东兴证券
DONGXING SECURITIES

产能增加、毛利率降低，业绩基本符合预期

——沧州明珠（002108）半年度财报点评

2010 年 8 月 24 日

推荐/维持

沧州明珠 | 财报点评

杨若木	基础化工行业分析师	执业证书编号：S1480209110083
	yangrm@dxzq.net.cn 010-66555220	
范劲松	联系人	
	fanjs@dxzq.net.cn 010-66507339	

事件：

公司公布半年报，实现营业收入 5.34 亿元，同比增长 80.57%，略低于我们此前预期；归属于上市公司的净利润 4806 万元，同比增长 27.85%，EPS0.29 元，基本符合于我们之前的预期。

公司分季度财务指标

指标	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入（百万元）	220.41	203.41	107.37	188.43	258.89	271.42	212.51	321.61
增长率（%）	102.54%	66.13%	36.75%	-17.30%	17.46%	33.44%	97.92%	70.68%
毛利率（%）	17.96%	18.62%	24.43%	29.84%	26.74%	28.27%	22.90%	19.36%
期间费用率（%）	9.36%	9.20%	11.61%	9.84%	9.08%	15.47%	10.34%	8.13%
营业利润率（%）	8.32%	6.93%	12.46%	20.93%	17.22%	12.30%	12.06%	11.91%
净利润（百万元）	14.58	15.39	12.05	29.48	35.65	33.25	19.87	30.63
增长率（%）	226.74%	46.75%	433.30%	82.59%	144.50%	116.02%	64.81%	3.87%
每股盈利（季度，元）	0.195	0.206	0.125	0.277	0.335	0.319	0.187	0.177
资产负债率（%）	51.67%	39.54%	30.56%	41.29%	52.27%	46.19%	47.40%	49.64%
净资产收益率（%）	4.61%	4.64%	2.67%	6.45%	7.23%	6.35%	3.66%	5.43%
总资产收益率（%）	2.23%	2.81%	1.85%	3.79%	3.45%	3.42%	1.92%	2.73%

积极因素：

- PE管材管件业务：公司芜湖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。同时，公司借此突破原有的华北地区市场格局，将销售范围拓展到华中华南地区。金融危机后国家加大对基础设施建设的投资，未来城市燃气管网和给排水网的建设将大幅增加PE燃气给水管的需求。

- BOPA薄膜业务：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薄膜业务凭借国际领先的技术进入高速成长期。随着人们生活节奏的加快和消费需

求的升级，BOPA薄膜业务将来会保持稳定的高速成长。

- 进军锂离子电池隔膜行业：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，未来需密切关注公司锂离子电池隔膜的进展。

消极因素：

- PE管材管件业务：上半年原材料聚乙烯价格同比上涨约33%，使得公司PE管业务毛利率同比下降3.21个百分点，至24.03%（下降幅度11.8%）。
- BOPA薄膜业务：上半年原材料PA6价格同比上涨约60%，公司成本压力大增，毛利率下降16.02个百分点，至16.05%。（下降幅度50.0%）

业务展望：

PE管材管件业务方面，4月份公司芜湖1.5万吨项目投产，上半年贡献约3000吨产量，下半年产能完全释放，预计贡献7000吨产量，比上半年多4000吨。另一方面，聚乙烯价格今年3月到达高位开始下跌，目前价格相对上半年平均价格下跌幅度约15%，同时8月初开始原油价格从82美元/桶回落至73美元/桶，聚乙烯价格仍会走低，下半年PE管材管件业务毛利率和业绩将有一定提升。2011年新建产能完全释放，比2010年多贡献5000吨产量，公司业绩还会有进一步提升。

BOPA薄膜业务方面，前期募投的第2条同步BOPA薄膜生产线今年4月顺利投产，上半年贡献约700吨产量，下半年预计贡献1800吨产量，比上半年多1100吨，相应营业收入增加约3685万元。目前原料PA6切片价格仍然较高，为23600元/吨，比上半年平均价高出约500元/吨，尼龙价格已在高位，下半年继续上涨的可能性较小，近期原油价格回调未来或使PA6切片价格相应回落，下半年BOPA薄膜业务的毛利率不会进一步下降，甚至会有上升的可能。2011年新建产能完全释放，比2010年多贡献2000吨同步BOPA薄膜产量，相应营业收入增加约6700万元；公司BOPA薄膜凭借国际领先的技术进入高速成长期，未来进一步扩张的可能较大，增长有可能超预期。

盈利预测：

维持之前的盈利预测，10-12 年 EPS 分别为 0.65、0.78 和 0.83 元，对应 PE 分别为 31 倍、26 倍和 24 倍。

投资建议：

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，维持公司“推荐”评级。

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。