

沧州明珠 (002108.SZ) 动力电池

评级: 买入 维持评级

业绩点评

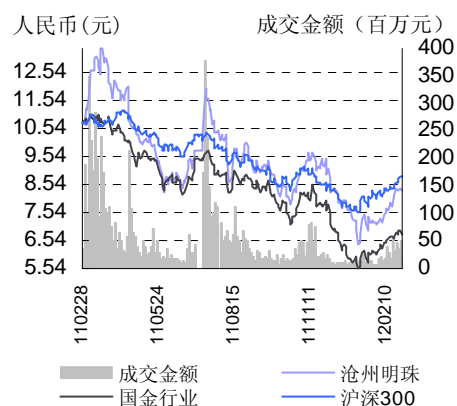
市价(人民币): 8.34元

目标(人民币): 9.02元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	296.73
总市值(百万元)	2,515.80
年内股价最高最低(元)	13.38/6.42
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《传统业务稳健, 锂电隔膜前景可期》, 2012.2.20

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

葛兰

联系人
(8621)60753925
gelan@gjzq.com.cn

锂电隔膜稳定量产

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.693	0.333	0.452	0.612	0.775
每股净资产(元)	3.60	2.32	2.67	2.98	3.66
每股经营性现金流(元)	0.42	0.19	0.55	0.45	0.69
市盈率(倍)	27.55	25.01	18.46	13.62	10.77
行业优化市盈率(倍)	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00
净利润增长率(%)	13.70%	-13.33%	35.46%	35.50%	26.54%
净资产收益率(%)	19.24%	14.40%	16.93%	20.52%	21.17%
总股本(百万股)	167.59	301.65	301.65	301.65	301.65

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司 2011 年实现营业收入 16.60 亿元, 同比增长 21.80%; 实现净利润 1.01 亿元, 同比下降 13.33%, 对应期末股本摊薄 EPS 为 0.33 元, 基本符合我们此前的预期。

经营分析

- **BOPA 经历景气低谷是业绩下滑主因:** BOPA 包装膜 11 年上半年行业两头受压(一头是原材料价格大涨, 另一头是下游食品安全整治导致的需求急速下降), 行业景气度大幅下滑。
- **销售费用率和管理费用率稳中有降:** 一方面, 公司通过调整销售人员的基本工资和提成结构增加员工归属感的同时稳定了销售费用; 另一方面, 芜湖生产基地进入稳定生产期, 管理费用逐渐回归正常。
- **传统业务未来两年稳步增长:** 我们预计公司新增的 1.98 万吨 PE 管材和 5000 吨高端 BOPA 薄膜产能最快于下半年建成, 有望于今年开始贡献业绩; 其中 PE 管材毛利率较为稳定, BOPA 仍然存在压力但今年情况好于去年是大概率事件。
- **锂电隔膜稳定量产, 批量销售:** 公司隔膜定位动力电池市场, 目前试验线已经实现量产, 销售乐观; 另外我们判断近 2 年毛利率下降压力不大。
 - 目前试验线产能 300 万 m² (弹性大, 预计可达 500~600 万 m²) 已稳定量产; 增发项目 2000 万 m² 预计在明年上半年投产, 将成为未来业绩爆发的亮点。
 - 我们判断公司 12-13 年隔膜业务有望保持较高毛利率, 以净利率 35% 计算, 公司锂电隔膜销量每 100 万平方米对应 EPS 增厚约为 0.01 元。

盈利调整与投资建议

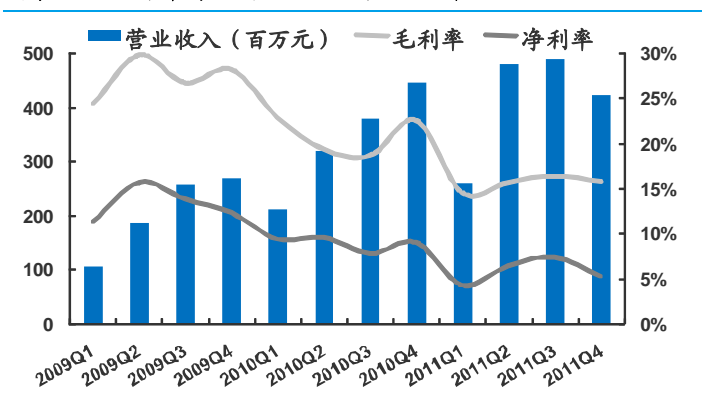
- 我们维持公司 2012~2013 年的盈利预测, EPS 分别为 0.45 和 0.61 元, 净利润同比增长 35.46% 和 35.50%, 目前股价对应 2012 年 18.5 倍 PE; 随锂电隔膜放量, 业绩存在上调空间。
- 我们认为公司作为国内少有的已实现动力锂离子电池隔膜量产的企业, 未来将显著受益于动力锂离子电池在电动自行车领域的替代以及新能源汽车的发展, 我们给予公司 2012 年 22 倍估值, 对应目标价 9.92 元, 建议“买入”。

图表1: 分业务销售预测

产品	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
燃气、给水管、给水管件						
销售收入(百万元)	585.62	794.61	956.89	1,223.04	1,550.00	1,842.00
毛利率	28.1%	24.8%	21.5%	21.0%	20.7%	20.5%
毛利占比	72%	70%	79%	77%	72%	68%
薄膜制品						
销售收入(百万元)	191.74	506.50	615.60	649.60	725.00	788.40
毛利率	27.2%	14.8%	7.6%	9.2%	10.2%	10.0%
毛利占比	23%	26%	18%	18%	17%	14%
双壁波纹管						
销售收入(百万元)	19.38	25.58	29.57	29.75	29.40	29.05
毛利率	17.2%	12.7%	9.2%	9.0%	8.5%	8.0%
毛利占比	1%	1%	1%	1%	1%	0%
硅胶管						
销售收入(百万元)	17.52	15.22	12.42	12.30	12.23	12.15
毛利率	38.2%	33.2%	21.4%	21.3%	21.2%	21.1%
毛利占比	3%	2%	1%	1%	1%	0%
工程服务						
销售收入(百万元)	0.84	2.25	1.38	2.25	2.25	2.25
毛利率	38.5%	31.2%	15.8%	18.5%	18.5%	18.5%
毛利占比	0%	0%	0%	0%	0%	0%
锂电隔膜						
平均售价(元/平方米)				8.00	7.50	7.00
销售数量(万平方米)				200	1,200	3,200
销售收入(百万元)				16.00	90.00	224.00
毛利率				50.0%	45.0%	40.0%
毛利占比				2%	9%	16%
其他						
销售收入(百万元)	11.00	18.92	45.00	45.00	45.00	46.00
毛利率	12.1%	10.6%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
毛利占比	1%	1%	1%	1%	1%	1%
收入合计(百万元)	826.11	1,363.08	1,660.22	1,977.94	2,453.88	2,943.85
YOY	13.1%	65.0%	21.8%	19.1%	24.1%	20.0%
成本合计(万元)	597.77	1,079.97	1,399	1,644	2,010	2,389
毛利合计(百万元)	228.34	283.11	261.30	333.60	444.09	554.71
YOY			-7.7%	27.7%	33.1%	24.9%
综合毛利率	27.64%	20.77%	15.74%	16.87%	18.10%	18.84%

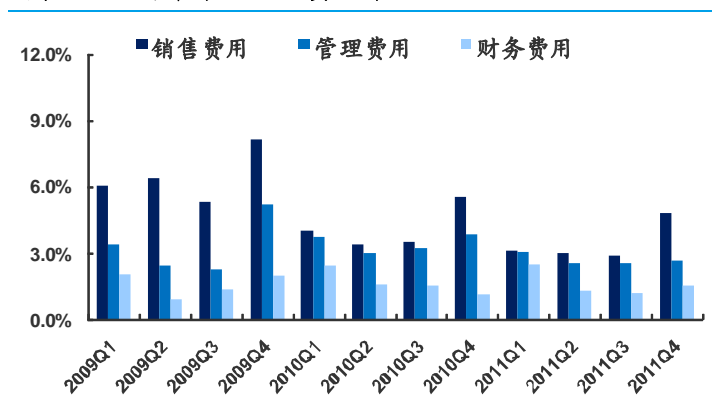
来源: 国金证券研究所

图表2: 公司单季度营业收入和利润率

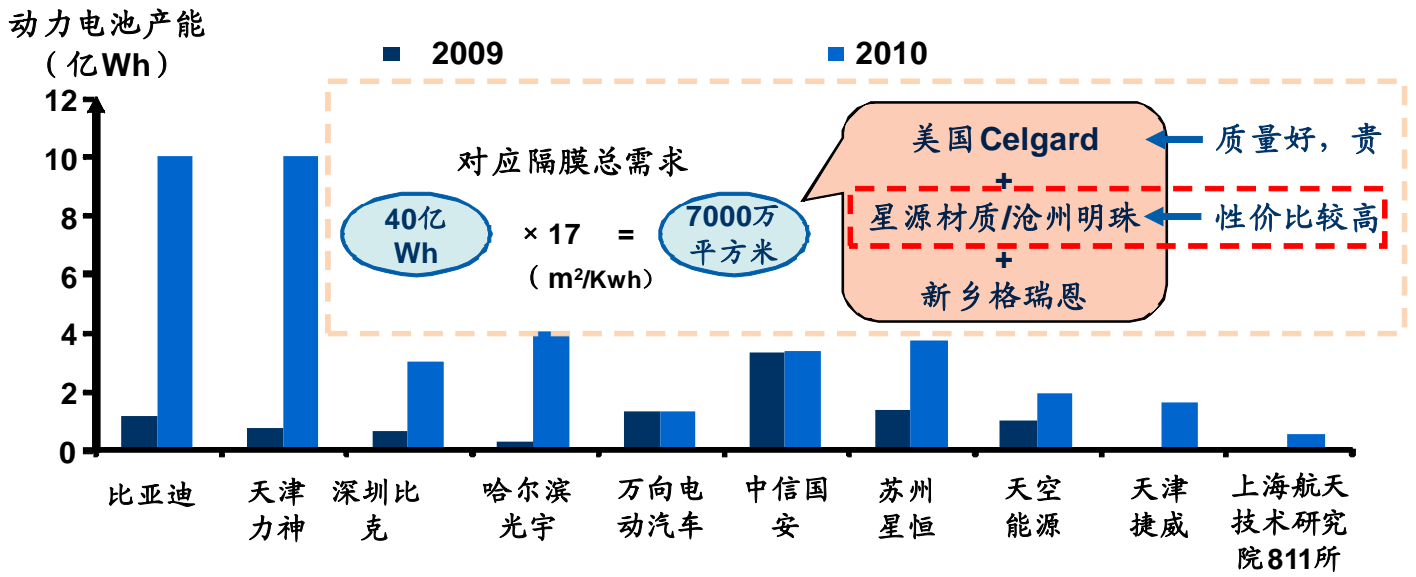


来源: 国金证券研究所

图表3: 公司单季度三项费用率



图表4: 2010年中国前十大动力电池产能以及对应隔膜的供需情况



来源: 中国汽车工业年鉴, 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	3
买入	0	2	3	3	8
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	1.84

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-02-20	买入	8.17	9.02 ~ 9.92

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B