩十分有利。

图 22: 上海石化 HDPE 管材专用料价格走势 (元/吨)



资料来源: 中华商务网, 东兴证券研究所

图 23: PA6 切片价格走势 (YRD, 元/吨)



资料来源: 化工在线, 东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

我们对公司未来三年的经营情况假设如下:

1. 国际国内经济形势无重大变化, 原油平均价格稳定在 80 美元/桶附近。
2. 新投的 PE 管和同步 BOPA 薄膜生产线顺利运行。

预测公司 10-12 年的每股收益分别为 0.65 元、0.78 元和 0.83 元，对应 PE 分别为 26 倍、22 倍和 21 倍；扣除非经常性因素后 10-12 年净利润增长率分别为 15.62%、20.25%和 6.84%。我们认为公司作为中小板的化工企业，未来两年有明确的产能扩张带来业绩增长，BOPA 薄膜业务进入高速增长长期而且有较大进一步扩张的可能，给予公司 30 倍市盈率，目标价格 19.50 元，维持公司“推荐”评级。

6. 风险提示

1. 原油价格波动带来的原材料成本上涨风险。
2. 基础设施建设领域的地方保护主义带来的募投 PE 燃气管项目的销售风险。

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
EPS（全面摊薄）	0.26	0.61	0.65	0.78	0.83
营业收入	730.20	826.11	1,256.78	1,480.84	1,566.03
营业成本	599.39	597.72	951.54	1,121.24	1,185.98
营业费用	33.76	54.70	82.95	97.74	103.36
管理费用	17.71	28.53	40.22	47.39	50.11
财务费用	17.94	13.27	21.82	23.63	22.42
投资收益	0.00	3.06	1.00	1.00	1.00
营业利润	54.03	130.79	155.23	184.93	197.90
利润总额	52.15	126.44	153.23	182.93	195.90
所得税	3.77	16.00	34.78	41.53	44.47
净利润	48.38	110.44	118.45	141.40	151.43
归属母公司所有者的净利润	43.51	102.08	108.42	130.37	139.29
NOPLAT	66.76	125.83	136.86	161.22	170.30

资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	58.41	183.29	188.52	222.13	234.90
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	90.06	123.13	172.16	202.86	214.52
预付款项	9.91	52.40	85.71	124.95	166.46
存货	100.86	144.22	195.52	230.39	243.69
流动资产合计	303.02	571.85	728.62	882.49	967.63
非流动资产	245.47	400.67	427.81	376.02	324.23
资产总计	548.50	972.52	1,156.43	1,258.51	1,291.86

短期借款	151.00	288.90	337.04	355.73	304.44
应付帐款	16.67	32.87	39.10	46.08	48.74
预收款项	8.42	15.48	15.48	15.48	15.48
流动负债合计	216.87	379.20	429.62	455.48	407.05
非流动负债	0.00	70.00	70.25	70.25	70.25
少数股东权益	20.76	26.42	36.45	47.48	59.62
母公司股东权益	310.86	496.90	620.11	685.29	754.94
净营运资本	86.15	192.65	299.00	427.01	560.57
投入资本 IC	404.21	658.93	875.08	936.38	954.09

现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	48.38	110.44	118.45	141.40	151.43
折旧摊销	19.61	23.08	0.00	50.79	50.79
净营运资金增加	(100.59)	106.50	106.35	128.01	133.57
经营活动产生现金流	123.73	74.19	44.83	103.73	156.13
投资活动产生现金流	(109.73)	(206.16)	(80.18)	0.00	0.00
融资活动产生现金流	(17.53)	256.85	40.57	(70.12)	(143.36)
现金净增（减）	(3.53)	124.88	5.22	33.61	12.78

分析师简介

杨若木

工学硕士，基础化工行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，有两年石油和化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。