

沧州明珠（002108）：在塑料行业的冬夜中更显异彩 增持（维持）

化工行业

当前股价：12.43 元 6 个月目标价：13.47 元

报告日期：2009 年 1 月 21 日

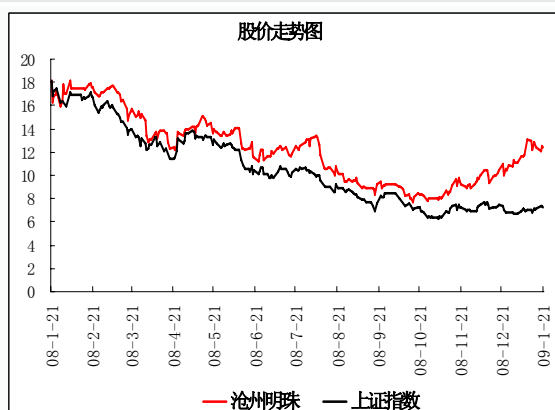
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	366	730	830	1,029
(+/-)	-2.7%	99.6%	13.6%	24.1%
营业利润	28	57	74	90
(+/-)	-19.2%	108.2%	28.6%	22.3%
净利润	23	44	56	68
(+/-)	-23.3%	87.2%	27.2%	22.3%
每股收益(元)	0.35	0.53	0.67	0.82
市盈率(倍)	37	23	17	15

公司基本情况（2009 年 1 月 21 日止）

总股本/已流通 A 股（万股）	6,875/3,235
流通市值（亿元）	4.02
每股净资产（元）	4.32
资产负债率（%）	51.67

股价表现（最近一年）



相关报告：《沧州明珠（002108）：成本稳步下行、市场刚性增长》

天相石化化工组

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 塑料行业整体处于低谷，但公司业务抗周期的特点明显。
- 技术、人才因素使得公司可以长久保持核心竞争力。

投资要点：

- 公司为塑料制品企业，主要生产两大类产品：PE 燃气、给水管路和高端 BOPA 薄膜，该两项业务占公司销售收入比例为 7: 3。在给水管路生产领域，公司已经成为国内最大的两家企业之一；在高端 BOPA 薄膜领域，公司在国内现有三家生产企业中效益最好。
- PE 燃气、给水管路产品盈利将继续稳定成长。原因在于：一、西气东输二线工程启动、城市天然气管网覆盖率提高，城市给水系统工程体制转变等项目能够保障市场的广阔成长空间。二、依托强大的研发能力和先期投入，公司具备了国内最为全面的配套能力，目前已形成相对垄断局面，竞争对手短期内难以追赶。
- 高端 BOPA 薄膜产品将成为公司利润新的增长点。一、该产品符合消费升级发展方向，国内市场供不应求；二、公司已经自主掌握设备集成和实际工艺调试经验技术，有效降低了成本，能够赚取业内最好效益，该产品毛利率达到 20%，为薄膜产品中最高者，亦高于公司传统业务盈利水平；三、公司正在进行的定向增发项目将使得高端 BOPA 薄膜产品产能从 0.45 万吨扩大为 0.9 万吨，进一步提升规模。
- 行业整体性严冬反而对公司有利。行业景气度不振，一方面，淘汰了前几年一拥而入的小企业，提高了行业集中度；另一方面，下游需求萎缩导致原料价格下滑较大，从而使公司的毛利空间稳中有升。
- 维持“增持”评级。预测 08-10 年每股收益（摊薄）分别为 0.53 元、0.67 元、0.82 元。相应市盈率为 23 倍、18 倍、15 倍，估值较为合理，考虑到公司在宏观经济下行中业绩具有成长的稳定性，维持“增持”投资评级。建议逢低买入。
- 风险提示。一、BOPA 薄膜扩产项目盈利能力较确定，但其进程将受到定向募集能否顺利进行的影响。二、定向募集后，存在由此引起净资产收益率摊薄风险。



目录

图表目录	3
1. 公司基本情况 —— 标准的塑料加工企业	4
1.1 公司简介	4
1.2 公司业务	4
2. 主业分析 —— 在细分的小行业中抓住大机会	5
2.1 管路产品：小管件撬动大市场	6
2.2 BOPA薄膜产品：最佳效益来自技术优势	9
2.3 培育更多的盈利增长点	12
2.4 出色的成本控制	12
3. 公司财务分析 —— 稳健中成长	14
3.1 盈利能力在同类上市公司领先	14
3.2 偿债能力基本稳定	16
3.3 现金分红，让投资者享受现实的收益	17
4. 风险揭示	17
4.1 募集资金风险	17
4.2 市场扩张风险	17
4.3 投资收益风险	17
5. 盈利预测和投资建议	18
5.1 盈利预测 —— 盈利将继续稳定增长	18
5.2 估值比较 —— 估值较有优势	19
5.3 投资建议：增持	19

图表目录

图表 1: 公司控制关系.....	4
图表 2: 公司销售和利润构成.....	4
图表 3: 公司和子公司业务、产能.....	5
图表 4: 公司主要产品上下游产业链示意图.....	5
图表 5: 燃气管路系统示意图.....	6
图表 6: 公司与凌云股份燃气、给水管路销售比较.....	7
图表 7: BOPA薄膜特点和应用领域.....	9
图表 8: BOPA薄膜人均消费量比较.....	10
图表 9: 我国BOPA薄膜产能和需求量.....	10
图表 10: 国内同步法BOPA薄膜厂家比较.....	11
图表 11: 公司PE燃气给水管路、BOPA薄膜以外其它业务.....	12
图表 12: 上市公司存货季度环比比较.....	13
图表 13: 公司成本构成.....	13
图表 14: 同类上市公司产品比较.....	14
图表 15: 上市公司管路类产品毛利率比较.....	14
图表 16: 上市公司薄膜类产品毛利率比较.....	15
图表 17: 上市公司单项薄膜产品毛利率比较.....	15
图表 18: 同类上市公司净资产收益率（扣除非经常性损益后）比较.....	15
图表 19: 公司偿债指标变化.....	16
图表 20: 同类公司偿债指标比较.....	16
图表 21: 公司以往分红情况.....	17
图表 22: 公司盈利预测.....	18
图表 23: 同类上市公司主要估值指标比较.....	19

1. 公司基本情况 —— 标准的塑料加工企业

1.1 公司简介

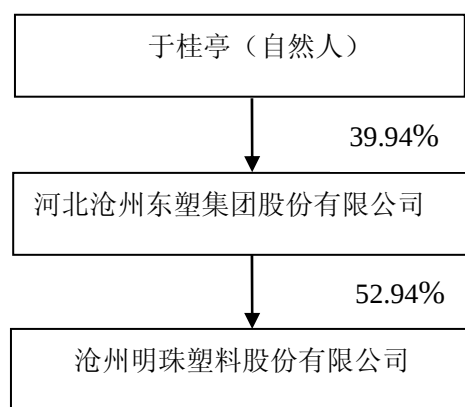
沧州明珠塑料股份有限公司于 2007 年 1 月在深圳中小板上市。

公司主营业务集中在两大类：一、塑料管材、管件，包括聚乙烯（PE）燃气给水管材管件、排水排污管管材管件等，并提供 PE 塑料管道的安装与技术服务，二、塑料薄膜，包括聚酰胺（BOPA）薄膜、聚酰亚胺保鲜膜等塑胶制品。

公司控股股东为河北沧州东塑集团股份有限公司，注册资本为 10,887 万元。

公司实际控制人于桂亭先生，现任公司董事、东塑集团董事长、河北省企业家协会副会长、河北省塑料工业协会理事长。

图表 1：公司控制关系

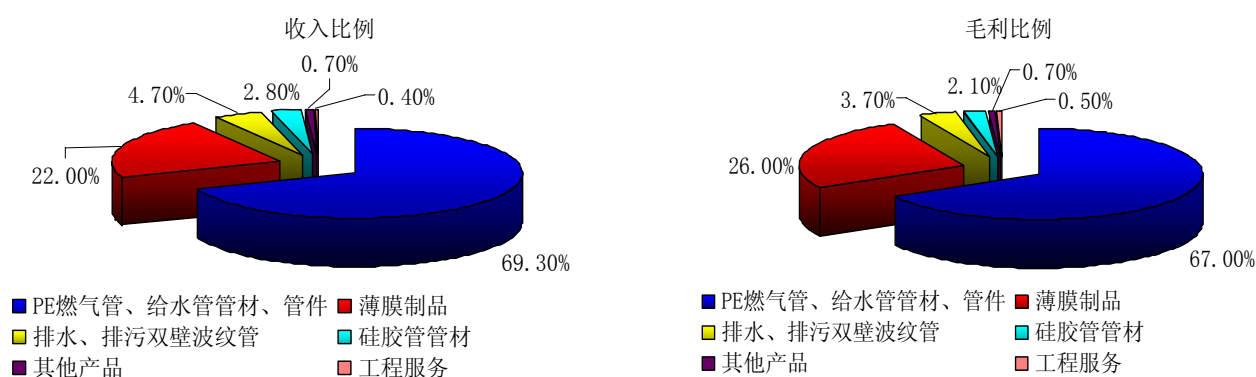


资料来源：公司 2008 年中报

1.2 公司业务

公司的主要产品为 PE 燃气、给水管材、管件制品和 BOPA 薄膜制品。以 2008 年中报数据，两者合计贡献了 91% 的销售收入和 92% 的利润。

图表 2：公司销售和利润构成



资料来源：公司 2008 年中报



图表 3：公司和子公司业务、产能

	公司持股	产品	产能（万吨/年）	扩产（万吨/年）	预计扩产竣工时间
本公司		PE 燃气管、给水管管材，管件	3	0.6	2009 年 10 月
		排水、排污双壁波纹管（大口径）	1	0.3	2009 年 6 月
		硅胶管管材	0.9		
		薄膜制品（BOPA）		0.45	2010 年 2 月
沧州东鸿包装材料有限公司	73%	薄膜制品（BOPA）	0.45		
沧州明珠管道安装	100%	PE 塑料管道的安装与技术服务			
沧州市商业银行	6.56%	存贷款等			
黄骅中燃天然气输配有限公司	20%	城市、村镇天然气经营			

资料来源：天相投顾

2. 主业分析 —— 在细分的小行业中抓住大机会

塑料行业在产业链中间层次，上游是石油制品树脂，下游为终端用户行业。

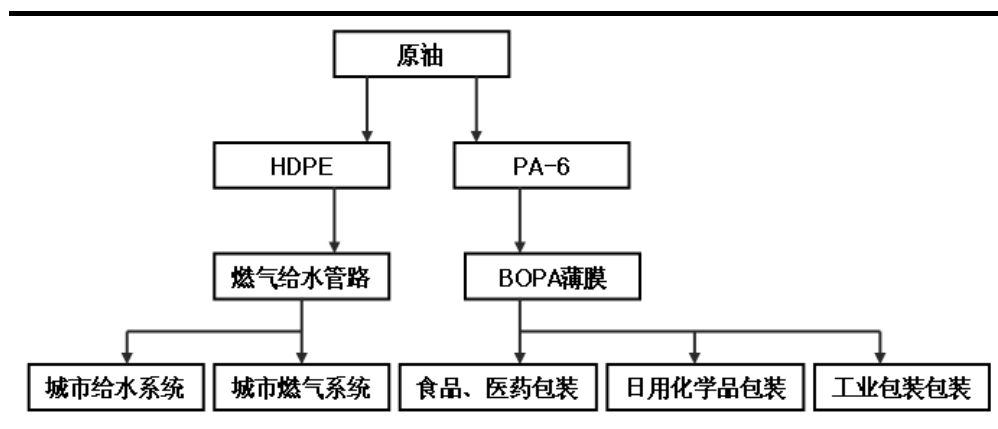
公司的上游供应商比较集中，为国内外大型石化企业。石化产品的自身特点决定价格波动大，通常上游会将成本压力直接传导到塑料行业。

公司的产品面对的是比较小的细分行业。其中，PE 燃气、给水管路产品的客户是工程企业，数量少，较为集中，议价能力较强。BOPA 薄膜的客户是包装材料企业，数量多，分散，议价能力较弱。

作为典型的加工行业，原材料占据成本的绝大部分。总体而言，塑料行业技术壁垒不高，国内处于产能过剩、集中度差的状况。

因此，在塑料行业成功的关键是：降低成本，或者形成某种关键的壁垒。而这也是公司的取胜之道。

图表 4：公司主要产品上下游产业链示意图



资料来源：天相投顾整理

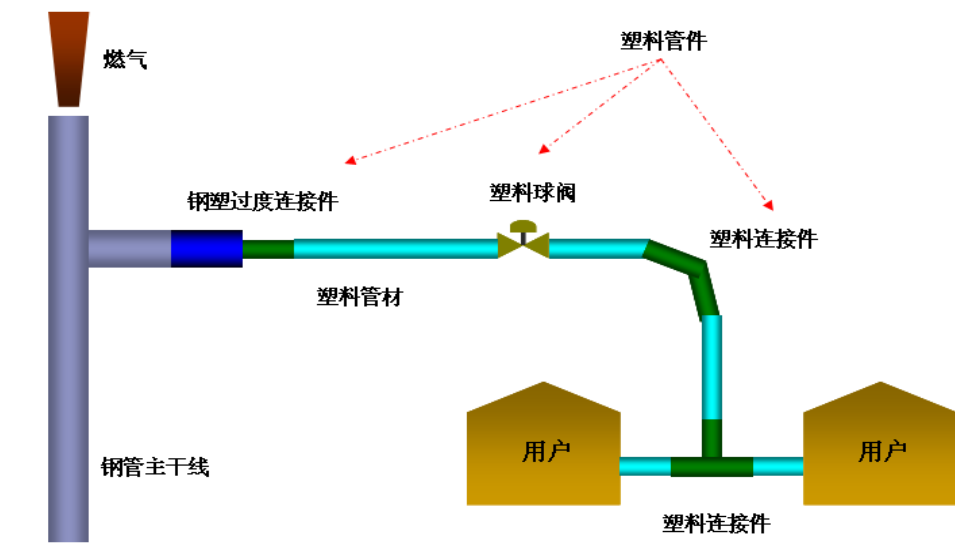


2.1 管路产品：小管件撬动大市场

燃气、给水管材、管件是公司传统优势产品，贡献公司销售和利润的 69%、67%。其中管材销售额约占 85%，管件销售额约占 15%。

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。

图表 5：燃气管路系统示意图



资料来源：天相投顾整理

经过多年稳步发展，公司已经成为国内燃气、给水管路产品最大两家企业之一，并具备相对垄断优势。

2.1.1 燃气、给水管路市场空间大

“以塑代木”、“以塑代钢”是我国的政策导向。化学建材因为具有节能环保、成本低廉、施工方便等优点，已经成为继钢材、水泥、木材之后的全球第四大建筑材料。我国“十五”计划和 2015 年远景规划中提出，我国塑料管材发展的重点是开发和推广室内供水管、燃气管、热水管和地下排水管等新品种，形成一批产品配套、规模较大（3 万吨以上）的企业，增强国际竞争力。

塑料管材中 PE 管材市场发展潜力最大。与其它塑料管材相比，PE 塑料管材无毒，环保，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。出于上述优点，在输配气管领域则几乎完全使用 PE 管，截止 2000 年，英国、丹麦等国 PE 燃气管的普及率超过 90%，北美部分发达国家已超过 95%；同时，在埋地排水领域也越来越多地使用各种 PE 管，在很多地区用量已经超过 PVC 管。

燃气、给水 PE 管材、管件市场空间巨大。一、燃气管方面，我国 660 个城市中，目前有燃气管网的城市仍不到 300 个，覆盖率不到 45%。国家计划本世纪中叶提高到 65%。已经建成的燃气管网中，多使用钢管，如东北地区。钢管的寿命只有 20 年，塑料管寿命理论是 50 年，实际上是几乎是不可降解的。二、给水管方面，我国室外给水领域应用塑料管体系需求，预计 2010 年约 60 万吨，占塑料管总用量的 20%，其中 PE 管 40 万吨。而我国城市供水管网传统为钢铁金属类，破损、腐蚀情况严重，

约 1/3 陈旧、1/3 材质不良，都需要更换。城市给水系统的工程体制正在转变，一个新的巨大市场刚刚启动。

PE 燃气、给水管材和管件是一个细分小行业，虽然国内尚无专门统计，参考美国 1991 年-2001 年 PE 燃气管的年平均增长率为 13%，远超过其它塑料管材如 PVC 管 6.7% 的增长率。鉴于中国的燃气管网的发达程度远逊于美国，目前我国塑料管材的年平均增长率已达 15%，位居世界第一，保守估计中国 PE 燃气管市场增长率在 15% 以上。

经济周期下行中，国家加大基础设施投资，促进市场加速增长。目前，我国西气东输二线、川气东送、中哈线和中俄线等国家重点项目正在加紧建设中。长途输送天然气的主干线使用大直径、高强度的涂塑钢管。但天然气输送到各个城市、地区后就要铺设、分送到用户的中压燃气管网，此时就是需要使用 PE 燃气管。

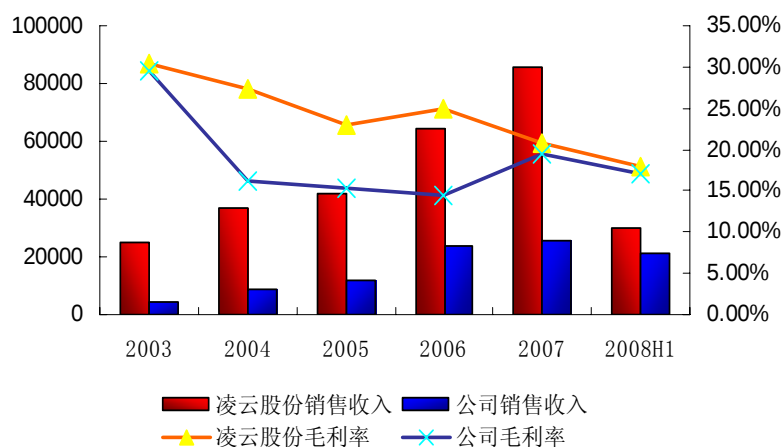
例如，西气东输二线全长 8800 公里，预计主干线钢管使用量是 360 万吨，那么铺设到各个城市就需要近 450 万吨 PE 燃气管。按计划，西气东输二线 2009 年底西段建成投产、2011 年前全线贯通。沿途各城市燃气管网的大市场正在稳步启动。如河南省发改委在 2008 年 12 月下发通知，要求地方支线与主干线同步建成通气。由此带动 PE 燃气管的需求加速提升。

2.1.2 PE 管材行业趋势是集中度提高

燃气、给水管材没有技术壁垒，前几年过度竞争。前 21 世纪初期的几年，我国厂家少，较高利润吸引大量企业进入，根据 2006 年统计，我国塑料管材生产企业已达近 3000 家，但企业规模普遍较小，万吨级以上企业仅有上百家，大多数企业的生产能力在 5000 吨以下，达不到经济生产规模。

行业下行中，公司的市场份额稳步扩大。过度竞争导致行业毛利率持续下降，特别是进入 2008 年以来，企业出现大面积亏损。而公司经过连续几年的快速发展，已经成为行业第二，与行业龙头凌云股份（600480）差距越来越小。2009 年，公司 0.6 万吨新建产能完工后，产能有望再提升 20%。

图表 6：公司与凌云股份燃气、给水管路销售比较



资料来源：公司 2008 年中报

行业已经形成相对垄断局面。目前，行业的集中度越来越高，大企业只剩下公司和凌云股份，合计占有约 70% 的市场份额。这是因为：

第一、近年行业利润率连年下降，特别是由于 2007 年以后国家金融政策偏紧和 2008 年金融危机对实体经济打击，大量生存能力差小企业已经退出。而公司则仍有 17% 的毛利率。

第二、工程安装业的特点是存在大量半年到 1 年的延期付款，实力弱小的企业在经济下行周期中资金运转困难。

第三、近年的趋势是客户燃气工程商只选择管路能够全部配套的企业，而国内只有少数大企业有这个能力。这是由塑料管路的连接特点决定的。

塑料管路不同于金属管路，配套要求高。管路由管件和管材决定。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、质量控制等的差异，连接效果远不如同一厂家的产品，容易导致泄露；此外，一旦泄露，责任也难以认定。

公司有行业内最强的管路配套能力，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。

2.1.3 管件 = 关键

管件不同于管材，有着很高的成本壁垒。管路中，管材与管件正常需求配比是 8:1，而我国的生产能力配比约为 15:1，管件大量依靠进口。这是由于前几年管路行业经济效益好时，吸引很多企业制造管材，但是几乎没有制造管件。因为管件初始投入成本很高，大约 1 亿。仅一个小模具要 1 万多元，而根据连接角度、尺寸等略微变化都需要不同的管件模具，企业要准备上千个管件模具。一般测算要 10-20 年才能回收成本。

而公司前几年决定生产管件，由于竞争对手少，需求量扩大，提前预期收回了成本，目前，部分管件产品甚至有 50% 的毛利，每年形成 1000 多万的利润。而其它企业在当前宏观经济下，资金紧张，更不可能再上管件生产设备；即使以后市场行情转好，公司已经有能力通过成本控制抑制竞争者进入这个领域。

除了成本壁垒，部分管件有着很高的技术壁垒。如球阀，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。再如钢塑过渡连接件，以前国内只能进口，公司经过多年的技术积累，高额投入后，终于自主开发成功。目前，公司拥有国内唯一的专利。

2.1.4 公司借管件撬动管材市场

综上可以看到，只占公司管路销售额 15% 左右的管件，起到了“杠杆效应”，保证了公司另外 90% 的管材销售日益成功。

此外，**公司同国内燃气管路工程商均保持了长期稳定的合作关系**，包括新奥股份、华粲燃气、港华燃气、中燃集团四大燃气工程、运营商。多年的合作中，公司成为对方主要的供应者。基于工程行业的特点，这种合作建立以后，稳定性较高。

所以，公司凭借提早多年的投入和强大的技术实力取得成功，这是竞争者未来若干年也难以企及的。

2.2 BOPA 薄膜产品：最佳效益来自技术优势

2008 年上半年，公司收购控股股东东塑集团持有沧州东鸿包装材料有限公司 73% 的股权，从而进军 BOPA 薄膜领域。

BOPA 薄膜性能优异。市场成长潜力大。

目前，BOPA 薄膜成为公司第二大类产品，占公司 2008 年中报销售收入的 22%、利润的 26%。目前，公司已经成为国内高端 BOPA 薄膜的三家企业之一，并且取得最佳经济效益，毛利率 20% 以上

2.2.1 我国塑料包装业蓬勃发展

我国塑料包装行业保持着高速发展。我国塑料包装箱及容器制造行业实现累计工业总产值，2007 年为 730 亿元，同比增长 26.72%。2008 年前 10 个月为 733 亿元，同比增长 21.48%。

在塑料包装材料中，薄膜材料的市场需求量增幅最大。世界包装的趋势是由硬包装向软包装转变，极大地推动了塑料包装薄膜需求的增长。如美国塑料包装薄膜每年平均增长 6%，大大超过纸张的不足 1%、铝箔的 1.0%~1.5%。目前，我国塑料薄膜材料约占塑料包装材料总量的 46%，这个比例还将不断提高。

我国塑料薄膜行业的快速发展得益于下游朝阳行业。食品、医药、化妆品、礼品等行业虽然已经有多年的发展，但是人均消费水平仍与国际水平有不小距离，如中国饮料市场人均消费量仅为美国的 10%，未来发展空间巨大。随着人民生活水平的不断提高，对传统包装材料的升级换代要求，使得高端塑料薄膜材料的市场成长性更高。

2.2.2 BOPA 是目前性能最好的塑料包装薄膜

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产品系列中的第三大品种。该产品为 20 世纪 70 年代，由日本研制开发成功，生产企业主要在日本，包括：三菱、宇部、旭化成、帝人等公司，其中尤尼吉可 (Unitika) 产量最大。另有美国、欧洲、中国等少数几个国家生产。

BOPA 薄膜制造设备与技术一直为发达国家所垄断，国际上只有法国 DMT、日本尤尼吉可等为数不多的公司可以生产。

图表 7：BOPA 薄膜特点和应用领域

特点	应用领域举例	功能近似的其它薄膜产品
对气体、油脂高阻隔	洗衣粉包装袋	仅 HDPE 等，且品质略逊
耐高温蒸煮	真空食品袋	仅 HDPE 等，且品质略逊
耐低温冷冻	冷冻食品包装	仅 EVA 等
高强度、抗穿刺能力高	大米小包装袋	尚无

资料来源：天相投顾整理

BOPA 薄膜性能优异，市场尚无替代产品。据预测，BOPA 薄膜性能至少可以继续领先塑料薄膜行业 15-20 年，已经被广泛应用于食品、医疗、化妆品和机械电子产品

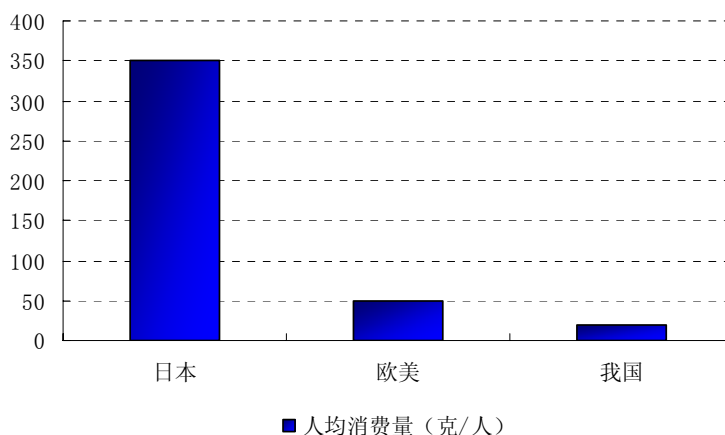
等包装领域，特别适合于冷冻包装、真空包装和蒸煮包装，对食品的保鲜、保香作用远远大于常规包装材料。

BOPA 薄膜优秀的性价比促其拓展市场，虽然采用该包装比现有其它材料可能增加成本。例如，大米的传统包装为塑料编织袋，采用 BOPA 薄膜后，每个袋子成本增加 0.2-0.3 元。但对于高品质大米，由于消费者可直接透过薄膜看清楚内在产品，促销作用明显。因此小包装大米采用 BOPA 薄膜包装正在成为趋势。

BOPA 薄膜是近年世界上发展最快的高档包装材料之一。国家发改委《产业结构调整指导目录》及《外商投资产业指导目录》中均将此类包装材料列为鼓励类产品。

从人均消费使用量看，我国仅为 20 克/人，远远不及日本和欧美的水平，市场潜力巨大。

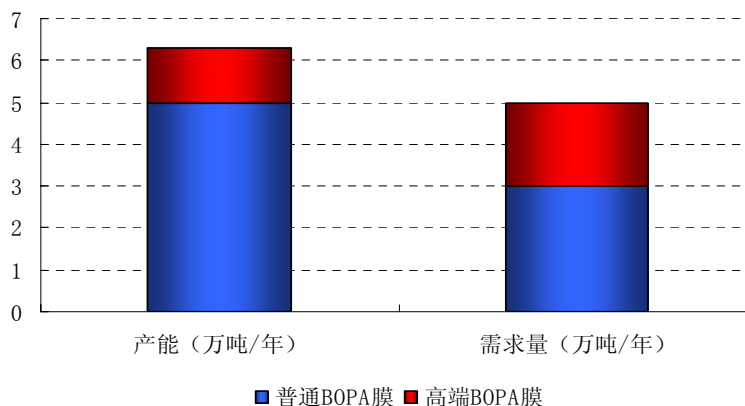
图表 8：BOPA 薄膜人均消费量比较



资料来源：天相投顾整理

2003 年，国内对 BOPA 薄膜的需求量约为 20,000 吨，到 2007 年，国内的需求量已经达到 50,000 吨，年均增长率约为 25%。中国由于经济正处于高速增长期，未来 BOPA 薄膜年需求量增速将保持 15%。特别是，BOPA 在我国的应用目前还集中于民品，而欧美国家 BOPA 薄膜已经开始大量进入电器元件、集成电路板等工业品包装领域。因此，我国市场成长空间大。

图表 9：我国 BOPA 薄膜产能和需求量



资料来源：中国塑料加工协会

2.2.3 技术优势为公司 BOPA 薄膜带来最佳效益

公司 BOPA 薄膜采用同步法工艺，质量远好于异步法。高端 BOPA 薄膜是和低端 BOPA 薄膜的区别取决于生产工艺。BOPA 薄膜生产技术分为同步双向拉伸工艺和两步双向拉伸工艺两种。因为高端产品需求好，开工率高，产能上同步法占 20%，异步法 80%；但产量上，同步法占 40%，异步法 60%。

采用两种不同工艺生产的 BOPA 薄膜产品质量存在较大差异，同步法产品质量优势明显。异步法的企业中 A 级品率是 60%，而即使是 A 级品的质量也不如同步拉伸，比如加热时会翘边角，强度低，无法适应客户的高速印刷机的要求。

同步法 BOPA 薄膜国内只有三家企业在生产。目前，除公司外，我国使用同步法生产高端 BOPA 薄膜的企业只有日本独资的无锡尤尼吉可高分子科技（中国）有限公司和佛塑股份（000973）两家，但他们的效益远不及公司。

图表 10：国内同步法 BOPA 薄膜厂家比较

生产企业	产能(千吨/年)	设备来源	运营状况	原因
公司	4.5	法国 DMT	成本最低	设备自主集成，固定成本较低；有完全操作技术，一级品率高
佛塑股份	4.5	法国 DMT	成本高	设备成本较高，技术问题没有完全解决，一级品率较低
无锡尤尼吉可	4.5	日本尤尼吉可	成本高	设备成本较高：技术人员为国外长期派驻，人工成本高，

资料来源：天相投顾整理

公司技术优势带来最强的成本优势，目前吨综合成本比另外两家同步法企业低 5000 元左右，甚至可以低于部分低端的异步法企业。成本优势核心在于公司完全自主掌握的技术。一是自主集成调试改进设备的技术。公司设备是法国的 DMT 公司第一条线，但是法国工工程师没有能够调试顺利，公司技术人员在高温中的车间中连续工作六个月才取得成功，并对设备进行了多项国产化的调整，使得公司固定成本是采用原装进口设备企业的 40% 左右。二是操作技术。公司操作人员经过长期摸索，提高 BOPA 薄膜一级品率，达到 95%，而佛塑股份一级品率约 65-70%。由此，公司成为我国第一家通过自主研发掌握 BOPA 薄膜同步双向拉伸工艺，并拥有最佳适用效果生产设备的企业。

企业微观环境保障技术优势长期存在。公司设计了与绩效相联系的考评体系，员工薪资在当地很有吸引力。此外，公司营建强调人文关怀的氛围，使公司能够吸引并留下当地优秀人才，培养优秀人才队伍。所以，在竞争激烈的塑料加工行业，公司不但没有被排挤出市场，反而逐步壮大。

2.2.5 扩产后，BOPA 盈利能力将进一步提升

公司产品供不应求，未受宏观经济下滑影响。公司下游企业主要为包装制品企业，其终端有 10% 左右出口，虽然 2008 年下半年全球金融危机影响了出口市场，但占绝大部分份额的国内市场因其用户食品、医药等行业的抗周期性，仍保持良好增长态势，弥补了出口市场的空缺。并且，公司下游企业较为分散，最大的客户只有 7-8% 的份额，公司对下游议价能力强。

公司定向增发正在进行。2008 年 10 月，公司股东大会审议通过非公开发行股票方案的议案，面向控股股东和机构投资者、自然人等不超过九名的特定对象，拟以不低于 7.68 元/股，非公开增发 1200 万股至 1600 万股股票。募集资金用以将 BOPA 薄膜生产线从目前的 0.45 万吨扩大至 0.9 万吨。

2008 年 12 月 10 日公司非公开发行股票获证监会发审委审核通过。

新建 BOPA 产品将有着比较确定的盈利能力。这是因为，扩产不同于新建，公司已经掌握了设备集成技术，拥有熟练的操作人才，具备成熟的销售体系；该细分市场供不应求，毛利水平较高；而且未来几年行业内尚无其他扩产计划。

目前，BOPA 二线前期准备工作已经启动。公司表示，定向增发进展顺利。

远期看，BOPA 薄膜业务有望外延式扩张。目前，国内还有几条 BOPA 同步法生产线，因为技术瓶颈没有攻克，长期停产。如果公司能够收购这些项目，可以实现更全面的国内产业布局。

2.3 培育更多的盈利增长点

除去上述两大主要产品系列，公司其它产品的市场形势也在向更好的方向发展。

通讯用的硅胶管市场有望重振。该产品用在通讯管网，用于高速公路等长途系统通讯。前几年的该产品销售量下降，因市场无序竞争，以次充好，价格战时有发生。但是 2008 年来，随着客户对产品质量的日益重视，公司获得订单增多，利润率正在恢复合理水平。

大口径排水管出现时间不长，但是前景很好。塑料埋地管逐步取代钢管，混凝土管等传统管材，已成为必然趋势，特别是 PE 大口径管路，在南水北调等工程中市场空间很大。2009 年，公司该产能将扩大 20%，把握市场机会。

图表 11：公司 PE 燃气给水管路、BOPA 薄膜以外其它业务

业务项目	业务收入	毛利率	收入比例	毛利比例
排水、排污双壁波纹管	1433	13.80%	4.70%	3.70%
硅胶管管材	851	13.00%	2.80%	2.10%
其他产品	214	16.20%	0.70%	0.70%
工程服务	109	26.70%	0.40%	0.50%

资料来源：公司 2008 年中报

2.4 出色的成本控制

2.4.1 库存适量，躲避同行常见的风险

2008 年上半年席卷全球的大宗商品价格暴涨中，很多企业有意识的积累存货，一方面是多备原料，以防其一再涨价；另一面是多留产品，以待更高售价卖出。但自 2008 年 3 季度起的大宗商品价格的迅速跳水，很多企业反而为高库存所拖累。

公司没有遭受高库存损失，也没有发生存货减值。公司密切关注市场变化，2008 年 2 季度大幅提高了库存水平，但 3 季度又果断降低库存，从而取得与同行不同的结果。

**图表 12：上市公司存货季度环比比较**

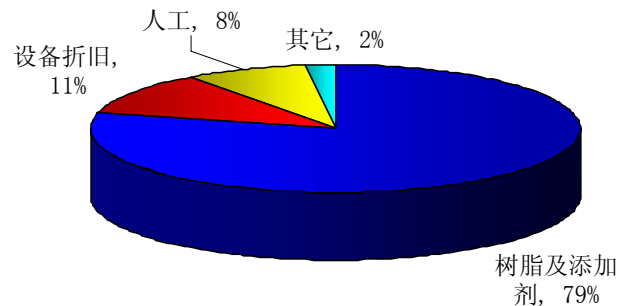
公司	产品	2008Q2	2008Q3
沧州明珠	PE 燃气给水管材、管件；BOPA 薄膜	123.81%	98.80%
凌云股份	PE 燃气给水管材、管件，汽车塑料配件	96.44%	108.16%
佛塑股份	BOPA 薄膜、PET 等塑料制品	98.88%	98.34%

资料来源：公司 2008 年中报、3 季报

佛塑股份近日发布公告，说明 2008 年度业绩预亏的主要原因是：消化 3 季度留存的高位材料成本以及 4 季度原材料成本与主要产品价格倒挂，而造成的单位毛利下滑。

2.4.2 经济下行趋势中，原料成本出现有利变化

作为加工行业，公司成本构成中原材料占绝大部分。

图表 13：公司成本构成

资料来源：天相投顾整理

PE 燃气、给水管路、管材的原料为专用 HDPE，价格较稳定，这是因为公司使用 PE 管材专用料，特别是燃气管材管件，各项性能指标要求较高，其中 60% 采购自中石化等国内企业，40% 进口自道达尔等国际石化巨头。加之燃气管市场需求旺盛，使得该种专用 HDPE 原料价格较为稳定，相应的，公司燃气管产品销售价格和毛利率也相对稳定。

BOPA 薄膜原料为尼龙 6 聚酯切片，国内供应充足。该产品为常见大宗树脂，公司从中石化等国内企业采购。特别的，尼龙 6 聚酯切片的最主要用途为服装纺织，因当前国际金融危机导致国内出口锐减，需求萎缩引起产品价格下跌较多。所以，虽然 2008 年下半年公司 BOPA 薄膜的销售价格也稳中趋降，但销售价格的下降幅度小于原材料采购价格的下降幅度，毛利率略有上升。

公司采取原料采购定量不定价的敞口合同策略，以针对石化产品价格波动大的特点。这样，即能够保持稳定供应，又尽规避了价格套牢的风险。

2.4.3 采购政策有利于确保长期较低成本

通过采购量的提高取得较大的价格优惠。所以虽然 HDPE 和尼龙 6 均厂家众多，供应充足。但是公司采取相对集中的采购策略。2008 年中报，公司向前 5 名供应商合计的采购金额为 13,581.50 万元，占年度采购总额的 66.20%。



此外,通过对采购时机的把握进一步降低成本。化工原料特别是尼龙 6 等大宗商品的价格波动大。公司作为大客户,保持与大型化工供应商长期密切的采购关系,有利于提高对市场的敏感度,

3. 公司财务分析 —— 稳健中成长

3.1 盈利能力在同类上市公司领先

上市公司销售额中塑料产品占比较大的有近 20 家,其中 7 家同公司产品相同或者相近似,较有可比性。

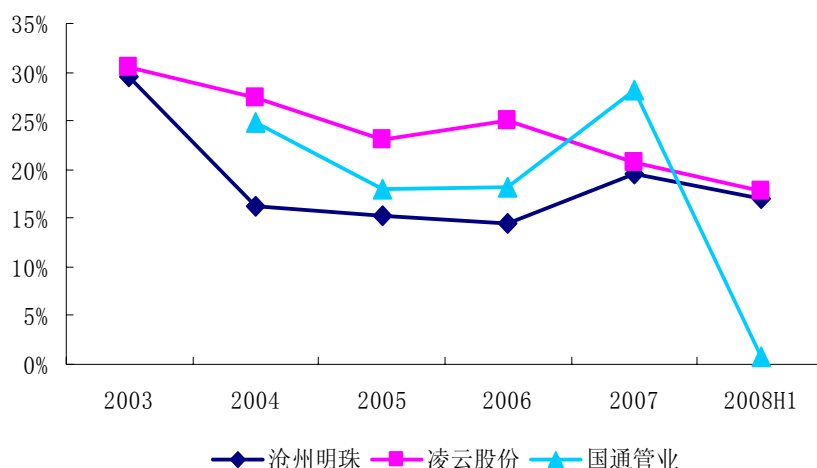
图表 14: 同类上市公司产品比较

股票代码	公司	管路类产品	薄膜类产品	其它塑料制品
002108	沧州明珠	PE 燃气、给水管材、管件	BOPA	
600480	凌云股份	PE 燃气、给水管材、管件		汽车配件
600444	国通管业	PVC、PE 燃气、给水管		PVC 管等
000973	佛塑股份		BOPA 等	PET 等
002263	大东南		BOPET、BOPP、CPP	
600074	中达股份		BOPP、BOPET、CPP	PET 等
000859	国风塑业		PE 等	型材等

资料来源: 公司 2008 年中报

公司管路类产品毛利率稳步提升,同业内龙头已经十分接近。公司管路类产品毛利率与凌云股份材质、用途相同,毛利率已经差距很小。国通管业的燃气给水管产品包括 PVC、PE 管,成本构成与公司和凌云股份不同。与另外两家相比,公司产品保持了比较平稳的盈利水平。

图表 15: 上市公司管路类产品毛利率比较

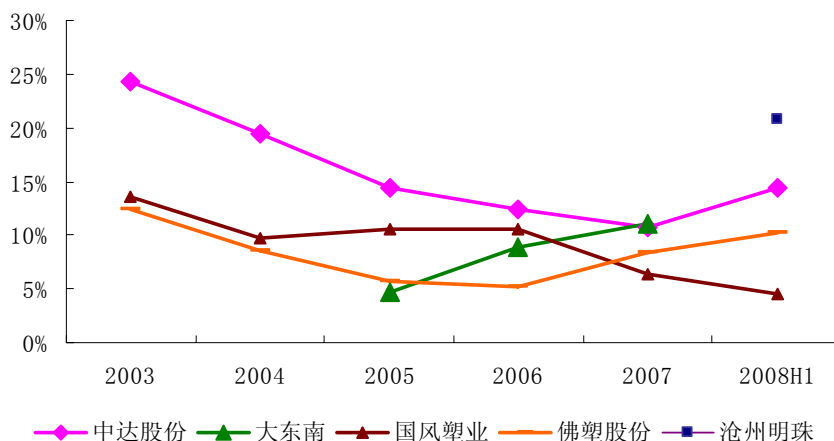


资料来源: 公司中报、年报

公司薄膜类产品毛利率在塑料薄膜中产品最佳。需要说明的是,公司的薄膜类产品只有 BOPA 薄膜一种,其它几家公司的产品毛利率多为几种塑料薄膜产品毛利率的综合平均。



图表 16: 上市公司薄膜类产品毛利率比较



资料来源: 公司中报、年报

但是, 即使就单一产品来看, 公司的 BOPA 薄膜毛利率也是最高的。

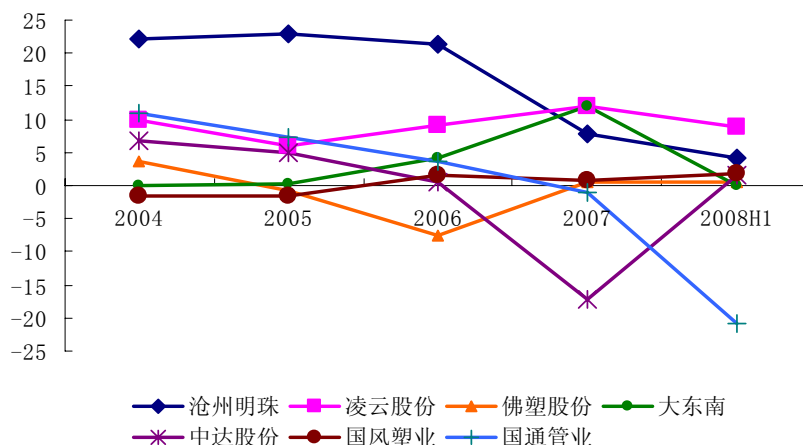
图表 17: 上市公司单项薄膜产品毛利率比较

产品	公司	2004	2005	2006	2007	2008H1
BOPA	沧州明珠					20.73%
BOPP	大东南			13.18%	13.93%	
	中达股份	19.52%	15.35%	13.50%	11.05%	13.21%
BOPET	大东南		4.36%	8.28%	10.62%	
	中达股份	20.48%	9.29%	11.69%	12.84%	15.75%
CPP	中达股份	15.81%	8.69%	2.28%	4.11%	3.78%

资料来源: 公司中报、年报

公司的净资产收益率位于行业前列。截至 2008 年中报, 公司扣除非经常性损益后净资产收益率仅次于凌云股份。(为确保不同企业之间的可比性, 我们选取扣除非经常性损益后净资产收益率进行分析)凌云股份主要受益于其汽车配件类产品的毛利率高。该公司管道系统占销售额的 30%, 毛利率 17.9%; 汽车金属和塑料配件占销售额的 69%, 毛利率 23.3%。。

图表 18: 同类上市公司净资产收益率(扣除非经常性损益后)比较



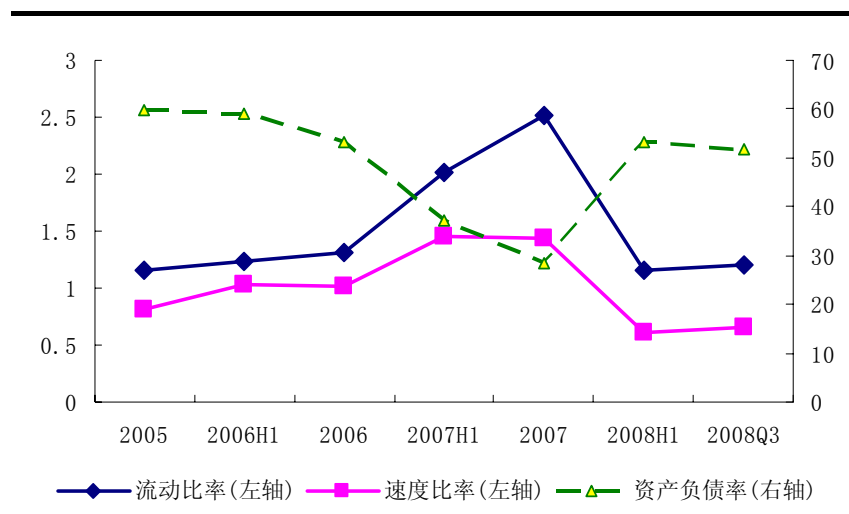
资料来源: 公司中报、年报

就公司自身走势而言，公司净资产收益率在 2004-2006 年稳定的保持在 20% 以上，遥遥领先于其它公司，2007 年以后下滑至 10% 以下，主要是因为 2007 年公司 IPO 以后由于股本的扩张以及净资产的增加。此外，2008 年上半年，塑料行业在原料快速上涨压缩企业盈利空间的整体形势，大多数企业出现了净资产收益率的下降。

2008 年中期以后恢复了良好发展态势。及至 2008 年 3 季度，公司扣除非经常性损益后净资产收益率为 8.62%，不仅高于 2008 年中期数据，也高于 2007 年的 7.87%。

3.2 偿债能力基本稳定

图表 19：公司偿债指标变化



资料来源：公司季报、中报、年报

公司各项偿债指标在 2005-2007 年稳步提升。但这些指标在 2008 年出现下滑，因为自 2007 年下半年，公司因原材料价格上升较快而加大原材料储备。

2008 年下半年起，随着公司根据市场情况即时降低库存，各项指标再次向着积极方向发展，已经大致恢复到 2005-2007 年的水平。

另外，截止 2008 年 3 季报，公司应收账款占销售额 21.5%，较高于一般塑料企业水平。这主要是 PE 燃气、给水管路面向工程销售的本身特点决定。公司新上 BOPA 薄膜产品面对商业客户，资金周转快，未来该产品份额增加有望进一步增强公司资金流动性。

图表 20：同类公司偿债指标比较

股票代码	股票简称	流动比率	速度比率	资产负债率
002108	沧州明珠	1.2	0.66	51.67
600480	凌云股份	1.46	1.02	49.05
600444	国通管业	0.72	0.34	63.78
000973	佛塑股份	0.73	0.52	64.78
002263	大东南	0.86	0.44	45.5
600074	中达股份	1.39	0.93	67.14
000859	国风塑业	0.75	0.56	44.33

资料来源：公司 2008 年 3 季报



公司的偿债能力在塑料类企业中也属上游。在 6 家产品近似的塑料类上市公司中，公司偿债能力位于第二位。

3.3 现金分红，让投资者享受现实的收益

公司 2007 年 1 月上市以来一直保持较高的现金分红比率。特别是低迷的股票市场中，给投资者现实的投资收益。

图表 21：公司以往分红情况

年度	登记日	分配方案 (元/股)	可供分配利 润(万元)	分配总额 (万元)	股利分配 率
2007	2008-5-13	1 送 0.43	5003.49	2956.25	59%
2006	2007-4-26	1 送 0.40	5598.9	4526.25	81%

资料来源：公司 2006、2007 年报

截止 2008 年 3 季报，公司每股现金流净额 0.68 元，我们预计公司 2008 年归属母公司利润为 0.64 元，公司分红依然有较高的预期。

4. 风险揭示

4.1 募集资金风险

公司主要的两类产品均处在行业领先地位，并且具有技术优势。行业未来成长性较为明确，特别是 BOPA 薄膜扩产项目，但最终能够按计划实施仍取决于此次定向募集资金能否顺利进行。

4.2 市场扩张风险

我国塑料包装薄膜市场需求在未来较长一段时期仍将继续增长，公司产品定位的高端市场供不应求，扩产后，市场可能随着供需关系的改变相应有所变化。

另一方面，由于中低端市场国内产能过剩，不排除因竞争加剧，部分产品冲击高端市场的风险。

4.3 投资收益风险

本次发行募集资金到位后，公司净资产规模将有所提高，在项目建设期及投产初期，募集资金投资项目对公司业绩增长贡献较小，短期内利润增长幅度将小于净资产增长幅度。因此，公司存在由此引致净资产收益率下降的风险。

公司的投资特点是宏观经济下滑中，业绩稳定，有一定抗周期性。与大多数化工企业不同，公司业务不属于周期性行业，毛利水平较平稳。景气周期时，出现类似 2008 年上半年的草甘膦、尿素、烧碱等化工产品毛利率快速攀升到 40% 以上的可能性不大。提醒机构投资者资产配置时，考虑该因素。

5. 盈利预测和投资建议

5.1 盈利预测 —— 盈利将继续稳定增长

盈利预测前提和假设：

- 1) 2008-2010 年，公司产能利用率在 95% 左右，相应产量参考图表 3
- 2) 0.45 万吨 BOPA 薄膜项目按计划扩产
- 2) 公司 2009 年定向增发顺利，预计增发数量 1400 万股
- 4) 公司所得税率保持在 15%、其它费率保持相对稳定水平

图表 22：公司主要产品销售收入预测（单位：万元）

产品	2007	2008E	2009E	2010E
PE 燃气管、给水管管材，管件	28,906	54,378	62,983	72,253
排水、排污双壁波纹管（大口径）	3,827	2,933	3,244	3,935
薄膜制品		13,267	13,864	23,857
其它	1,831	2,429	2,863	2,901
合计	36,571	73,007	82,954	102,947

资料来源：天相投顾

由此得到公司盈利预测。

图表 23：公司盈利预测

	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	36,571	73,007	82,954	102,947
增长率(%)	-2.65%	99.63%	13.63%	24.10%
减：营业成本	30,901	60,456	68,755	85,623
营业税金及附加	0	15	8	10
资产减值损失	3	168	0	0
营业毛利	5,667	12,368	14,191	17,314
增长率(%)	-9.64%	118.25%	14.74%	22.00%
毛利率(%)	15.50%	16.94%	17.11%	16.82%
减：销售费用	1,439	3,066	3,318	4,118
管理费用	915	1,752	1,908	2,265
财务费用	561	1,822	1,597	1,921
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
影响营业利润的其他科目	0	0	0	0
营业利润	2,752	5,728	7,368	9,010
营业利润率(%)	7.52%	7.85%	8.88%	8.75%
加：营业外收入	10	37	8	10
减：营业外支出	144	73	41	51
利润总额	2,618	5,691	7,335	8,969

增长率(%)	-22.71%	117.43%	28.88%	22.27%
利润率(%)	7.16%	7.80%	8.84%	8.71%
减: 所得税	276	797	1,100	1,345
实际税负比率(%)	10.56%	14.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	0	512	660	807
归属于母公司所有者的净利润	2,341	4,382	5,575	6,816
增长率(%)	-23.31%	87.19%	27.21%	22.27%
净利润率(%)	6.40%	6.00%	6.72%	6.62%
每股收益(元)(全面摊薄)	0.35	0.53	0.67	0.82

资料来源: 公司 2006、2007 年报

5.2 估值比较 —— 估值较有优势

预测 08-10 年每股收益(全面摊薄)分别为 0.53 元、0.67 元、0.82 元。相应市盈率为 23 倍、18 倍、15 倍。

图表 24: 同类上市公司主要估值指标比较

股票代码	股票简称	股价 (元)	PB (倍)	EPS(元)			PE (倍)		
				2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
002108	沧州明珠	12.43	3.02	0.53	0.67	0.82	23	18	15
600480	凌云股份	5.14	2.51	0.36	0.39	0.43	14	13	12
000973	佛塑股份	4.69	2.14	-0.29	0.02	0.03	-16	235	156
002263	大东南	5.75	2.29	0.24	0.25	0.30	24	23	19
600074	中达股份	3.33	2.16	0.15	-0.04	0.06	22	-83	56
000859	国风塑业	3.12	1.22	0.03	0.08	0.10	104	39	31
600444	国通管业	12.04	5.33	-0.86	0.08	0.15	-14	151	80

资料来源: 天相投顾

公司 PE 估值在塑料行业内最有优势。列表中, 公司 PE 估值仅略高于凌云股份, 而后者业绩主要取决于汽车用配件, 因此归纳为汽车行业上市公司。

公司 PB 虽然较高, 但有望在 2009 年顺利增发后, 通过所有者权益的提高而明显降低。何况, 作为中小板企业, 主营业务的明确成长性市场更为看重的。

公司 PE、PB 水平均在中小板企业中合理, 中小板 PE 23 倍, PB3.2 倍。

参考公司产品的下游的行业估值水平, 公司估值优势则更为明显。燃气给排水管下游城市供水、供气行业, 2008 年滚动 PE34 倍、PB2.6 倍。高端薄膜产品下游医药、食品、日用品行业, 2008 年滚动 PE 为 23 倍、27 倍、41 倍, PB 为 3.7 倍、4.5 倍、2.3 倍。

5.3 投资建议: 增持

没有上市公司同公司业务类型完全一样, 所以参照燃气、给排水领域最大企业凌云股份和纯粹塑料薄膜制品企业中效益最佳的大东南, 并考虑公司所处中小板特点, 公司 2009 年市盈率在 20 倍比较合理。按照公司 2009 年 EPS0.67 元计算, 则公司合理股价为 13.47 元, 仍有成长空间。



维持“增持”评级。我们在 2008 年 10 月末的报告《沧州明珠（002108）：成本稳步下行、市场刚性增长》中，给出“增持”评级至今不到三个月的时间，股价已经上涨 50% 以上。

考虑到公司在宏观经济下行中业绩成长具有稳定性，建议投资者基于价值投资，逢低买入。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾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。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014