

湘财证券研究所
石油和化工研究小组

王 强

Tel: 021-68634518-8221

 Email: wq2835@xcsc.com

田 蓓

Tel: 021-68634518-8221

 Email: tb2848@xcsc.com

冯 舜

Tel: 021-68634518-8020

 Email: fs2855@xcsc.com
相关研究报告：

《公司深度报告-齐翔腾达 (002408)：把握甲乙酮每涨 1000 元提升业绩 4 毛的弹性》(2010.08.25)

《公司深度研究报告-广汇股份 (600256)：油气煤“三相”能源梦逐步拉开画卷》(2010.08.24)

《公司中报点评-沈阳化工 (000698)：受益丙烯酸酯价格上涨，关注渣油消费税免征》(2010.08.24)

《公司中报点评-海默科技 (300084)：合同延付近忧不足虑，未来业绩成长可期待》(2010.08.23)

《公司中报点评-中国石化 (600028)：2 季度环比炼油营销回升、化工下滑、勘探续主力》(2010.08.23)

《2010 年中期策略报告_石油化工行业-油价向上走、投资往上游》(2010.06.26)

《BP 墨西哥湾漏油的后续影响分析》(2010.06.23)

事件：

沧州明珠发布 2010 年半年报：上半年实现销售收入 5.34 亿元，同比增长 80.57%；营业利润 6,391 万元，同比增长 20.99%；实现归属于母公司净利润 4,806.45 万元，同比增长 27.85%；每股收益 0.29 元，符合我们预期。

点评：
□ BOPA 产能比 09 年初翻 4 倍，毛利率受竞争和异步拉伸产品影响而下降

随着今年 4 月公司募投项目“年产 4500 吨 BOPA 膜项目”开始试生产，公司 BOPA 薄膜产能由 2009 年初的 4500 吨翻了 4 倍至 18000 吨。公司去年中收购的德州东力为 2 条异步拉伸薄膜生产线，09 年贡献产量 2000 吨，预计今年能贡献全部产能；原有产能和募投项目为 2 条同步拉伸薄膜生产线，公司成为除日本尤尼吉可之外全球第 2 家能够集成同步拉伸尼龙薄膜生产线的企业，新募投项目预计今年能贡献产量约 2500 吨，预计公司全年 BOPA 产量将达 16000 吨。

新产能的释放使公司上半年 BOPA 薄膜业务收入大幅增长 271.8%，但薄膜制品毛利率下降 16 个百分点至 16%；我们认为一方面是 BOPA 薄膜产品市场竞争加剧的趋势显现、在原材料价格上涨的同时产品的销售价格下降，另一方面是异步拉伸薄膜与同步拉伸的分子排列不一样、德州产品价格低 2000 元左右、其产能释放拉低了 BOPA 业务的整体毛利率。

□ 上半年芜湖子公司 PE 项目投产，公司开始进军华东华中市场

公司芜湖子公司“年产 15000 吨 PE 管材项目”今年 4 月投产，加上沧州本部的 3.6 万吨产能，使公司 PE 管材产能增值 5.1 万吨；预计今年 PE 管材产量将达到 4.6 万吨左右，其中芜湖子公司 1.5 万吨产能将主要面向长三角和水运可及的长江流域；公司 PE 管业务将突破华北地区的 500 公里销售半径、进军华东华中地区；公司 PE 管材市场占有率达 35%，作为国内唯一同时拥有管材、管件、球阀认证、与凌云股份平分秋色的行业龙头，首次向全国布局迈出了坚实的第一步。

□ 未来关注公司在新型功能性薄膜的进展

公司准备未来利用在同步拉伸薄膜领域的优势开发锂电池隔膜、光学隔膜等新型功能性隔膜，已在实验室取得阶段性进展。

□ 投资策略：我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.69 元、0.83 元和 0.92 元，对应 PE 分别为 28.8 倍、23.9 倍和 21.5 倍(8 月 25 日收盘价 19.85 元)，给予 2010 年 30 倍 PE，目标价 20.7 元，首次给予“增持”评级。

□ 风险提示：竞争加剧和原材料价格上涨导致产品毛利率下降

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	73,020	82,611	137,380	158,340	164,300
净利润	59,939	59,772	107,252	124,071	128,598
EPS (元)	0.26	0.61	0.69	0.83	0.92
PE	76.4	32.6	28.8	23.9	21.5



表 1：主要假设

		单位	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
燃气、给水管、给水管件	产能	吨	52,125	58,562	82,800	94,350	96,900
	销量	吨	35,000	46,000	51,000	51,000	35,000
	单价	元/吨	16,732	18,000	18,500	19,000	16,732
PE 双壁波纹管	产能	吨	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
	销量	吨	2,000	3,000	4,000	5,000	2,000
	单价	元/吨	9,689	10,000	10,000	10,000	9,689
硅芯管	产能	吨	9,000	9,000	9,000	9,000	9,000
	销量	吨	1,500	2,000	2,500	3,000	1,500
	单价	元/吨	11,682	12,000	12,000	12,000	11,682
BOPA 薄膜	产能	吨	13,500	18,000	18,000	18,000	13,500
	销量	吨	6,500	16,000	18,000	18,000	6,500
	单价	元/吨	29,498	30,000	31,000	32,000	29,498

资料来源：公司报告，湘财证券研究所

表 2：分业务盈利预测

		单位	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
燃气、给水管、给水管件	销售收入	万元	52,125	58,562	82,800	94,350	96,900
	营业成本	万元	43,099	42,107	62,100	71,706	74,613
	毛利率	%	17.3%	28.1%	25.0%	24.0%	23.0%
PE 双壁波纹管	销售收入	万元	4,507	1,938	3,000	4,000	5,000
	营业成本	万元	3,641	1,604	2,700	3,600	4,500
	毛利率	%	19.2%	17.2%	10.0%	10.0%	10.0%
硅芯管	销售收入	万元	1,732	1,752	2,400	3,000	3,600
	营业成本	万元	1,476	1,083	1,560	1,950	2,340
	毛利率	%	14.8%	38.2%	35.0%	35.0%	35.0%
工程服务	销售收入	万元	222	84	80	90	100
	营业成本	万元	138	52	52	59	65
	毛利率	%	38.0%	38.5%	35.0%	35.0%	35.0%
BOPA 薄膜	销售收入	万元	13,530	19,174	48,000	55,800	57,600
	营业成本	万元	10,721	13,958	39,840	45,756	46,080
	毛利率	%	20.8%	27.2%	17.0%	18.0%	20.0%
主营业务合计	销售收入	万元	72,447	81,516	136,280	157,240	163,200
	营业成本	万元	59,353	58,807	106,252	123,071	127,598
	综合毛利率	%	18.1%	27.9%	17.0%	18.0%	18.0%

资料来源：公司报告，湘财证券研究所

表 3：利润表

(万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	73,020	82,611	137,380	158,340	164,300
营业成本	59,939	59,772	107,252	124,071	128,598
营业税金及附加	235	334	550	633	657
销售费用	3,376	5,470	8,930	9,500	9,037
管理费用	1,771	2,853	4,121	4,434	4,272
财务费用	1,794	1,327	2,748	2,850	2,957
资产减值损失	501	81	200	300	300
投资净收益	0	306	600	600	600
营业利润	5,403	13,079	14,180	17,152	19,079
营业外收入	57	157	200	200	200
营业外支出	245	593	100	100	100
利润总额	5,215	12,644	14,280	17,252	19,179
所得税	377	1,600	2,142	2,588	2,877
净利润	4,838	11,044	12,138	14,664	16,302
少数股东权益	487	836	607	733	815
归属母公司净利润	4,351	10,208	11,531	13,931	15,487
摊薄后 EPS (元)	0.26	0.61	0.69	0.83	0.92

资料来源：公司报告，湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。