

沧州明珠(代码 002108.SZ)

受益于基础设施建设，业绩平稳增长

——沧州明珠（002108）深度价值投资分析报告

刘威

86 10 5836 2155

核心观点:

- 公司主营业务: PE 塑料管材产品和 BOPA 薄膜制品
- 公司 PE 管材业务将受益于国家大规模基础设施建设
- BOPA 薄膜业务: 发展前景广阔
- 给予公司“买入”的投资评级。

投资要点:

● 公司主营业务: PE 塑料管材产品和 BOPA 薄膜制品

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。公司的主营业务包括 PE 塑料管材产品和 BOPA 薄膜制品的生产与销售两部分。

● PE 管材是塑料管材未来发展趋势

与其他塑料管材相比, 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, 是塑料管材未来发展趋势。

● 公司 PE 管材业务将受益于国家大规模基础设施建设

国家为了保证我国的经济高速增长, 将加快基础设施的建设, 这无疑将促进公司 PE 管材业务的发展, 预计未来两年国内 PE 管材需求将保持 15% 以上。公司目前 PE 管材产品销售良好, 订单数量占公司产品 70% 以上。公司未来两年 PE 管材生产能力还将不断扩张, 业绩将保持平稳增长。

● BOPA 薄膜: 发展前景广阔

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, 是近几年世界上发展最快的塑料包装材料之一。

● 公司 BOPA 薄膜业务快速发展

公司 BOPA 薄膜产品技术、成本优势明显。公司将募集资金使 BOPA 薄膜产能由 4500 吨扩张至 9000 吨, BOPA 业务将实现较快的发展。

● 盈利预测与估值

预计公司 08-10 年每股收益分别为 0.65、0.69、0.74 元。综合两种估值结果沧州明珠合理价值 18 元。给予公司“买入”的投资评级。

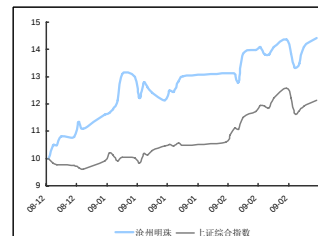
评级: 买入

上次评级: 首次评级

目标价格: ¥ 18

当前价格: ¥ 14.42

2009.2.23



公司简介

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。公司的主营业务包括 PE 塑料管材产品和 BOPA 薄膜制品的生产与销售两部分。

相关报告

(百万元, 元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	376	366	569	666	784
EBITDA(百万元)	51	44	86	111	126
净利润	31	23	45	55	59
摊薄 EPS(元)	0.60	0.34	0.65	0.69	0.74
PE(X)	23.3	41.1	21.5	20.2	18.9
EV/EBITDA(X)	15.3	22.7	13.2	11.3	10.2
PB(X)	4.9	3.1	2.7	2.2	2.0
ROIC	14.66%	7.42%	8.07%	8.51%	7.99%
总资产周转率	1.18	0.99	0.99	0.85	0.85

请务必阅读正文之后的免责条款部分

三大表

资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	36	57	142	167	196	营业收入	376	366	569	666	784
应收票据	5	18	28	33	39	营业成本	313	309	465	538	636
应收账款	91	81	126	148	174	营业税金及附加	0	0	0	0	0
预付款项	32	11	11	11	11	销售费用	16	14	23	27	31
其他应收款	1	11	20	23	27	管理费用	6	9	14	17	20
存货	48	132	115	133	157	财务费用	7	6	10	15	16
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	37	74	111	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	80	106	158	194	210	投资收益	0	0	4	5	5
在建工程	2	4	72	61	45	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	1	0	0	0	0	营业利润	34	28	60	75	86
无形资产	11	11	11	11	12	营业外收支净额	0	-1	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	34	26	60	75	86
资产总计	309	432	719	854	981	减：所得税	3	3	11	15	21
短期借款	109	91	316	296	349	净利润	31	23	49	60	65
应付票据						归属于母公司的净利					
	5	0	0	0	0	润	31	23	45	55	59
应付账款	41	26	39	45	53	少数股东损益	0	0	5	5	6
预收款项	4	9	9	9	9	基本每股收益	0.60	0.34	0.65	0.69	0.74
应付职工薪酬	2	1	1	1	1	稀释每股收益	0.60	0.34	0.65	0.69	0.74
应交税费	-1	-7	-7	-7	-7	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他应付款	4	3	3	3	3	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	11.5%	-2.7%	55.5%	17.1%	17.6%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	2.3%	-19.6%	100.2%	28.6%	13.6%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	2.0%	-23.3%	90.8%	23.8%	7.0%
负债合计	164	124	361	347	409	盈利性					
股东权益合计	145	309	358	507	572	销售毛利率	16.7%	15.5%	18.3%	19.3%	18.9%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售净利率	8.1%	6.4%	7.9%	8.3%	7.5%
净利润	31	23	49	60	65	ROE	21.1%	7.6%	12.5%	10.9%	10.3%
折旧与摊销销	10	11	20	25	30	ROIC	14.66%	7.42%	8.07%	8.51%	7.99%
经营活动现金流	20	-58	44	54	54	估值倍数					
投资活动现金流	-3	-39	-174	-83	-63	PE	23.3	41.1	21.5	20.2	18.9
融资活动现金流	-21	117	215	53	38	P/S	1.9	2.6	1.7	1.7	1.4
现金净变动	-3	21	85	24	29	P/B	4.9	3.1	2.7	2.2	2.0
期初现金余额	39	36	57	142	167	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	36	57	142	167	196	EV/EBITDA	15.3	22.7	13.2	11.3	10.2

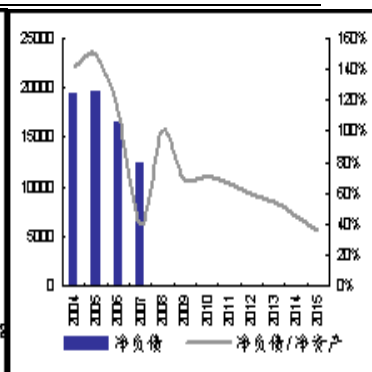
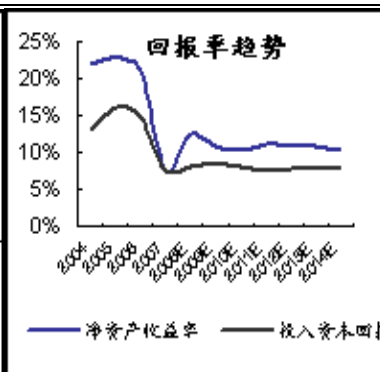
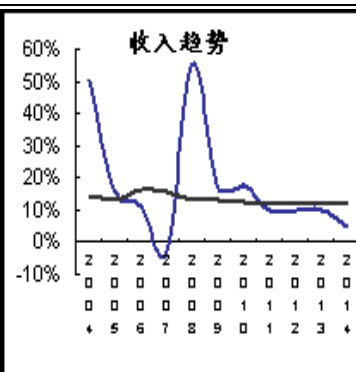
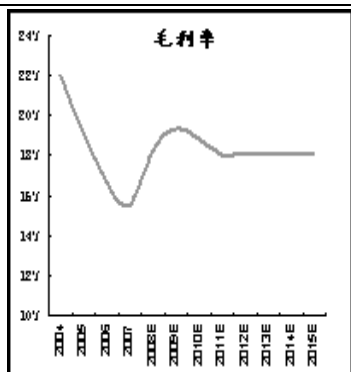
3、DCF—WACC 输出

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	3315.2	6635.7	8532.3	9694.8	9908.7	10899.5	11989.5	12588.9	13218.4	12671.7	13305.3
所得税	350.2	1194.4	1706.5	2326.7	2378.1	2615.9	2877.5	3021.3	3172.4	3041.2	3193.3
NOPLAT	3718.6	2965.0	5441.2	6825.8	7368.0	7530.6	8283.6	9112.0	9567.6	10046.0	9630.5
营运资金净变动	-3552.1	-9699.0	-3356.9	-4169.1	-5191.3	-3556.9	-3789.6	-4168.6	-2292.7	-2407.4	-2724.3

资本支出	-2700.8	-14050.0	-5050.0	-3050.0	-2050.0	-2050.0	-2050.0	-2050.0	-1050.0	-1050.0	-1050.0
自由现金流	-8370.0	-9974.7	147.4	2077.9	5170.6	5929.5	6588.8	9115.9	10623.0	10007.9	10652.8

WACC	7.1%	Ke	10.1%
永续增长率	2%	Kd	5.8%
终值	5814.7	t	20%
企业价值	156935.9	Rf	3%
非核心资产价值	17921.3	E(Rm)	0.0946
债务价值	31598.25	Rm - Rf	6%
股权价值	125337.6	D/A	24.7%
股本	6875.00	E/A	75.3%
每股价值	18.230929	Beta	1.10

估值		g				
		1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
WACC	5.57%	22.93	25.51	28.81	33.18	39.26
	6.07%	19.95	21.94	24.41	27.57	31.77
	6.57%	17.52	19.08	20.99	23.36	26.39
	7.07%	15.50	16.75	18.25	20.08	22.35
	7.57%	13.80	14.82	16.02	17.46	19.21
	8.07%	12.34	13.18	14.16	15.31	16.69
	8.57%	11.09	11.79	12.59	13.53	14.64



目 录

1. 公司简介.....	5
1.1. 主要产品简介	5
1.2. 公司股权结构	5
2. 公司主营业务分析:	6
2.1. PE管材业务: 受益于基础设施建设	6
2.2. BOPA薄膜业务: 发展前景广阔	9
3. 公司主要风险.....	13
3.1. 原材料供应和价格变动的风险	13
3.2. 市场竞争加剧风险	14
3.3. 产品质量风险	14
4. 盈利预测.....	14
4.1. 盈利假设	14
4.2. 盈利预测结果	15
5. 估值与投资建议.....	16
5.1. 相对估值	16
5.2. 绝对估值	16

图 表

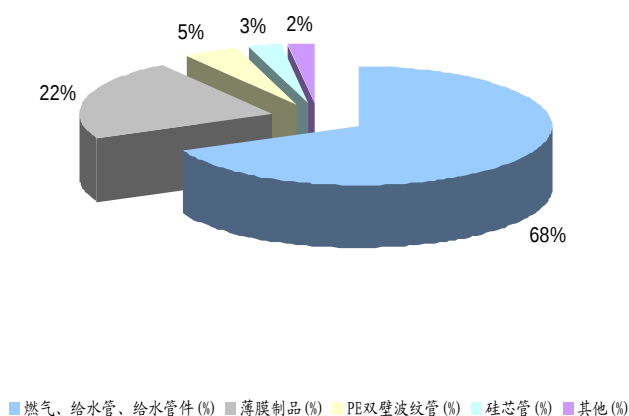
图 1. 公司收入结构 (08 年中期)	图 2. 公司毛利结构 (08 年中期)	5
图 3: 公司股权结构.....		5
图 4: 公司PE管材业务产业链.....		6
图 5: 全球BOPA薄膜应用状况		10
图 6: 我国人均BOPA薄膜消费量远不及欧美		11
图 7: 我国BOPA薄膜供求状况		12
表 4: 同步双向拉伸生产工艺厂商对比.....		12
图 8: BOPA薄膜产业链.....		13
图 9: 公司成本构成.....		14
表 1: 我国PE管材将保持高速发展		7
表 2: 公司PE管材产品产能扩张状况		9
表 3: BOPA薄膜下游应用		10
表 5: 沧州明珠营业收入预测		15
表 6: 公司利润表预测		15
表 7: 沧州明珠估值比较.....		16
表 8: 绝对估值主要参数假设		16
表 9: FCFF敏感性分析		17

1. 公司简介

1.1. 主要产品简介

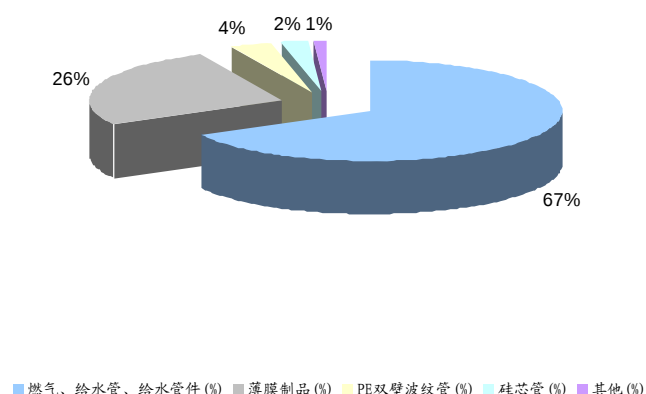
沧州明珠塑料股份有限公司于 2007 年 1 月在深圳证券交易所挂牌交易。公司的主营业务包括 PE 塑料管材产品和 BOPA 薄膜制品的生产与销售两部分。

图 1. 公司收入结构（08 年中期）



资料来源：公司公告

图 2. 公司毛利结构（08 年中期）

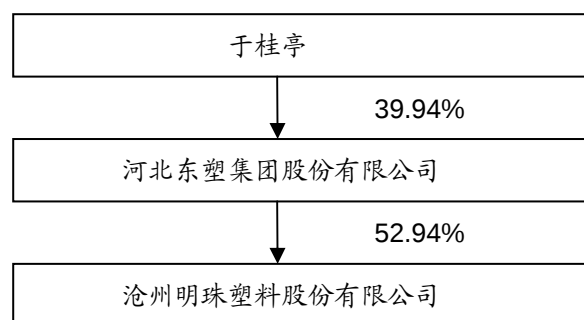


资料来源：公司公告

1.2. 公司股权结构

公司目前股本 6875 万股，公司控股股东为河北沧州东塑集团股份有限公司，持有公司 3,639.79 股股份，目前占公司股份总数的比例为 52.94%。于桂亭先生为东塑集团的控股股东，其持有东塑集团 39.94% 的股份为公司的实际控制人。

图 3: 公司股权结构



资料来源：公司公告

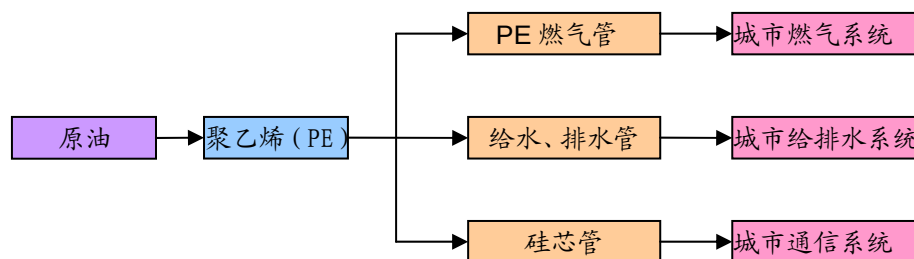
截止到 09 年 2 月 17 日，公司目前还有 3640 万股没有解禁，占公司总股本的 52.94%。

2. 公司主营业务分析:

2.1. PE 管材业务: 受益于基础设施建设

公司 PE 管材业务主要包括 PE 燃气给水管材管件、排水排污双壁波纹管管材管件、硅胶管管材管件、土工格栅, 及其他各类塑料管材管件的生产与销售, 并提供聚乙烯塑料管道的安装与技术服务。

图 4: 公司 PE 管材业务产业链



资料来源: 渤海证券研究所

公司生产所用的主要原材料为聚乙烯（PE），占公司产品制造成本 80%以上，其最上游为原油。下游主要是一些工程企业。

2.1.1 塑料管材是管材未来发展方向

与铸铁管、镀锌管、钢管、水泥管等传统管材相比，塑料管材具有耐腐蚀、抗老化、不结垢、流动阻力小、导热系数低、绝缘性能好、施工安装和维修方便等优点，广泛应用于电、光缆保护，燃气输送，城市供水、排水、污水处理，建筑供水、排水，公路铁路排水，村镇建设，农业排灌等建筑业、工业和农业领域，是未来发展的趋势。

根据全国化学建材协调组制订的《国家化学建材产业“十五”计划和 2010 年发展规划纲要》中，我国塑料管发展目标是：到 2010 年，在全国新建、改建、扩建工程中，建筑排水管道 80%将采用塑料管，城市排水管道塑料管使用量将达到 30%，建筑给水、热供应和供暖管 75%将采用塑料管，城市排水管道 70%将采用塑料管，村镇供水管道 80%将采用塑料管，城市燃气塑料管的应用量达到 40%，电线穿护套 90%将采用塑料管。根据国家建设部的资料，未来十年国内的塑料管道市场需求高达 8,000 亿元。

2.1.2 聚乙烯（PE）管是塑料管材的发展方向。

塑料管材的品种很多，目前，全球使用量最大的塑料管材品种为 PVC 管，但从近十年来世界各国管道的生产情况看，PE 管（指以聚乙烯为主要原料生产的塑料管材）的增长速度远远超过 PVC 管。1991 年-2001 年的十年中，美国 PE 燃气管的年平均增长率为 13.04%，远超过其它塑料管材如 PVC 管 6.67%的增长率。

与其他塑料管材相比，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；而 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，且回收焚烧会产生的有毒气体。欧美国家已开始对 PVC 管的应用加以限制，我国对上述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 月联合颁发了京建材[2004]16 号文，明确规定今后在北京限制使用以铅盐做稳定剂的 PVC 饮用水管和管件。

基于上述 PE 管的特有优势，在给水管领域正越来越多地应用 PE 管，在很多地区用量已经超过 PVC 管；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%，而法国 1998 年 PE 燃气管普及率已接近 100%；同时，在埋地排水管网领域也越来越多地使用各种 PE 管。

2.1.3 PE 管材将受益于国家大规模基础设施建设

目前，国家为了保证我国的经济高速增长，将加快基础设施的建设，这无疑将促进公司 PE 管材业务的发展，我们预计未来两年国内 PE 管材需求将保持 15% 以上。

表 1：我国 PE 管材将保持高速发展

燃气管材：	我国 660 个城市中已有 167 个城市建有天然气管网，2005 年使用天然气的城市将发展到近 200 个，2010 年将增加到 270 个城市。二十一世纪中叶，全国 65% 的城市将有可能利用天然气，建成天然气管网。预计：我国中下游燃气管网建设所需资金在数千亿元以上，约 19 万公里的输送管道需要新建或修复。
给水管材：	目前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%，资源浪费极大在水价逐步提高，各地供水系统的改造已从 2004 年起大面积铺开。根据预测，2010 年中国室外给水领域应用塑料管约 60 万吨，占塑料管总用量的 20%。其中 PE 管 40 万吨。
排水管材：	目前我国各大城市仍以混凝土管为主要排水管网，它漏水，污染严重，容易破裂而导致污水泛滥，而且施工麻烦，接头难以处理。因此，随着我国城市排水管网的全面改造和建设，无渗漏、使用寿命长的塑料排水管将面临广阔的发展前景。预计，到 2010 年我国共计需要投资约 8,000 亿元用于各种设施的建设，每年新增的塑料管道长度将超过 3,000 公里。

资料来源：渤海证券

2.1.4 行业竞争激烈，未来行业将不断整合

随着信息产业的进一步发展以及国家对基础建设的大力投资，我国塑料管材企业进入快速发展阶段，吸引了更多的企业加入，市场竞争日趋激烈，06 年底，我国塑料管材生产企业已达近 3000 家，但企业规模普遍较小，大多数企业年生产能力在 5,000 吨以下，而国外塑料管材生产企业生产经济规模年产量在 2 万吨以上。过度竞争导致行业毛利率持续下降，特别是近三年来原材料价格上涨因素的影响使大批中小塑料生产企业纷纷停产或半停产。有规模优势趁机扩大了市场分额。目前，公司与行业龙头凌云股份（600480）已经合计占有 PE 管材 70% 的市场分额。

国家在“十五”计划提出，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，形成一批品种齐全、规格系列配套、知名度较高、年产 3 万吨以上规模的企业，增强国际竞争力，这将促进我国管材行业的整合。

2.1.5 公司 PE 管材业务优势明显，未来将平稳发展

公司是我国北方最大的 PE 塑料管材和管件生产基地之一，也是国内最早经营通信用聚乙烯光缆、电缆护套管材的企业之一。公司目前排在行业第二位，仅次于行业龙头凌云股份（600480）。由于凌云股份（600480）侧重于燃气管的生产，而公司还生产给水管等业务，使公司 PE 管材的毛利率要略低于凌云股份。（600480）

公司产品竞争优势明显。

种类齐全。公司产品种类和规格齐全，能够满足不同客户的不同要求。公司通信管道系统产品有硅芯管、双壁波纹管、多孔管等三大系列 40 多种规格，公司可生产 PE63、PE80、PE100 3 个等级、各 23 个规格的燃气、给水管材，以及 5 大类 31 个品种 3000 多个规格的管件。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，为国通管业、宝硕股份等国内 10 多家企业提供过管件配套，而且是国内唯一能生产 $\Phi 630\text{mm}$ 型大口径管件的企业，从而能全面满足用户要求。

管件优势明显,带动管材业务。管道连接方式为管材加热后与管件直接融合，由于燃气管道产品用途的特殊性，对于安全性要求特别高，因此对生产企业配套要求很高，我国企业对管材的生产技术已经掌握，但管件的配套生产还有一定距离。管件的核心产品是电熔管件和 PE 球阀，这两种产品都是具有高科技含量的产品，国内生产存在着技术装备差、生产工艺落后，用于设计的数学模型不成熟、品种规格不全等问题，电熔管件及 PE 球阀等产品的生产还处于手工绕线或先注管件后挑槽埋线的落后工艺上，致使生产效率低下，成品率低且质量参差不齐，不能满足国内建设企业对 PE 高性能管件产品的需求。公司电熔管件及 PE 球阀的生产技术是通过引进欧洲二代技术后并自主开发的，目前产品技术已达到国际先进水平，PE 电熔管件及球阀质量达到德国、意大利、法国的产品标准，具有较强的国际市场竞争力。不同厂家的管材、管件配套后会有材质等的差异，连接效果远不如同一厂家的产品；而且，一旦出现事故，责任也难以认定，所以下游客户更倾向于购买配套能力强的企业的产品。**公司管件产品的优势也必将带动管材业务的发展。**公司的产品优势明显，我们认为公司未来将受益于行业不断整合的趋势，逐步扩大市场分额。

完善的营销网络和稳定的客户群体。公司在全国各主要城市建立了近 20 个办事处，营销网络较为完善。公司拥有一支优秀的营销队伍，建立了较为完善的激励机制，奖惩分明，充分调动了销售人员的积极性。公司不仅产品质量优良，而且特别注重售后服务质量，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。经过多年的经营，公司同国内 29 个省市的高速公路、铁路、广电、国防、水利、电力、燃气、市政建设等领域的 600 多家单位，以及中国电信、中国移动、中国联通、中国网通、中国铁通、中国石油、港华燃气、新奥燃气的总分公司建立了良好的合作关系。

未来 PE 管材业务将平稳发展

公司目前 PE 管材产品销售良好，几乎没有受到经济危机的影响，订单数量占公司产品 70%以上。公司未来两年 PE 管材生产能力还将不断扩张。而且，由于 PE 管材业务存在明显的销售半径问题，公司也在打算异地建厂，从而使 PE 管材业务更好的发展。

表 2：公司 PE 管材产品产能扩张状况

主要产品	2010E	2009E	2008 年	2007
PE 燃气管、给水管管材、管件	36000	36000	31000	20100
排水排污双壁波纹管	13000	13000	10,000	5,000
硅胶管管材	14000	14000	14000	14,000
其他产品	3000	3000	3000	3,000

资料来源：渤海证券

2.2. BOPA 薄膜业务：发展前景广阔

2.2.1 塑料在包装工业中成为需求增长量最快的材料

从近年来发表的数据看，塑料在包装工业中仍成为需求增长最快的材料之一。据美国 Freedonia 集团的统计分析和预测，美国包装领域中纸和塑料 1996-2001 年间平均增长率为 2.4%，其中纸板为 1.6%，塑料为 3.4%。据日本《包装技术》统计资料，日本塑料包装材料销售量在各类包装总销售量中所占比例为 15.4%，仍位于纸和纸板（57.5%）之后居第 2 位，木制品为 5.2%，其它为 0.7%。根据上述美、日的发展和预测，可以明显看出，21 世纪塑料包装材料将持续稳步增长，在包装材料领域中仍然充满勃勃生机，在保护商品、提高商品价值方面继续发挥积极作用。

高阻隔、多功能性塑料包装材料成为许多国家热点开发的包装材料，并已有部分产品投入了工业生产。这类材料包括高阴渗性、多功能保鲜性，选择透气性、耐热性、无菌（抗菌）性以及防锈、除臭、形状记忆、能再封、易开封性等塑料包装材料，其中以高阻渗性多功能保鲜、无菌包装材料等发展更为迅速，将成为 21 世纪初发展的重点。

2.2.2 BOPA 薄膜发展前景广阔

BOPA（双向拉伸尼龙）薄膜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。

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。因而，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。

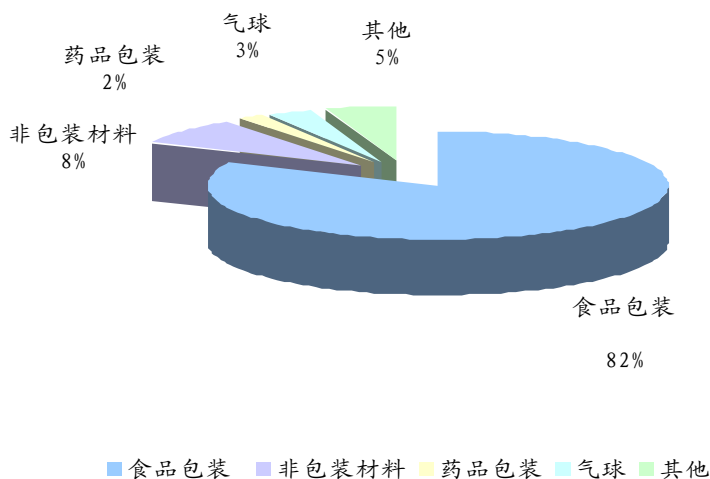
表 3: BOPA 薄膜下游应用

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
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、耐热分离膜等

资料来源：渤海证券研究所

BOPA 薄膜的研制开发始于 20 世纪 70 年代，目前世界 BOPA 薄膜的生产能力约 13 万吨/年，生产企业主要在日本，包括：三菱、宇部、旭化成、尤尼吉可、帝人等公司。此外，还有美国、英国、德国、韩国、中国等少数几个国家生产。目前，全球 BOPA 薄膜年消费量在 11 万吨到 13 万吨之间。日本和欧洲消费量均 4 万吨左右，亚洲其他国家和地区消费量不足 3 万吨。亚洲市场需求非常强劲，在其带动下，今后几年内全球对 BOPA 薄膜的年需求量增长率预计会在 10%左右。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、鲜肉、奶酪、香味食品及盖材等。而且 BOPA 用于食品复合包装是一种发展趋势。

图 5: 全球 BOPA 薄膜应用状况



资料来源：渤海证券

根据中国塑料加工协会统计，目前国内已有 12 家生产 BOPA 薄膜的企业，共有 16 条生产线，年设计生产能力 6.3 万吨，国内部分企业由于技术和成本原因处于停产或半停产状态，因此国内 BOPA 薄膜的设计产能未能有效实现，2007 年国内实际总产量仅为 3.9 万吨，其中高端 BOPA 薄膜产品产能仅为 1.35 万吨；国内 BOPA 薄膜年需求量约为 5 万吨，其中高端产品年需求量约为 2 万吨。高端产品仍处于供不应求的状况。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，年均复合增长率约为 25%。BOPA 薄膜在国际上发展较快，全球对 BOPA 薄膜的需求呈持续增长态势，预计未来 3-5 年内全球对 BOPA 薄膜的年需求量平均增长率预计在 11%左右，而中国由于经济正处于高速增长期，BOPA 薄膜年需求量增长速度将达到 15%。促进 BOPA 薄膜快速发展的原因主要有以下几个方面：

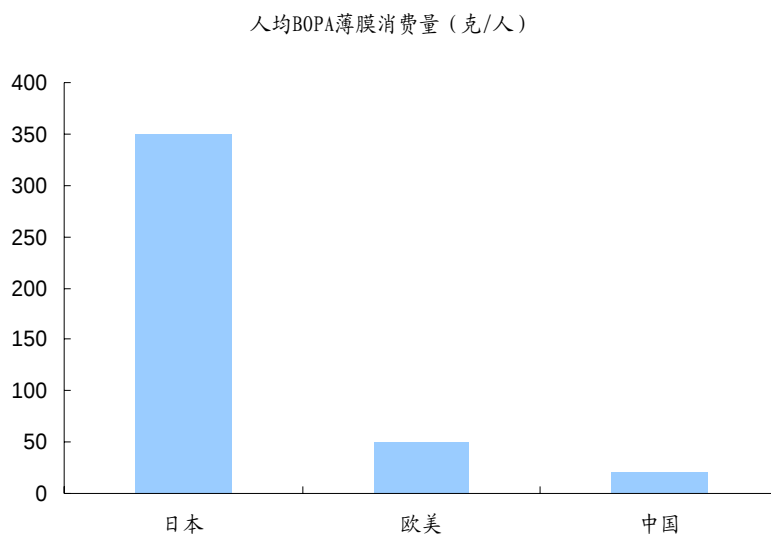
(1) 随着生活水平的不断提高，人们消费水平的逐步提升，食品、医药及医疗器械、机械电子产品、化工产品等行业的巨大发展也促进了薄膜包装市场的发展，而超市的普及和旅游业的发展，也为 BOPA 薄膜这种高档包装提供了很大的发展空间。

(2) 随着国家对食品安全认证的强制推行以及对食品卫生安全问题整治力度的不断加强，许多技术落后、生产规模较小、质量和安全不达标的包装材料生产企业正被逐步淘汰，从而提高了食品生产企业对 BOPA 薄膜高端产品的需求。

(3) 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、部分粮食的包装等。

(4) 我国 BOPA 薄膜人均使用量仅为 20 克/人，远不及日本及欧美。

图 6：我国人均 BOPA 薄膜消费量远不及欧美



资料来源：渤海证券研究所

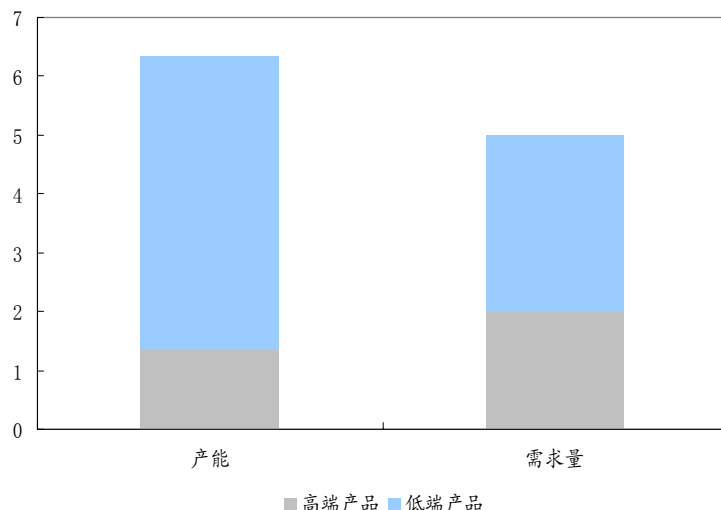
2.2.3 公司 BOPA 业务优势明显

08 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，开始涉足 BOPA 领域。目前公司 BOPA 薄膜产品有一条生产线，产能 4500 吨。目前公司 BOPA 产品销售状况较好，受金融危机影响较小。

BOPA 薄膜的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，同步拉伸法较具有竞争力。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。该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。生产出来产品较异步拉伸技术生产产品性能更稳定，同时产品的技术标准也高于国家标准。目前产品主要应用于高端日用消费品的外包装，我国高端 BOPA 薄膜产品产能仅为 1.35 万吨，而需求量约为 2 万吨，处于供不应求的状态。

图 7：我国 BOPA 薄膜供求状况



资料来源：渤海证券研究所

公司在 BOPA 薄膜领域的核心技术主要体现在技术团队对同步双向拉伸生产工艺的掌握上。2003 年公司引进一条法国 DMT 公司制造的年产 4,500 吨的同步双向拉伸 BOPA 薄膜生产线，依靠自有技术力量组织攻关团队对该生产线进行了大量技术改造和工艺改进，不仅试车成功并稳定生产，而且使产品质量较原设计方案有所提升，生产工艺的技术水平已达到同行业先进水平，从而成为国内首家掌握同步双向拉伸技术的企业。

目前国内共有三家公司掌握同步双向拉伸生产工艺，由于成本优势以及技术优势，公司在 3 家公司里是效益最好的。公司目前 BOPA 薄膜产品毛利率为 20%左右，而其他两家公司目前处于盈亏平衡的状态，公司将继续扩张产能，而另外两家公司尚无扩产计划。

表 4：同步双向拉伸生产工艺厂商对比

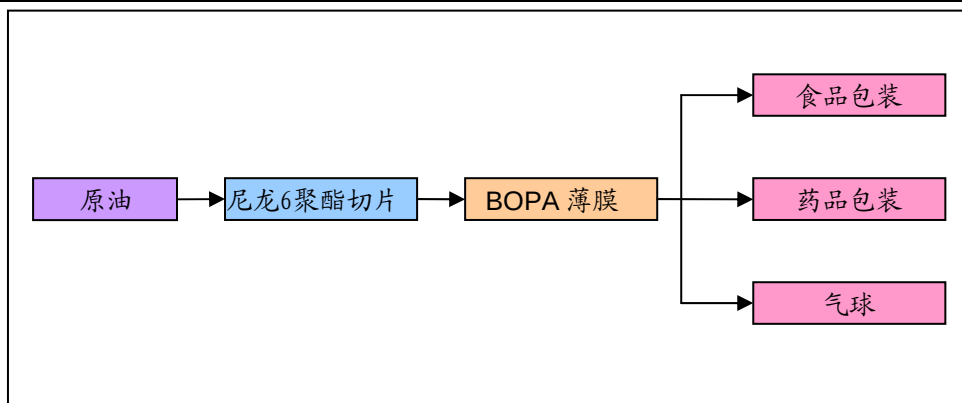
	产能（万吨）	技术来源	运行状况
沧州明珠	0.45	法国 DMT	技术过关、一级品率 98%以上，人工和固定成本较低
佛塑股份	0.45	法国 DMT	技术不过关，一级品率 70%左右
无锡尤尼吉可	0.45	日本尤尼吉可	有技术优势，但人工和固定成本较高

资料来源：渤海证券研究所

2.2.4 原料有保障

BOPA 薄膜主要原料为尼龙 6 聚酯切片，其最终上游为原油。尼龙 6 聚酯切片占该产品成本的 60%左右，公司从中石化等国内企业采购，并与中石化签订了限量不限价的合同，保证了原料的供应。

图 8: BOPA 薄膜产业链



资料来源：渤海证券研究所

2.2.5 BOPA 薄膜产能将不断扩张

公司目前 BOPA 薄膜产能 4500 吨，08 年 10 月，公司拟非公开发行股票数量区间为 1200 万股（含 1200 万股）至 1600 万股（含 1600 万股）发行价格不低于 7.68 元/股。募集资金用于投资建设年产 4,500 吨新型高阻隔包装薄膜（BOPA）项目。目前，该项目已经获得证监会批准。

预计 4,500 吨新型高阻隔包装薄膜（BOPA）项目将在 09 年底建成投产，公司 10 年 BOPA 薄膜销量将达到 7000 吨以上，项目建成后公司将成为 BOPA 薄膜子行业的龙头，公司 BOPA 业务未来两年将实现快速的发展。

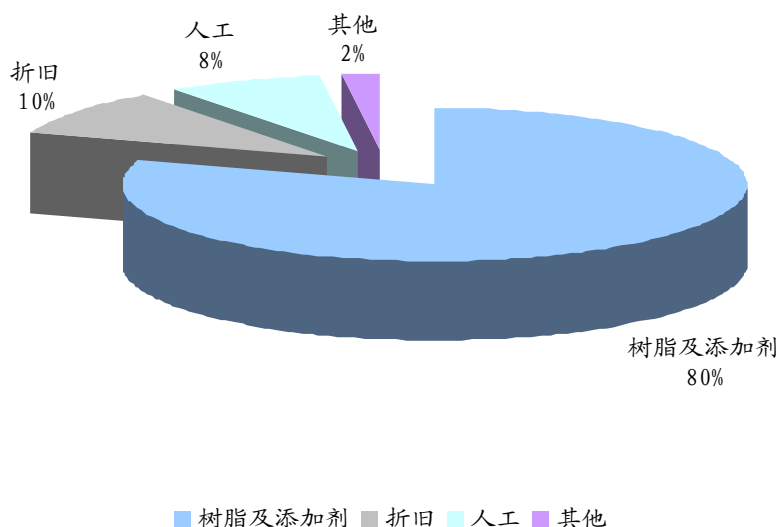
3. 公司主要风险

我们认为公司主要面临以下风险：

3.1. 原材料供应和价格变动的风险

公司生产所用的主要原材料为聚乙烯（PE）和尼龙 6 聚酯切片，占公司产品制造成本 80% 左右，因此聚乙烯（PE）和尼龙 6 聚酯切片价格是影响本公司盈利水平的重要因素之一，目前公司所需原材料部分来自进口。聚乙烯（PE）和尼龙 6 聚酯切片，属于石油化工行业下游产品，其价格受国际原油市场价格波动影响较大。

图 9：公司成本构成



资料来源：渤海证券

3.2. 市场竞争加剧风险

目前国家对塑料管材行业实行积极支持的政策，随着信息产业的进一步发展以及国家对基础建设的大力投资，我国塑料管材企业进入快速发展阶段，吸引了更多的企业加入，市场竞争日趋激烈，若公司不能在竞争中处于优势地位，将对公司的经营业绩带来一定的影响。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，市场面临逐步饱和而引发的行业内部市场竞争加剧的风险。

3.3. 产品质量风险

公司的主要产品硅芯管、（通信用）双壁波纹管等 PE 通信管道产品以及燃气、给水管材和管件等 PE 压力管道产品，与人们的生活息息相关，特别是燃气、给水管材和管件，直接关系到人们的卫生、健康乃至生命、财产安全，产品质量尤其重要，若公司产品出现重大质量问题或质量纠纷，将对公司生产经营产生重大影响。

4. 盈利预测

4.1. 盈利假设

- 预计公司 08-10 年 PE 管材分别实现销量：2.6、3.0、3.2 万吨，PE 管材业务实现平稳的增长。
- 随着募集项目的实施，公司 BOPA 薄膜产品未来两年将实现快速的发展：预计实现销量 0.43、0.45、0.7 万吨。
- 由于原料价格大幅下跌，预计公司 09-10 年各产品的毛利率有小幅回升。

表 5: 沧州明珠营业收入预测

营业收入预测		2007	2008E	2009E	2010E
燃气管、给水管、管件	销量(万吨)	1.83	2.60	3.00	3.20
	平均售价(元)	15795.59	16057.69	16000.00	15800.00
	销售收入(万元)	28905.93	41750.00	48000.00	50560.00
	吨成本	12928.69	13087.02	12800.00	12798.00
	销售成本	23659.50	34026.25	38400.00	40953.60
	毛利率	18.15%	18.50%	20.00%	19.00%
排水排污双壁波纹管	销量(万吨)	0.34	0.26	0.58	0.70
	平均售价(元)	11255.26	11019.23	10600.00	10600.00
	销售收入(万元)	3826.79	2865.00	2866.00	2867.00
	吨成本	10486.53	9696.92	4299.00	3522.31
	销售成本	3565.42	2521.20	2493.42	2465.62
	毛利率	6.83%	0.12	0.13	0.14
硅胶管	销量(万吨)	0.0397	0.14	0.40	0.60
	平均售价(元)	12969	12143	13000	13000
	销售收入(万元)	514.85	1,700.00	5,200.00	7,800.00
	吨成本	11482.32	10625.00	11310.00	11310.00
	销售成本	455.85	1,487.50	4,524.00	6,786.00
	毛利率	11.46%	12.50%	13.00%	13.00%
BOPA薄膜	销量(万吨)		0.43	0.45	0.70
	平均售价(元)		24581.40	23488.89	24,500.00
	销售收入(万元)		10570.00	10570.00	17,150.00
	吨成本		19665.12	18556.22	19110.00
	销售成本		8456.00	8350.30	13377.00
	毛利率		0.20	0.21	0.22
其他	销售收入(万元)	3323	4500	5000	4000
	销售成本	3220	4320	4750	3800
	毛利率	3.10%	4.00%	5.00%	5.00%

资料来源: 渤海证券研究所

4.2. 盈利预测结果

预计公司 08-10 年每股收益分别为 0.65、0.69、0.74 元。

表 6: 公司利润表预测

利润表(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	376	366	569	666	784
营业成本	313	309	465	538	636
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	16	14	23	27	31
管理费用	6	9	14	17	20
财务费用	7	6	10	15	16
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0

投资收益	0	0	4	5	5
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	34	28	60	75	86
营业外收支净额	0	-1	0	0	0
税前利润	34	26	60	75	86
减：所得税	3	3	11	15	21
净利润	31	23	49	60	65
归属于母公司的净					
利润	31	23	45	55	59
少数股东损益	0	0	5	5	6
基本每股收益	0.60	0.34	0.65	0.69	0.74
稀释每股收益	0.60	0.34	0.65	0.69	0.74

资料来源：渤海证券研究所

5. 估值与投资建议

5.1. 相对估值

目前，国内可比公司 09 年平均动态 PE 为 55.95 倍，公司 09 年动态 PE 仅为 20.43 倍，估值相对较低，而且公司成长性较好、盈利增长具有较强的稳定性，我们认为公司 09 年合理市盈率应该为 30 倍，公司合理价值为 20.7 元。

表 7：沧州明珠估值比较

公司	EPS			PE			PB
	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	
沧州明珠	0.64	0.69	0.74	22.03	20.43	19.05	3.27
凌云股份	0.38	0.40	0.43	23.70	22.55	20.98	4.25
佛塑股份	-0.25	0.04	0.06		131.50	87.67	2.40
国风塑业	0.02	0.10	0.13	246.50	49.30	37.92	1.93
平均				73.06	55.95	41.41	2.96

资料来源：渤海证券研究所

5.2. 绝对估值

表 8：绝对估值主要参数假设

名称	数值	备注
无风险利率	3.46%	7 年期国债到期收益率
风险溢价	6.00%	市场风险溢价
β	1.10	520 日收益率回归系数
权益要求收益率 R	9.46%	
债务成本 Kd	5.79%	
目标资产负债率	55%	
企业所得税	25%	
WACC	7.07%	

长期增长率 g	2.00%
---------	-------

资料来源：渤海证券研究所

表 9: FCFF 敏感性分析

		永续增长率 g				
	18.23	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
加权资本成本 WACC	5.57%	22.93	25.51	28.81	33.18	39.26
	6.07%	19.95	21.94	24.41	27.57	31.77
	6.57%	17.52	19.08	20.99	23.36	26.39
	7.07%	15.50	16.75	18.25	20.08	22.35
	7.57%	13.80	14.82	16.02	17.46	19.21
	8.07%	12.34	13.18	14.16	15.31	16.69
	8.57%	11.09	11.79	12.59	13.53	14.64

资料来源：渤海证券研究所

绝对估值空间为 14.82-23.36 元。综合两种估值结果沧州明珠合理价值 18 元。给予公司“买入”的投资评级。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 4、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2155-18
------------------------------------	-----------------------------------	-------------------------------------	--------------------------------------

商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
------------------------------------	----------------------------------	-------------------------------------	-------------------------------------

煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 2845 1705	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
----------------------------------	----------------------------------	-----------------------------------	----------------------------------

医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1653	房地产行业研究 周户 +86 105836 2155-26	有色行业研究 靳海明 +86 105836 2155-25
-----------------------------------	-----------------------------------	-------------------------------------	-------------------------------------

汽车行业研究 张立平 +86 105836 2155-24	电子信息行业研究 张晓亮 +86 105836 2155-21	机械行业研究 李新渠 +86 105836 2155-22	钢铁行业研究 马涛 +86 105836 2155-23
-------------------------------------	---------------------------------------	-------------------------------------	------------------------------------

建筑建材行业研究 唐笑 +86 105836 2155-27	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659
--------------------------------------	-------------------------------------	----------------------------------	--

转债与金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1808	债券研究 徐华 +86 22 2845 1808	宏观策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879
-------------------------------------	--------------------------------	----------------------------------	--------------------------------

博士后工作站:

资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293
--------------------------------------	---------------------------------------

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn