

薄膜管材比翼双飞，沧州明珠愈加璀璨

沧州明珠(002108) 评级: 买入(首次)

股价: 19.46 元

目标价位: 27.6 元

深度报告

2010 年 11 月 17 日

星期三

汽车与新能源小组

分析师: 吴文钊

021-50586660-8617

wwz@longone.com.cn

执业证书编号: S0630210070003

联系人: 朱晓明

021-50586660-8615

zxm@longone.com.cn

机构销售: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	1.68
流通股本(亿股)	1.65
总市值(亿元)	32.69
流通市值(亿元)	32.11

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	19.09	23.39
3 个月	1.19	-8.23
6 个月	39.09	20.83

个股相对深圳成指走势图



投资要点

- **管材业务配套齐全，继续受益基础设施建设。**公司 PE 管业务具有行业内最为齐全的配套能力(涵盖管材、管件、球阀)，未来将继续受益我国城镇化建设、新农村建设以及西气东输工程建设。公司今年管材管件产量预计为 4.6 万吨，明年收购的芜湖项目实现满产，总产能为 5.1 万吨。公司未来仍有可能通过收购或其他方式异地建厂，扩大产销规模。
- **BOPA 薄膜产能迅速增长，同步拉伸技术全球领先。**目前我国 BOPA 薄膜需求量为 5 万吨，未来 5 年将继续保持 15% 左右的增长速度。鉴于公司在同步拉伸 BOPA 薄膜独创的技术工艺优势以及优异的产品性能，公司将独占鳌头，充分受益该领域的需求增长。公司同步拉升 BOPA 募投项目上半年已投产，全年产量将达 3000 吨，明年可满产达 4500 吨，加上已有原有生产线，公司今年同步法 BOPA 产量可达 7500 吨，异步法可达 6000 吨，2011 年同步法、异步法均可达 9000 吨左右。
- **进军动力电池隔膜领域。**公司已投资开展锂电池隔膜研究，研究工作已持续一年左右，公司将在这一块进行持续投入。鉴于公司在同步拉升 BOPA 领域显示的强大技术创新能力以及隔膜与薄膜的相关性，我们认为公司有望在隔膜领域取得成功。
- **盈利预测及评级。**我们预计 10 年、11 年、12 年的 EPS 分别为 0.71、0.92、1.14。参考塑料管材行业同类公司估值，我们给予公司 11 年 30 倍的市盈率，目标价 27.6，首次给予“买入”评级。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	826.11	1183.30	1540.90	1824.00
同比 (%)	13.13%	43.24%	30.22%	18.37%
归属母公司净利润	102.08	118.39	154.23	191.36
同比 (%)	134.59%	15.98%	30.28%	24.07%
毛利率 (%)	27.65%	22.74%	22.75%	22.81%
ROE (%)	21.10%	19.74%	22.26%	22.90%
每股收益(元)	1.04	0.71	0.92	1.14
PE	8.21	28.92	22.20	17.89

目录

1. 公司概况:PE 管材、BOPA 薄膜是公司两大主业	3
2. PE 管材业务持续景气	4
2.1 PE 管材市场前景广阔	4
2.2 燃气管道业务将受益于燃气管网完善和城镇化建设	6
2.3 给水管业务是未来发展重点	8
2.4 公司 PE 管材业务具有显著竞争优势	8
3. BOPA 薄膜业务保持快速增长	9
3.1 BOPA 薄膜在包装领域优势明显, 市场潜力巨大	9
3.2 国内 BOPA 薄膜需求增速超过 15%	10
3.3 同步拉伸优势助力公司 BOPA 薄膜独步武林	11
4. 电池隔膜-未来的希望	12
5. 盈利预测	12

图形目录

图 1.公司控股和参股公司业务	3
图 2.公司 2010 年上半年收入构成	3
图 3.公司 2010 年上半年营业利润构成	3
图 4.公司主营业务收入和毛利率变化(单位:百万元)	4
图 5.我国塑料管材年产量增长迅速	5
图 6.七个国家近年塑料管产量比较(单位:万吨)	6
图 7.我国主要燃气管道示意图	6
图 8.我国城镇化率预测	7
图 9.我国城市三大管道增长(单位:万公里)	7
图 10.城市天然气管道长度迅速攀升(单位:公里)	8
图 11.日本 BOPA 薄膜主要用途	9
图 12.我国速冻米面食品和软包装饮料快速增长(单位:千吨,左轴:速冻米面,右轴:软饮料)	10
图 13.全球薄膜需求量(单位:吨)	10
图 14.我国 BOPA 薄膜市场需求复合增长率为 21%	10

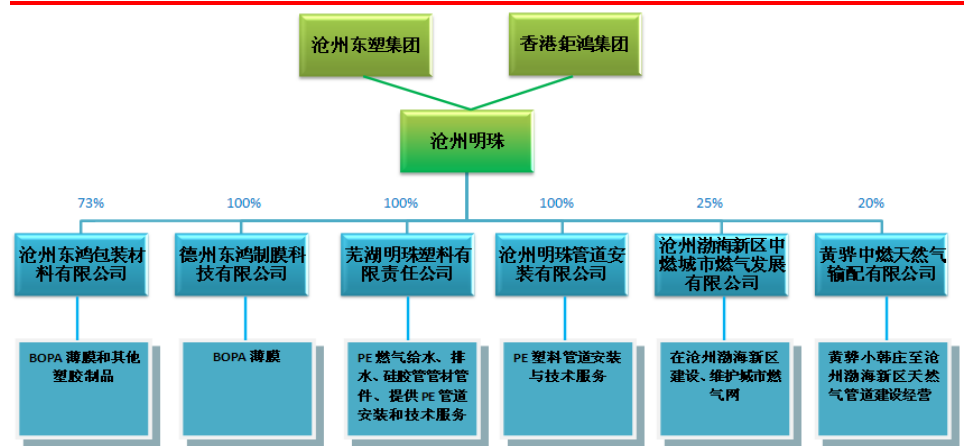
表格目录

表 1.我国塑料管材应用领域分布(2007,单位:万吨)	4
表 2.2009 年在建天然气输送管道	7
表 3.BOPA 特性所对应的效果及所对应的用途	9
表 4.同步拉伸和异步拉伸的区别	11
表 5.公司 BOPA 薄膜产能扩张(单位:吨)	11
表 6.隔膜生产工艺对比	12
表 7.公司产能产量预测	13
表 8.可比公司估值表(单位:亿股/亿元/元,2010-11-12)	13

1. 公司概况:PE 管材和 BOPA 薄膜领先企业

沧州明珠由河北沧州东塑集团和钜鸿集团（香港）等发起成立，是国内最大的塑料管道和 BOPA 薄膜专业生产企业之一，主要生产燃气、给水、排水、通信用 PE 管材管件和 BOPA 薄膜制品，以及 PE 双壁波纹管 and 硅芯管，同时提供 PE 管道的安装与技术服务。公司目前控股和参股公司如下所示：

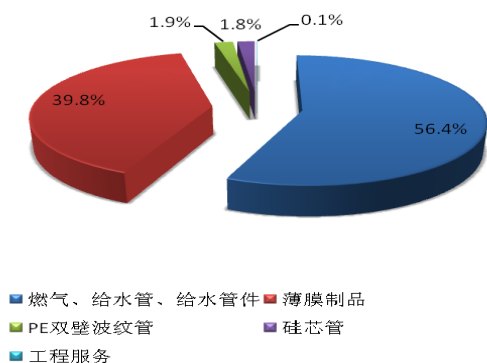
图 1.公司控股和参股公司业务



资料来源：公司公告，东海研究所整理

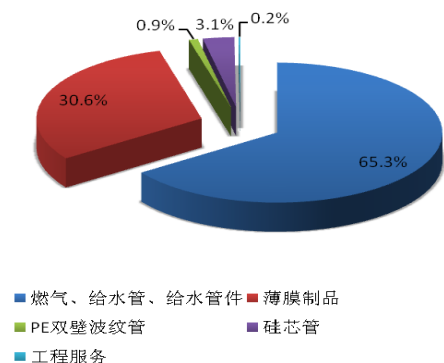
公司 PE 燃气管材管件业务稳定增长，BOPA 薄膜业务实现了快速增长。2010 年上半年管材业务占主营业务收入的 60.1%，薄膜业务占主营收入的 39.8%，比 2009 年底提高了近 17 个百分点。管材业务占营业利润 66.4%，薄膜业务占营业利润的 30.6%，相比 09 年的 22.97%增长了 8 个百分点左右。主要因为公司 BOPA 薄膜产能的扩大,销量上升所致。

图 2.公司 2010 年上半年收入构成



资料来源：公司公告

图 3.公司 2010 年上半年营业利润构成

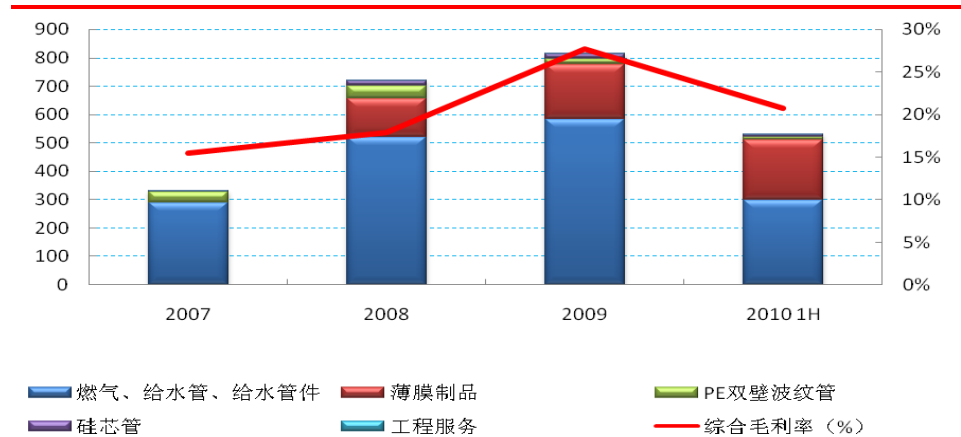


资料来源：公司公告

公司主营业务收入呈稳步增长态势，PE 管材管件业务每年都有所增长，薄膜业务方面，在 2008 年收购了东鸿包装材料 73%的股权后，2009 年公司又募投了一条 BOPA 薄膜生产线，并全资收购了德州东鸿制膜子公司，目前薄

膜业务在公司营业收入中占比不断提高。

图 4.公司主营业务收入和毛利率变化 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告

2. PE 管材业务持续景气

2.1 PE 管材市场前景广阔

塑料管材是以 PE（聚乙烯）、PVC（聚氯乙烯）、PP（聚丙烯）等化工产品及部分金属为主料，运用塑料挤出成型技术、注塑成型技术、塑料金属复合技术、复合高分子材料技术加工、生产而成。与传统管材相比，塑料管材具有优异的物理性能、耐腐蚀、韧性好、流通能力强、低温抗冲击性好，耐磨安装维修方便等优势以及基于此形成的经济效益优势，广泛应用于燃气输送、城市供水、排水、污水处理、建筑供排水、公路铁路排水、村镇建设、农业排灌等工业和农业领域。从我国的塑料管材应用领域分布来看，主要是城乡室外给水管（25%），其次是埋地排水管（16%）和护套管（16%）和建筑排水管（13.5%）和给水管（12.5%）等。

表1. 我国塑料管材应用领域分布（2007，单位：万吨）

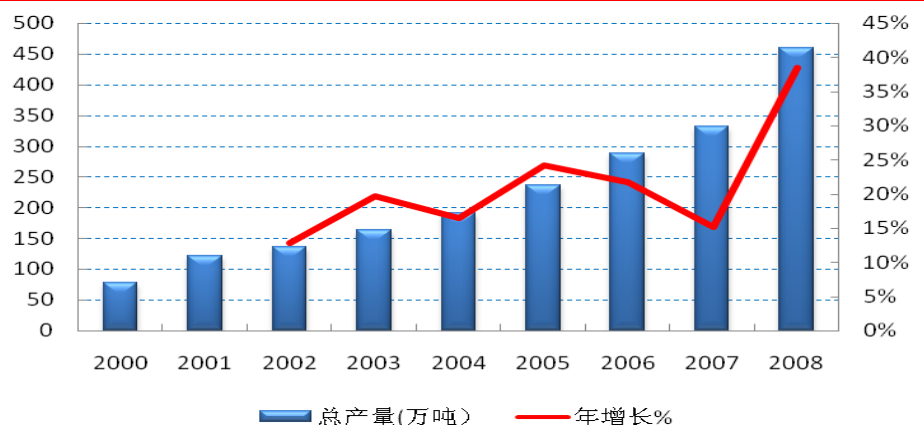
分类	总量	比例	PE	PVC	PP	GRP	其他
室外给水	83	25%	30	42	3	8	-
建筑给水	40	12.5%	12	5	22	-	1
燃气用管	10	3%	10	-	-	-	-
建筑排水	46	13.5%	1.5	44	0.5	-	-
埋地排水	53	16%	20.5	26.5	1	5	-
护套管	53	16%	25	25	3	-	-
农业用管	22	6.5%	10	11	1	-	-
工业用管	25	7.5%	5	5	3	8	4
总计	332	100%	114	158.5	33.5	21	5

资料来源: 北京塑料工业协会

世界各国在现代化进程中的历史经验表明，塑料管材的发展速度均超过同期经济发展速度，用塑料管材代替传统管材是历史发展的趋势。即使在塑料管网密布的发达国家，塑料管材的应用量仍在逐年增长，1986 年欧洲塑料管总用量为 213.4 万 t，1998 年增长到 346.5 万 t，年均增长率为 5.2%，超过同期国民经济增长速度。近 10 年来，国际上塑料管材的一个明显发展趋势是给水及输气 PE 管发展势头迅猛。自 1998 年慕尼黑国际煤联 LGU 配气委员会会议一致推荐用 PE 埋地燃气管道作为配输管以来，经世界各国 10 余年研究开发，PE 管道已发展成多品种、多应用领域管材。统计资料表明，PE 管道应用每年以 10%-15% 速度上升。

在过去 10 年中，中国塑料管市场年均增长率为 24%，其中 2008 年为 459.3 万吨比 2007 年的 332 万吨增长了 38.4%，远远高于全球 5% 的增长速度，这其中 PVC 管占 55%，PE 管占 40%。预计未来 5 年，我国塑料管材还将保持 15% 以上的增长率。

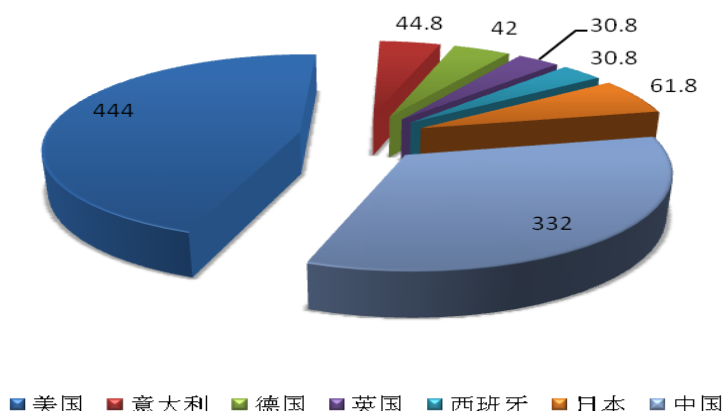
图 5. 我国塑料管材年产量增长迅速



资料来源：中国轻工业信息中心

IAL 咨询公司发布对欧洲 15 个发达国家塑料管人均用量的调研报告显示：发达国家人均塑料管材用量为 6.34 公斤，若按此测算，我国 14 亿人口需要塑料管材为 887.6 万吨，我国 2008 塑料管材产量为 459.3 万吨，按每年 15% 的增长率来算，我国塑料管产量进入稳定期将在 2013 年以后。

图 6.七个国家近年塑料管产量比较 (万吨)



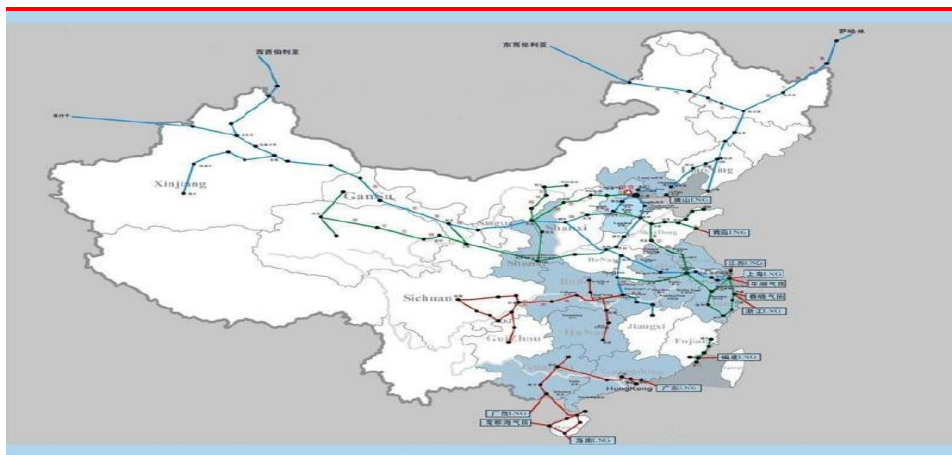
资料来源: 欧洲 4 国的产量根据 KWD globalpipe 175 中 AMI 报告的 2004 年数据; 美国的产量根据 Freedonia group, Inc. 的 2006 年数据。日本的产量根据 JPIF 日本塑料工业联合会 2007 年统计资料。

2.2 燃气管道业务将受益于燃气管网完善和城镇化建设

当前, 天然气在全球能源消耗中所占比例越来越大。我国从新世纪开始就明确要充分利用本国的天然气资源, 大幅度提高天然气在我国能源中的比例, 特别是城市能源中大部分要转换成天然气。天然气消费市场已经扩展到全国 200 多个地级及以上城市, 截止 2009 年底, 全国城市燃气天然气消费量 213 亿 m^3 , 占天然气消费总量的 24%。

到 2009 年底, 我国已建成的天然气管道长度已达 3.8 万公里, 初步形成了以西气东输、川气东送、西气东输二线(西段)以及陕京线系统、忠武线等管道为骨干, 兰银线、淮武线、冀宁线为联络线的国家级基干管网。西气东输管网已成为我国长三角、环渤海两大经济圈的主要供气源, 输送的天然气占我国新增天然气消费量的 50%。而今年开工建设的引进中亚天然气的西气东输三线, 将进一步完善我国的能源“动脉”网, 燃气管网建设仍将快速增长。

图 7. 我国主要燃气管道示意图



资料来源: 东海研究所整理

表2. 2009 年在建天然气输送管道

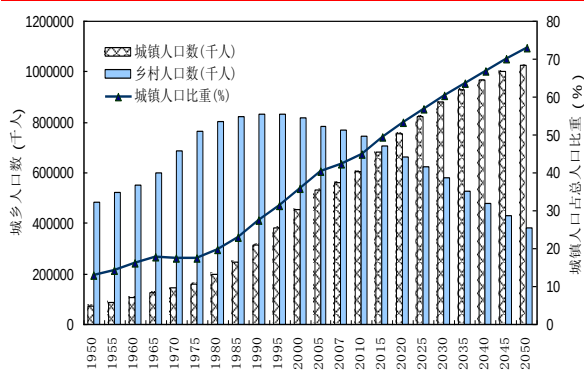
项目名称	长度(公里)	规划
西气东输二线	8704	西段 2008 年 2 月开工建设, 2009 年 12 月建成投产; 东段 2009 年 2 月开工建设, 计划 2010 年建成投产
陕京三线	1002	2009 年 5 月开工建设, 计划 2010 年底建成投产
榆林—济南管道	1012	2008 年 11 月 18 日开工建设, 预计 2010 年底全线建成投产
秦皇岛—沈阳输气管道	480.4	2009 年 5 月 28 日开工建设, 计划 2010 年 10 月建成投产
泰安—青岛—威海天然气管道	1024	泰安—青岛段于 2009 年 9 月 28 日开工, 计划于 2011 年 6 月建成投产
江都—如东天然气管道	276.1	2009 年 5 月 17 日开工, 计划 2010 年底建成投产

资料来源: 东海研究所整理

根据规划, 我国到 2015 年天然气管道总长度将接近 10 万公里, 其中主干道和支干道将达到 2.5-3 万公里。天然气干线管道需要承受一定的压力, 故一般使用钢管。燃气输送到城市后, 由于压力的降低, 可以转换成塑料燃气输送管, 以节省消耗。公司的生产的 PE 燃气管材即是天然气进入城市以及连接千家万户所必须的产品。

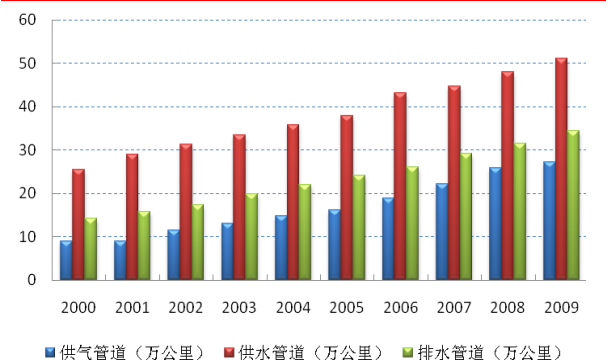
我国经济持续高速增长, 城镇化发展越来越明显, 我国城镇化率 2009 年到达 46.6%, 按城镇人口占总人口比重平均每年上升 1 个百分点来基数按, 到 2030 年, 我国的城镇化率将达到 65%, 基本实现城镇化任务。也就是说, 在未来 20 年, 中国还将处在城镇化快速推进的时期。受益于城镇化的发展, **住宅建设和市政建设的规模将会超越以往**, 这需要大量的城市给水排水, 燃气管道的支持。今后中国 70% 的城市燃气管, 70% 的城市供水管道都将采用塑料管道。

图 8. 我国城镇化率预测



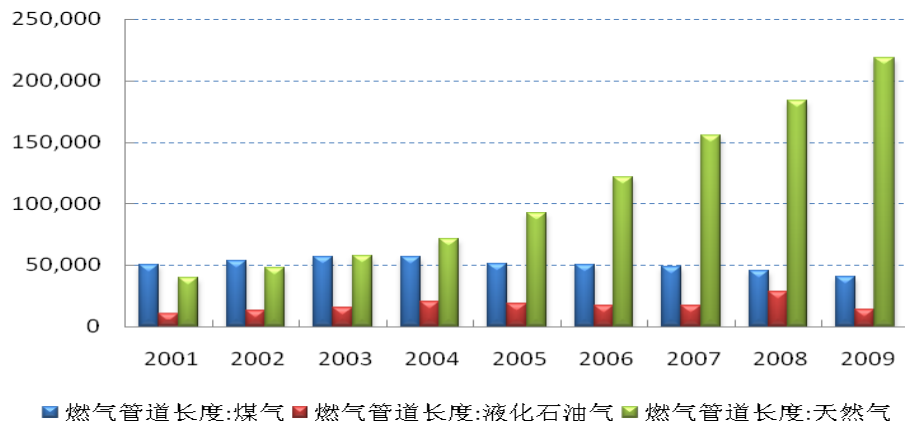
资料来源: 国家统计局, UN. World Urbanization Prospects, the 2007 Revision. UN, New York, 2008

图 9. 我国城市三大管道增长 (单位: 万公里)



资料来源: 国家统计局

图 10 城市天然气管道长度迅速攀升 (单位: 公里)



资料来源: CEIC

2.3 给水管业务是未来发展重点

公司将加大给水管业务的拓展, 给水管和燃气管的生产设备相同, 但是要求比燃气管略低, 两者生产线可以共享。给水管市场将受益于南水北调和城市供水管网的建设。“十一五”规划要求加强城市供排水、燃气管网的改造和建设, “十二五”规划将会在“十一五”建设基础上更有效得推进给排水网和燃气管网建设。

目前很多城镇的给水管泄漏率高, 据住建部对 76 个城市 7671 公里给水管网调查结果显示泄漏率高达 25-30% (北京塑料工业协会), 若采用塑料管材链接, 特别是 PE 管材的熔融连接, 将彻底改变泄漏率, 因此, 城镇给水网络将越来越多使用塑料管材。

过去管道供水在我国农村建筑配置中较少, 最近一次抽样调查显示目前农村住宅有管道供水仅占 1/2。在我国各地“新农村”的建设中, 为配合农村饮水工程, 农村建筑供水管道将形成一个很大市场。2007 年国务院批准的《全国农村饮水安全工程“十一五”规划》要求力争在 2015 年前, 基本解决农村饮水安全问题, 规划要求的解决 1.6 亿农村人口的饮水安全问题, 这需要大量的给水管网投资。一般情况下, 给水管网投资占工程投资的 30%-50%, “十一五”期间农村供水工程需求塑料管材 190-325 亿元, 折算成重量大概为 120-210 万吨塑料管材。

2.4 公司 PE 管材业务具有显著竞争优势

公司是全国唯一一家拥有目前公司 PE 管道特种许可证、卫生许可证和压力管道安装许可证的企业, 并且配套齐全 (涵盖管材、管件、球阀), 能够为客户提供一体化的配套服务。

- ◆ 公司在燃气管道业务这一块已经与业内龙头凌云股份平均分享燃气管材 60%-70% 的市场份额。经过多年发展, 公司与 29 个省市的高速公路、电

信、石油、铁路、国防、市政建设等领域的企业和单位、各大燃气供应商建立了良好的合作伙伴关系。

- ◆ 公司具有业内最全的管材管件配套能力，管材业务最主要的难点是各种不同要求的连接管件，公司拥有 3000 多套模具设备，能够满足不同客户的个性化需求。
- ◆ 公司拥有全资的管道安装和技术服务工程公司，除了在产品上全面覆盖外，还能为客户提供一体式的服务，增强了公司产品的竞争实力。
- ◆ 目前公司总部 PE 管材产能 3.6 万吨，公司收购获取的芜湖 PE 管项目今年 3 月份已投产，全年产量将达 1 万吨左右，2011 年可满产 1.5 万吨，届时公司 PE 管材总产能可为 5 万吨左右。
- ◆ 公司收购芜湖项目主要是为了进一步扩大市场份额，克服产品销售半径 500 公里的限制。公司未来仍有可能继续通过收购或其它方式在异地建厂，实现产销规模的继续扩大。

3. BOPA 薄膜业务有望保持快速增长

3.1 BOPA 薄膜在包装领域优势明显，市场潜力巨大

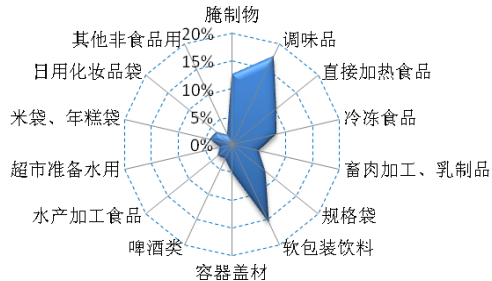
BOPA 指双向拉伸尼龙薄膜，是生产各种复合包装材料的重要材料，目前成为继 BOPP、BOPET 薄膜之后的第三大包装材料。与其他薄膜相比，BOPA 薄膜比 PE、BOPP 薄膜具有更高的强度，比 EVOH、PVDC 薄膜具有低成本和环保方面的优势，是食品保鲜、保香的理想材料，特别适合于冷冻、蒸煮、抽真空包装，且无毒无害。

表3. BOPA 特性所对应的效果及所对应的用途

特性	效果	用途
氧气隔绝性	产品长久保鲜	真空食品包装
香气隔绝性	产品长久留香	袋装奶，调料包
良好的光彩和极大透明度	产品包装美观，安全	洗衣粉外包装等
良好的拉伸强度，阻穿刺和抗撕裂性	良好的包装强度	冷冻食品包装
良好的耐热性	适合灭菌过程	蒸煮食品、医用品包装

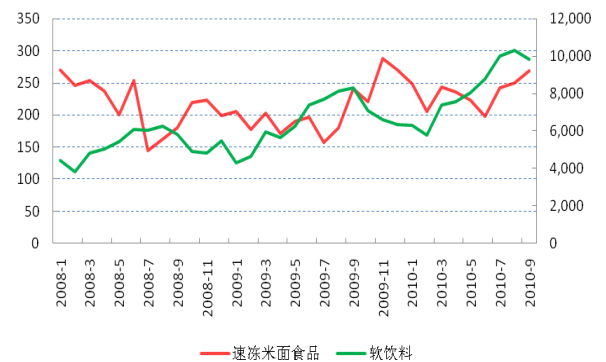
资料来源：东海证券研究所整理

图 11.日本 BOPA 薄膜主要用途



资料来源：《双向拉伸尼龙薄膜简述》

图 12.我国速冻米面食品和软包装饮料快速增长（单位：千吨，左轴：速冻米面，右轴：软饮料）



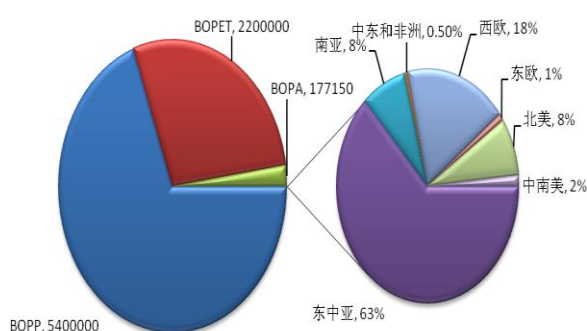
资料来源：CEIC

目前 BOPA 薄膜主要应用领域为食品包装（含蒸煮、冷冻及普通食品包装）、化工产品包装（含化妆品、洗涤剂、香波、吸气剂等产品的包装）、医疗及医疗器械包装、机械电子产品包装等。我国 BOPA 薄膜目前主要用于洗衣粉、食品、化妆品和医药等包装。随着人们生活水平和消费水平的逐步提升提高，BOPA 薄膜在我国的应用领域将更趋于广泛。以日本的 BOPA 薄膜应用领域为参照结合我国人民的生活习惯，腌制物、调味品、软包装饮料、直接加热和冷冻食品会是未来我国 BOPA 薄膜应用新的增长点。

3.2 国内 BOPA 薄膜需求增速超过 15%

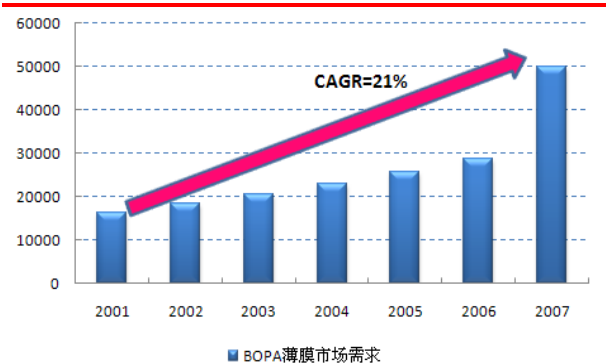
全球对 BOPA 薄膜的市场需求量每年增长率平均为 11%，2010 年，全球 BOPA 薄膜需求量大概为 17 万吨，其中东亚和中亚就占 63%的需求，为 10.71 万吨。我国 2001 年 BOPA 薄膜市场需求为 1.63 万吨，而到了 2007 年已经上升至 5 万吨，复合增长率超过 21%。目前我国 BOPA 薄膜市场需求为 5.5 万吨左右。预计未来 5 年国内对 BOPA 薄膜的市场需求还将以 15%左右的速度递增。

图 13.全球薄膜需求量（单位：吨）



资料来源：food productiondaily.com

图 14.我国 BOPA 薄膜市场需求复合增长率为 21%



资料来源：东海证券研究所

3.3 同步拉伸优势助力公司 BOPA 薄膜独步武林

同步法和异步法是 BOPA 薄膜的两种拉伸工艺，两者的主要区别在于薄膜纵向和横向拉伸是否同时进行。相比异步拉伸薄膜，同步拉伸的薄膜质量更好，品质均衡性优良，且抗张强度和弹性模量高，具有良好的韧性和抗撕裂性，因此特别适用于真空包装和多色套印、高精度彩色印刷包装等高端领域。异步法的 A 品率一般为 50% 左右，而同步法如果工艺得当，可以达到 95% 以上的 A 级品率。

表4. 同步拉伸和异步拉伸的区别

项目	同步法	异步法
拉伸方法	纵、横向拉伸同时进行	纵、横向拉伸分步进行
工艺	复杂	简单
拉伸温度	高	低
薄膜质量	很好	好
品质均衡性	好	差
抗张强度 (N/mm ²)	350	250
弹性模量 (N/mm ²)	3700	3400

资料来源：东海研究所整理

公司的同步拉伸 BOPA 薄膜具有独创的技术工艺优势以及优异的产品性能，在引进法国 DMT 公司的同步 BOPA 薄膜生产线后，依靠自己的力量开启生产设备，是国内首家通过自主研发，全面掌握 BOPA 薄膜同步拉伸核心技术的企业。目前国内一共仅有 4 条同步拉升 BOPA 生产线，公司占其中两条，佛塑股份有一条但一直未正常运转，无锡日资企业尤尼吉可的一条生产线由于不具备成本优势，已不打算再继续扩产。因此，公司将独占鳌头，充分受益该领域的需求增长。

表5. 公司 BOPA 薄膜产能扩张 (单位：吨)

	2010	2011
同步拉伸 (2 条)	4500+3000=7500	9000
异步拉伸 (2 条)	6000	9000

资料来源：东海证券研究所

公司同步拉升 BOPA 募投项目今年 4 月已经投产，预计全年产量将达 3000 吨，明年可满产达 4500 吨，加上已有原有的一条生产线，公司今年同步法 BOPA 产量可达 7500 吨。2009 年收购的德州 2 条异步生产线已顺利运营中，公司正在不断提高管理效率，力争使这 2 条生产线发挥出更大的效益。预计今年异步法产能可达 6000 吨。2011 年同步法、异步法均可达 9000 吨左右。目前公司同步拉伸 BOPA 薄膜的 A 级品率达到 95% 以上。同步拉伸和异步拉伸法相结合将有助于公司抢占 BOPA 薄膜高中低档各个细分市场。

4. 电池隔膜-未来的希望

在锂离子电池的结构中，隔膜是关键的内层组件之一，隔膜采用多孔塑料膜制成，可隔离电池正负极，防止出现短路；还可以在电池过热时，通过闭孔功能来阻隔电池中的电流传导。隔膜越薄，孔隙率越高，电池的高倍率放电性能就越好，其内阻越小，能提高电池的综合性能。

目前市场化的锂离子电池隔膜主要是以聚乙烯、聚丙烯为主的聚烯烃隔膜，包括单层 PE、单层 PP，三层 PP/PE/PP 复合膜。现有的聚烯烃隔膜生产工艺可分为干法和湿法两大类，同时干法又可细分为单向拉伸工艺和双向拉伸工艺。一般来说，湿法工艺生产的隔膜产品品质均匀，可以得到更高的孔隙率和透气性，可以满足新能源汽车动力电池的要求。

表6. 隔膜生产工艺对比

工艺	工艺方法	产品特征	生产厂家
干法 单向 拉伸	通过生产硬弹性纤维的方法，制备出低结晶度的高取向聚丙烯或聚乙烯薄膜，在高温退火获得高结晶度的取向薄膜。这种薄膜先在低温下进行拉伸形成银纹等微缺陷，然后在高温使缺陷拉开，形成微孔	生产单层 PP、PE 以及三层 PP/PE/PP 复合膜。这种方法生产的隔膜具有扁长的微孔结构，由于只进行单向拉伸，隔膜的横向强度比较差	美国 Celgard 公司、日本 UBE 公司
干法 双向 拉伸	通过在聚丙烯中加入具有成核作用的 β 晶型改进剂，利用聚丙烯不同相态间密度的差异，在拉伸过程中发生晶型转变形成微孔。	生产单层 PP 膜	河南新乡格瑞恩、新时科技
湿法	将高沸点小分子作为致孔剂添加到聚烯烃中，加热熔融成均匀体系，然后降温发生相分离，拉伸后用有机溶剂萃取出小分子，可制备出相互贯通的微孔膜材料	主要用于单层的 PE 隔膜。用湿法双向拉伸方法生产的隔膜由于经过了双向拉伸具有较高的纵向和横向强度	日本旭化成、东燃及美国 Entek

资料来源：东海研究所整理

锂离子电池隔膜在电池组件中占有相当重要的地位，目前，隔膜的毛利率在 60%-70%，国内锂电池企业对隔膜的需求量为 1.2 亿 m^2 ，国产化率仅为 20%，国内生产的隔膜主要应用于小型的锂电池，对新能源汽车所需的动力电池隔膜还未能生产。技术难度主要体现在：1.微孔制造工艺。2.基体材料的制造。3.隔膜的拉伸工艺。

公司投资开展锂电池隔膜研究，研究工作已持续一年左右，公司表示将在这一块进行持续投入。鉴于公司在同步拉升 BOPA 领域显示的强大技术创新能力以及隔膜与薄膜的相关性，我们认为公司有望在隔膜领域取得成功。

5. 盈利预测

公司 PE 管材和 BOPA 薄膜业务都将进一步扩大生产规模，未来几年保持良好的发展态势。我们预计 10 年、11 年、12 年的 EPS 分别为 0.71、0.92、1.14。目前可比的化工中小板企业平均 PE (TTM) 为 36.95，公司的目前 PE 为 28 倍，作为有着优良业绩支撑且涉及当前热门题材的中小板公司，我们给予公司 11

年 30 倍的市盈率，目标价 27.6，首次给予“买入”评级。

我们的盈利预测基于以下假设：

- ◆ 目前公司达到一个满产状态，产销率为 100%。公司通过工艺优化，管理提高能继续扩大产能。公司主要产品产量预测如下：

表7. 公司产能产量预测

项目	现有产能	2010 产量	2011 产量	2012 产量
PE 燃气管、给水管材、管件	5.1 万吨	4.6 万吨	5.3 万吨	5.5 万吨
BOPA 薄膜	同步: 9000 吨 异步: 9000 吨	同步: 7500 吨 异步: 6000 吨	同步: 9000 吨 异步: 9000 吨	2 万吨
排水、排污双壁波纹管	1 万吨	1500 吨	2000 吨	4000 吨
硅芯管	9000 吨	1500 吨	2000 吨	3000 吨

资料来源：东海证券研究所

- ◆ 随着公司德州项目的逐步正常运作，公司综合毛利率将有显著提升，应对原材料价格的可能上涨，公司将通过灵活调整库存、及时调价等手段保障较好的经济效益。我们假设公司未来三年综合毛利率为 22.74%、22.75%、22.81%。

表8. 可比公司估值表（单位：亿股/亿元/元，2010-11-12）

证券代码	上市公司	总股本	流通股本	流通比例	总市值	股价	EPS			PE			PB	PS	PEG
							2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E			
600480	凌云股份	3.12	3.12	100%	5148	16.5	0.88	1.07	1.56	18.86	15.35	10.55	4.95	1.54	0.43
000973	佛塑股份	6.13	5.15	84.05%	10597.20	17.30	0.24	0.37	0.49	72.78	46.74	35.63	8.42	3.00	0.03
002372	伟星新材	2.53	0.63	25.02%	5179.50	20.44	0.65	0.86	1.24	31.22	23.75	16.52	3.38	4.69	1.24
002014	永新股份	1.41	1.39	98.80%	2914.23	20.70	0.83	1.01	1.21	24.93	20.54	17.07	4.12	2.46	1.55
平均										36.95	26.59	19.94			

资料来源：wind，东海证券研究所

附表：三大表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	571.85	683.80	851.21	1070.86	营业收入	826.11	1183.30	1540.90	1824.00
现金	183.29	168.79	228.32	311.72	营业成本	597.72	914.20	1190.40	1407.96
应收账款	123.13	202.24	191.88	287.22	营业税金及附加	3.34	2.87	4.97	5.89
其它应收款	11.73	22.21	23.45	29.36	营业费用	54.70	57.94	77.05	91.20
预付账款	52.40	11.03	61.46	41.46	管理费用	28.53	31.81	40.06	45.60
存货	144.22	249.65	249.12	341.91	财务费用	13.27	25.04	28.63	29.68
其他	57.08	29.88	96.98	59.20	资产减值损失	0.81	2.62	5.16	3.98
非流动资产	400.67	498.99	582.80	638.63	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	39.82	39.93	40.08	40.27	投资净收益	3.06	1.02	1.36	1.81
固定资产	293.81	390.98	469.17	519.51	营业利润	130.79	149.84	195.99	241.50
无形资产	29.25	37.13	45.07	51.97	营业外收入	1.57	0.75	0.97	1.10
其他	37.79	30.95	28.48	26.89	营业外支出	5.93	3.27	3.89	4.36
资产总计	972.52	1182.80	1434.02	1709.49	利润总额	126.44	147.32	193.07	238.23
流动负债	379.20	478.45	659.10	782.29	所得税	16.00	18.64	24.43	30.15
短期借款	288.90	323.10	473.51	592.32	净利润	110.44	128.67	168.63	208.08
应付账款	32.87	58.69	45.66	80.58	少数股东损益	8.36	10.29	14.40	16.72
其他	57.43	96.66	139.93	109.39	归属母公司净利润	102.08	118.39	154.23	191.36
非流动负债	70.00	52.35	17.49	18.46	EBITDA	169.21	203.38	263.00	323.16
长期借款	70.00	52.34	17.49	18.46	EPS (摊薄)	1.04	0.71	0.92	1.14
其他	0.00	0.01	0.00	0.01					
负债合计	98.58	530.80	676.59	800.76	主要财务比率				
少数股东权益	26.42	36.71	51.11	67.83	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
归属母公司股东权益	496.90	615.29	706.32	840.91	成长能力				
负债和股东权益	972.52	1182.80	1434.02	1709.49	营业收入	13.13%	43.24%	30.22%	18.37%
					营业利润	142.07%	14.56%	30.79%	23.22%
现金流量表					归属于母公司净利润	134.59%	15.98%	30.28%	24.07%
					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	获利能力				
经营活动现金流	43.26	76.16	146.77	193.07	毛利率	27.65%	22.74%	22.75%	22.81%
净利润	110.44	128.67	168.63	208.08	净利率	13.37%	10.87%	10.94%	11.41%
折旧摊销	23.19	36.04	46.42	55.20	ROE	21.10%	19.74%	22.26%	22.90%
财务费用	13.27	25.04	28.63	29.68	ROIC	14.90%	14.01%	14.93%	15.73%
投资损失	-3.06	-1.02	-1.36	-1.81	偿债能力				
营运资金变动	-99.52	-113.75	-95.13	-97.98	资产负债率	986.53%	222.83%	211.95%	213.48%
其它	-1.07	1.17	-0.42	-0.11	净负债比率	364.07%	80.59%	82.89%	80.76%
投资活动现金流	-174.26	-134.51	-128.45	-109.11	流动比率	1.51	1.43	1.29	1.37
资本支出	154.30	99.37	83.25	55.53	速动比率	1.13	0.91	0.91	0.93
长期投资	0.18	-0.11	-0.14	-0.19	营运能力				
其他	-19.78	-35.25	-45.34	-53.78	总资产周转率	1.09	1.10	1.18	1.16
筹资活动现金流	258.59	-96.02	-84.72	-100.46	应收账款周转率	7.75	7.27	7.82	7.61
短期借款	137.90	-105.67	24.48	18.90	应付账款周转率	24.13	19.97	22.82	22.31

长期借款	70.00	-17.66	-34.85	0.97	每股指标 (元)				
其他	50.69	27.31	-74.35	-120.34	每股收益(最新摊薄)	1.04	0.71	0.92	1.14
现金净增加额	127.58	-154.38	-66.40	-16.50	每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.45	0.88	1.15
					每股净资产(最新摊薄)	5.04	3.67	4.21	5.02
估值比率									
重要财务指标	单位:百万元				P/E	8.21	28.92	22.20	17.89
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E	P/B	1.69	5.56	4.85	4.07
营业收入	826.11	1183.30	1540.90	1824.00	EV/EBITDA	6.15	18.29	14.48	11.84
同比(%)	13.13%	43.24%	30.22%	18.37%					
归属母公司净利润	102.08	118.39	154.23	191.36					
同比(%)	134.59%	15.98%	30.28%	24.07%					
毛利率(%)	27.65%	22.74%	22.75%	22.81%					
ROE(%)	21.10%	19.74%	22.26%	22.90%					
每股收益(元)	1.04	0.71	0.92	1.14					
P/E	8.21	28.92	22.20	17.89					
P/B	1.69	5.56	4.85	4.07					
EV/EBITDA	6.15	18.29	14.48	11.84					

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

吴文钊, 汽车行业分析师, 工学学士、经济学硕士。1 年汽车制造企业工作经验, 近 3 年汽车行业研究经验, 2010 年 3 月加盟东海证券研究所。

重点跟踪公司: 江淮汽车、福田汽车、中国重汽、潍柴动力、宇通客车、星马汽车、万向钱潮、华芳纺织。

一、行业评级

推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122