

分析师：符彩霞
执业证书编号：S0050510120007
Tel: 010-59355977
Email: qiqs@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



沧州明珠(002108.SZ)

非公开增发预案点评：锂电薄膜提升估值水平

投资要点

● 公司非公开增发 4000 万股投向 PE 管材和锂电薄膜项目。公司此次非公开发行股票预案为：向不超过十名的特定投资者发行不超过 4,000 万股，发行价格不低于 8.16 元/股，大股东东塑集团承诺以现金认购不低于本次非公开发行数量的 10%。募集资金总额不超过 32,640 万元将用于投资建设“年产 19,800 吨聚乙烯(PE)燃气、给水用管材管件项目”和“年产 2,000 万平方米锂离子电池隔膜项目”。在募集资金到位前，公司拟自筹资金先行用于上述项目的前期投入和建设。

● PE 管材管件市场仍在高速增长。PE 管材凭借柔韧性、环保性在燃气给水领域有着巨大的发展空间。西气东输、川气东送等主管道的铺设完成，使得我国地区管道和城市燃气管道建设已经进入一个高速增长阶段；而目前水利设施和输水设备落后也引起政府的重视，PE 管道作为给排水管也有相当大的市场空间。

● 锂电薄膜提升公司估值水平。在锂电池的结构中，隔膜是关键的内层组件之一，已经从事锂电薄膜项目的公司估值均在 40 倍以上，我们认为公司在明确了锂电业务将是未来公司发展的重点之后，其估值水平有望提升。

● 调高 2013 年业绩。预计公司 2011-2013 年，0.34、0.55、0.81 元，对应动态市盈率 28、17、12 倍。我们给予公司目标价位 15 元，“买入”评级。

化工

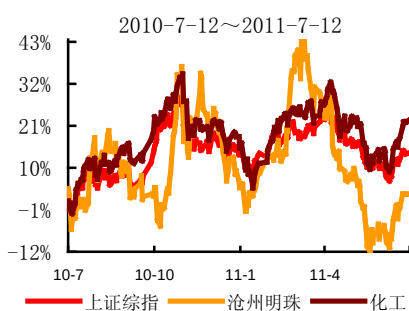
投资评级

本次评级：	买入
跟踪评级：	调高
目标价格：	15

市场数据

市价(元)	9.71
上市的流通 A 股(亿股)	2.97
总股本(亿股)	3.02
52 周股价最高最低(元)	8.17-24.8
上证指数/深证成指	2802.69/12438.56
2010 年股息率	1.24%

52 周相对市场表现



相关研究

《原料成本上升对业绩影响》
2011-05-04

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1363.08	1814	2293.50	2722.50
增长率(%)	65.00	33.09	26.43	18.71
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	116.06	102.24	165.63	244.28
增长率(%)	13.69	-3.34	61.99	49.58
毛利率(%)	20.77	18.10	20.29	22.64
净资产收益率(%)	19.24	17.92	22.95	25.87
EPS(元)	0.69	0.34	0.55	0.81
P/E(倍)	25.24	28.65	17.68	11.99
P/B(倍)	4.90	4.52	3.57	2.73

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、公司非公开增发 4000 万股投向 PE 管材和锂电薄膜项目	3
二、PE 管材管件市场仍在高速增长.....	3
三、锂电薄膜提升公司估值水平	3
1、薄膜是锂电池的核心部件	4
2、新能源推升锂电薄膜需求增长	4
3、看好公司锂电薄膜项目进展	4
四、盈利预测与投资评级	5
五、风险因素	6

图表目录

表 1：塑料薄膜上市公司估值水平比较	5
表 2：盈利预测简表：	5
附录：财务预测表	7

一、公司非公开增发 4000 万股投向 PE 管材和锂电薄膜项目

公司此次非公开发行股票预案为：向不超过十名的特定投资者发行不超过 4,000 万股，发行价格不低于 8.16 元/股，大股东东塑集团承诺以现金认购不低于本次非公开发行数量的 10%。募集资金总额不超过 32,640 万元将用于投资建设“年产 19,800 吨聚乙烯（PE）燃气、给水用管材管件项目”和“年产 2,000 万平方米锂离子电池隔膜项目”。在募集资金到位前，公司拟自筹资金先行用于上述项目的前期投入和建设。

二、PE 管材管件市场仍在高速增长

公司现拥有 5.1 万吨 PE 管材产能，包括沧州本部 3.6 万吨和安徽芜湖 1.5 万吨。如果此次增发成功，公司 PE 管材产能增加 19,800 吨，与现在相比增长近 40%，项目总投资 1.53 亿元，建设期为一年。

在四种塑料管材中，PP 由于刚性过强，PA 由于价格较高，应用比例较小。PVC 管材是目前全球用量最大的塑料管材品种，但 PVC 管必须添加稳定剂，在国内仍然使用铅盐稳定剂。而且游离的氯乙烯单体和游离氯决定了它不适合做给水管道；同时 PVC 管道刚性较强，不可热熔，不适合在地震高发地区用于燃气管道。由于 PE 技术的重大突破，有效降低了 PE 管材的经济成本，PE 管材凭借柔韧性、可熔性、环保性成为后起之秀，在燃气给水领域有着巨大的发展空间。

PE 管材已经在欧洲管道市场占有重要的位置，并预期其用量近年内每年持续增长 8~10%。而从 1991 年~2001 年的十年中，美国 PE 燃气管的年平均增长率为 13.04%，超过 PVC 管 6.67% 的增长率。目前，中国塑料管道市场占有率目前在所有管道中的比例约为 30%，其中，PE 管道占塑料管道的比例约 30%，而且呈逐年上升的趋势。

从我国城市燃气的情况看，全国 660 个城市中，约 290 个城市建有天然气管网，并且主要集中在主城区，远郊区、城乡结合部，特别是广大农村还没有管道燃气。西气东输、川气东送等主管道的铺设完成，使得我国地区管道和城市燃气管道建设已经进入一个高速增长阶段，预计未来几年我国地区天然气管道的总长度将保持每年约 2~3 万公里的速度增长。而目前水利设施和输水设备落后也引起政府的重视，水利建设也是目前资本市场热炒的一个概念，节水灌溉、农村自来水工程将成为我国水利工作的重中之重，PE 管道作为给排水管也有相当大的市场空间。

公司目前 PE 管材收入在燃气和给排水之间的比率为 80%:20%，公司燃气管道客户多为新奥、港华等大型燃气企业，与公司保持稳定的合作关系，公司未来产能逐渐释放，新增部分除了主要满足 PE 燃气管道领域之外，也可以进一步投放至给排水管道市场，所以公司 PE 管道产品需求将会十分旺盛，我们预计在募投项目完成之后，公司的产能利用率也不会有下滑的可能。

三、锂电薄膜提升公司估值水平

公司还计划利用募集资金 13,920 万元建设年产 2,000 万平方米锂电池隔膜项目，建设期为 1 年半。

1、薄膜是锂电池的核心部件

在锂电池的结构中，隔膜是关键的内层组件之一，锂电池隔膜成本占电池成本的 1/3 左右，隔膜的性能决定了电池的界面结构，直接影响电池的容量、循环性能以及安全性能等特性，性能优异的隔膜对提高电池的综合性能具有重要的作用，目前高端锂电隔膜毛利率维持在 70%以上，国内基本依赖进口。

隔膜采用塑料膜制成，多为 PP 微孔薄膜、PE 微孔薄膜或两者双层结构，可隔离电池正负极，以防止出现短路；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，从加工工艺上看，不同制备条件及工艺条件对成膜质量及电化性能差异很大。目前聚烯烃隔膜生产工艺可按照干法和湿法分为两大类，同时干法又可细分为单向拉伸工艺和双向拉伸工艺。

从理论上分析，干法双向拉伸工艺生产的隔膜经过双向拉伸，在纵向拉伸强度相差不大的情况下，横向拉伸强度要明显高于干法的单向拉伸工艺生产的隔膜，物理性能和机械性能方面干法双向拉伸工艺生产的隔膜更占优势，然而湿法隔膜可以得到更高的孔隙率和更好的透气性，可以满足动力电池的大电流充放的要求。高端产品特别是动力电池对隔膜的一致性要求极高，除了厚度、面密度、力学性能这些基本要求之外，对隔膜微孔的尺寸和分布的均匀性也有很高的要求，所以目前隔膜市场大部分依赖进口，主要被日本旭化成工业、东燃化学，及美国 Celgard 把持。

2、新能源推升锂电薄膜需求增长

我国是世界最大的锂电池生产制造基地、第二大锂电池出口国，锂电池产品已经占到全球 40%的市场份额。目前国内锂电池隔膜年需求量约 3 亿平方米，国内总设计生产能力约为 2 亿平方米，均为单层 PP 或 PE 隔膜，档次较低，主要集中应用在劣质的手机、笔记本电脑等领域，预计传统锂离子电池隔膜市场需求还将以 20%以上的增长速度。而电动工具、电动自行车和新能源汽车、太阳能等新兴产业将会使高档隔膜的市场需求倍增。

以新能源汽车为例：按照我国新能源汽车发展规划路线，2015 年纯电动汽车销量达到 50 万台，混合动力占全部汽车销量的 30%；2020 年，纯电动汽车将突破 500 万辆，以混合动力为代表的节能汽车达到全部汽车销量 75%；之后纯电动汽车将逐渐占据主导地位，混合动力汽车市场份额逐步降低，我们预计到 2015 年（假设年均汽车产销量在 1800 万辆，新增混合动力汽车将占有 800 万台，以每辆混合动力汽车电池 15 千瓦时、每辆纯电动动力汽车电池 30 千瓦时计算）需要有 1.35 万千瓦时的电池用于配套新能源汽车，锂电池隔膜需求 8 亿平方米。

3、看好公司锂电薄膜项目进展

近年公司一直积极向包括锂电池隔膜在内的新型塑料膜材料领域拓展，目前已申请并被正式受理了 5 项锂电池隔膜材料的发明专利。公司锂电薄膜试验产品也已经送检，我们预计生产出合格产品后会先期投入至小型家电锂电池薄膜领域，长远规划则是进入新能源汽车动力电池市场。

从公司 BOPA 薄膜发展情况来看，期间经历了引进设备-调试失败-自主改造-成功运行的过程，从中取得了很多成功经验。目前动力锂电薄膜也处于国外垄断，和同步拉伸 BOPA 薄膜的情况类似，不排除今后公司在锂电薄膜技术上取得国内其他竞争对手所不可比拟的突破。

从估值角度看，A 股市场中同样是做塑料拉伸薄膜的企业，与锂电薄膜相关的公司估值要比其他公司高很多。

表 1：塑料薄膜上市公司估值水平比较

公司	PE (TTM)	PB (2010 年报)
国风塑业	48.2078	3.4373
佛塑科技	40.2966	6.2691
沧州明珠	28.4112	5.0785
大东南	62.77	3.5672
康得新	84.3816	3.5966
*ST 中达	-18.0466	9.2371
东材科技	42.5006	3.7992
南洋科技	54.9241	5.0967

资料来源：wind、民族证券研发中心

已经从事锂电薄膜项目的公司和公告将会投向该业务的公司，如：佛塑科技、大东南、南阳科技等公司的估值均在 40 倍以上，由于公司原有 PE 管道和 BOPA 薄膜相对于锂电薄膜来讲附加值、成长性较低，所以估值远不及上述类似的上市公司。我们认为公司在明确了锂电业务将是未来公司发展的重点之后，其估值水平有望提升。

四、盈利预测与投资评级

我们把此次募投项目加入在对公司的盈利预测之中，假设业绩主要体现在 2013 年，1.98 万吨 PE 管道全部投放，锂电薄膜产能投放 50%，薄膜售价每平米 8 元，毛利率 40%。2010、2011 年盈利预测不变，调高 2013 年业绩。

表 2：盈利预测简表：

单位（万元）	2011E	2012E	2013E
营业总收入	181400.00	229350.00	272250.00
营业成本	148570.00	182811.00	210625.00
营业税金及附加	2721	3440.25	4083.75
销售费用	6349.00	9174.00	10890.00
管理费用	5442.00	7568.55	8984.25
财务费用	2345.00	1438.00	1321.00
资产减值损失	145.12	183.48	217.80
投资净收益	500.00	500.00	500.00
营业利润	15491.94	25095.46	37013.38
营业外收支	0.00	0.00	0.00
利润总额	15491.94	25095.46	37013.38
所得税	3872.99	6273.86	9253.34
净利润	11618.96	18821.59	27760.03
少数股东损益	1394.27	2258.59	3331.20
归属母公司的净利润	10224.68	16563.00	24428.83
每股收益（元）	0.34	0.55	0.81

数据来源：民族证券研发中心

预计公司 2011-2013 年，0.34、0.55、0.81 元，对应动态市盈率 28、17、12 倍。我们给予公司目标价位 15 元 “买入” 评级。

五、风险因素

- 1、原油价格大幅上涨导致原料成本压力增大。
- 2、锂电项目研发进展不利。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	71952	86334.81	113169.53	129079.53
现金	15977	31051.93	44169.49	58850.01
应收账款	19,238.70	23358.36	29532.74	30369.73
其它应收款	3,095.21	2981.92	3770.14	3876.99
预付账款	1,203.30	2484.93	3141.78	3230.82
存货	23,948.94	26457.67	32555.38	32751.99
其他	0	0	0	0
非流动资产	46729	22503.05	21472.93	19605.34
长期投资	4,134.36	6100	6600	7100
固定资产	38,648.38	14062.38	12196.62	9783.52
无形资产	3065	1070.86	1070.86	1070.86
其他	4,134.36	1269.80	1605.45	1650.95
资产总计	118,682.03	108837.85	134642.47	148684.87
流动负债	45,583.92	28104.55	31322.28	31417.35
短期借款	25,690.00	15450.00	15750.00	15750.00
应付账款	14,207.98	7326.74	9015.34	9069.78
其他	5685	5327.81	6556.95	6597.57
非流动负债	10000	7000	5000	0.00
长期借款	10000	7000	5000	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	55,583.92	28140.83	31368.15	31464.52
少数股东权益	2,787.42	50890.02	61787.94	58004.58
归属母公司股东权益	60,310.68	57947.83	72854.53	90680.29
负债和股东权益	118,682.03	108837.85	134642.47	148684.87

现金流量表

单位：万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	6461.05	2449.46	12204.02	25846.93
净利润	12021.57	11618.96	18821.59	22507.27
折旧摊销	3178.24	3556.94	3579.51	3698.57
财务费用	2150.00	2345.00	1438.00	1321.00
投资损失	-400.00	-500.00	-500.00	-500.00
营运资金变动	-9183.70	-14309.72	-10982.91	-1323.10
其它	-186.07	-261.72	-152.17	143.18
投资活动现金流	-1713.75	-1704.45	-1713.75	-1285.48
资本支出	-1713.75	-1704.45	-1713.75	-1285.48
长期投资				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-5655.07	-3605.84	-2784.71	-3300.34
短期借款	-191.87	-238.38	309.59	1.30
长期借款				
普通股增加	-986.71	-1022.47	-1656.30	-1980.64
资本公积增加				
其他	-4476.50	-2345.00	-1438.00	-1321.00
现金净增加额	-2352.60	13,385	4,578	799

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	136,308.39	181400.00	229350.00	272250.00
营业成本	107,988.91	93680.80	145849.00	210625.00
营业税金及附加	591.99	2721	3440.25	4083.75
营业费用	5,830.90	6349.00	9174.00	10890.00
管理费用	4,759.64	5442.00	7568.55	8984.25
财务费用	2,193.26	2345.00	1438.00	1321.00
资产减值损失	124.69	145.12	183.48	217.80
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	547.93	500.00	500.00	500.00
营业利润	15,366.93	15491.94	25095.46	37013.38
营业外收入	185.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	15,552.65	15491.94	25095.46	37013.38
所得税	3,530.75	3872.99	6273.86	9253.34
净利润	12,021.90	11618.96	18821.59	27760.03
少数股东损益	415.50	1394.27	2258.59	3331.20
归属母公司净利润	11,606.39	10224.68	16563.00	24428.83
EBITDA	31501	21039.00	29796.45	41750.75
EPS（元）	0.69	0.34	0.55	0.81

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	64.99%	33.09%	26.43%	18.71%
营业利润	6.36%	-1.11%	61.99%	47.49%
归属母公司净利润	9.05%	-3.34%	61.99%	49.58%
获利能力				
毛利率	20.78%	18.10%	20.29%	22.64%
净利率	8.82%	6.41%	8.21%	10.20%
ROE	19.24%	17.92%	22.95%	25.87%
ROIC	20.87%	16.59%	20.44%	23.54%
偿债能力				
资产负债率	46.83%	30.27%	27.67%	23.92%
流动比率	1.58	2.07	2.61	4.14
速动比率	1.05	1.13	1.57	3.03
营运能力				
总资产周转率	1.60	1.67	1.70	1.71
应收帐款周转率	7.77	7.77	7.77	7.77
应付帐款周转率	20.28	20.28	20.28	20.28
每股指标(元)				
每股收益	0.69	0.34	0.55	0.81
每股经营现金	0.42	0.27	0.73	1.54
每股净资产	3.6	3.87	4.89	6.12
估值比率				
P/E	15.38	28.65	17.68	11.99
P/B	3.00	4.52	3.57	2.73
EV/EBITDA	5.20	13.78	9.40	6.41

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn