

沧州明珠 (002108.SZ) 动力电池

评级: 增持 维持评级

业绩点评

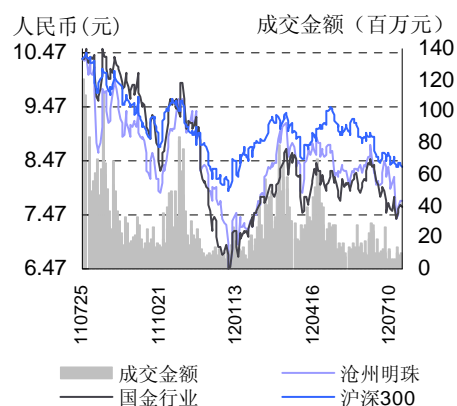
市价(人民币): 7.73元

上半年同比增 25%，下半年增发项目投产

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)	301.65
总市值(百万元)	26.29
年内股价最高最低(元)	10.38/6.50
沪深 300 指数	2398.45
中小板指数	5008.69



相关报告

- 《一季报超预期,锂电隔膜供不应求》, 2012.4.19
- 《锂电隔膜稳定量产》, 2012.2.29
- 《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

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	0.395	0.525	0.650
每股净资产(元)	3.60	2.32	2.66	3.15	3.79
每股经营性现金流(元)	0.42	0.19	0.38	0.36	0.71
市盈率(倍)	27.55	21.74	19.57	14.71	11.88
行业优化市盈率(倍)	86.10	23.96	21.81	21.81	21.81
净利润增长率(%)	13.70%	-13.33%	33.53%	33.06%	23.80%
净资产收益率(%)	19.24%	14.40%	16.73%	18.79%	19.37%
总股本(百万股)	167.59	301.65	340.15	340.15	340.15

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布上半年业绩快报: 2012年上半年实现营业收入 8.14 亿元, 同比增长 9.23%; 实现净利润 5268.74 万元, 同比增长 24.83%, 对应当期摊薄 EPS 为 0.17 元, 符合我们之前的预期。

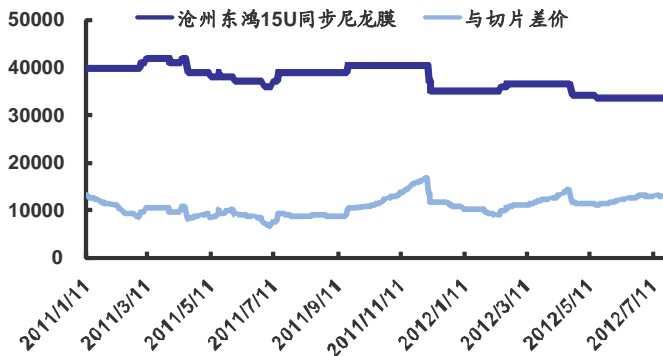
经营分析

- 利润率继续回升, 业绩稳健增长:** 公司上半年 PE 管材和 BOPA 膜产销量如期增长, 锂电隔膜实现量产; 公司二季度净利率 7.29%, 同比和环比分别提升 0.89 个百分点和 2 个百分点, 利润率增速高于收入增长除了受高毛利的锂电隔膜量产影响, 另一个主要原因是化工品受经济影响价格下行, 而公司传统业务原材料价格下降幅度高于产品价格下降幅度。
- 传统产品价格下跌毛利率上升, 下半年盈利能力将维持稳定:** 受经济环境影响 BOPA 价格二季度下滑, 但由于 PA6 切片价格跌幅更深使得景气度同比好转, 我们判断下半年 BOPA 薄膜价格有望企稳; PE 管材由于与大客户长期合作利润率一向波动不大, 但由于今年原材料跌价太快毛利率小幅上升, 预计全年 PE 管材毛利率同比有望实现 1-2 个百分点的提升。
- 锂电隔膜稳定量产, 仍然供不应求:** 公司现有线产能约 700 万 m², 上半年稳定量产; 由于产能较小仍然供不应求, 我们判断下半年隔膜生产线将保持满产满销状态, 价格压力不大, 毛利率保持在 50% 以上; 而明年上半年 2000 万 m² 产能投产, 将成为 2013 年业绩亮点。
- 传统业务下半年新增产能, 全年稳健增长大局已定:** 公司非公增发项目 1.98 万吨 PE 管材和自有资金项目 5000 吨同步 BOPA 薄膜产能预计于下半年开始贡献业绩; 我们判断公司下半年业绩增速高于上半年。

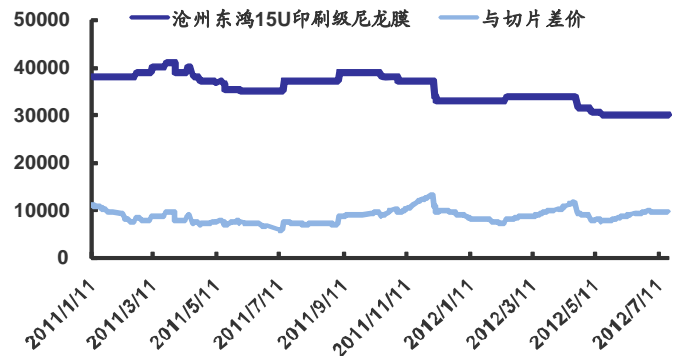
盈利调整与投资建议

- 我们小幅下调公司营收和盈利预测, 2012~2013 年摊薄后 EPS 分别从 0.42 和 0.56 元 (一季报点评预测) 调整为 0.40, 0.53 元, 12 和 13 年净利润分别同比增长 33.5% 和 33.1%。
- 我们维持公司今明两年保持 30% 以上稳健增长的判断, 目前股价仅对应 12 年 19 倍估值, 考虑到公司作为国内少有的已实现动力锂离子电池隔膜量产并拥有优质客户的企业, 和明年上半年锂电隔膜进一步规模放量以后估值的提升空间, 维持“增持”评级。

图表1: 沧州东鸿同步尼龙膜价格情况



图表2: 沧州东鸿印刷级尼龙膜价格情况



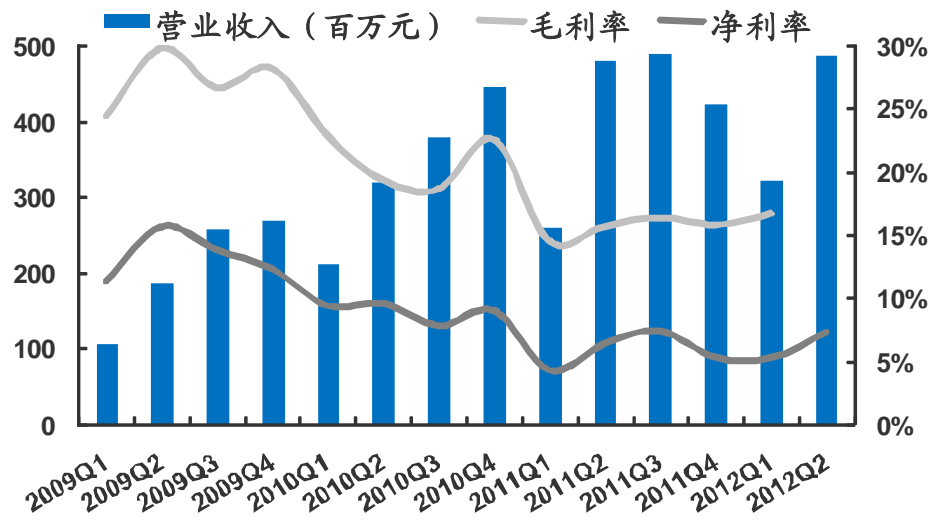
来源: 化工在线, 国金证券研究所

图表3: 分业务销售预测

产品	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
燃气、给水管、给水管件							
销售收入(百万元)	521.25	585.62	794.61	956.89	1,170.00	1,550.00	1,842.00
毛利率	17.3%	28.1%	24.8%	21.5%	22.2%	21.0%	20.5%
毛利占比	69%	72%	70%	79%	76%	72%	69%
薄膜制品							
销售收入(百万元)	135.30	191.74	506.50	615.60	660.80	750.00	810.00
成本(百万元)	107.23	139.59	431.69	568.88	605.95	682.50	733.05
毛利(百万元)	28.07	52.15	74.81	46.72	54.85	67.50	76.95
毛利率	20.8%	27.2%	14.8%	7.6%	8.3%	9.0%	9.5%
毛利占比	21%	23%	26%	18%	16%	15%	14%
双壁波纹管							
销售收入(百万元)	45.07	19.38	25.58	29.57	29.75	29.40	29.05
毛利率	19.2%	17.2%	12.7%	9.2%	9.0%	8.5%	8.0%
毛利占比	7%	1%	1%	1%	1%	1%	0%
硅胶管							
销售收入(百万元)	17.32	17.52	15.22	12.42	12.30	12.23	12.15
毛利率	14.8%	38.2%	33.2%	21.4%	21.3%	21.2%	21.1%
毛利占比	2%	3%	2%	1%	1%	1%	0%
工程服务							
销售收入(百万元)	2.21	0.84	2.25	1.38	2.25	2.25	2.25
毛利率	38.0%	38.5%	31.2%	15.8%	18.5%	18.5%	18.5%
毛利占比	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
锂电隔膜							
销售收入(百万元)					32.50	108.00	196.00
毛利率					50.0%	45.0%	43.0%
毛利占比					5%	11%	15%
其他							
销售收入(百万元)	9.04	11.00	18.92	45.00	45.00	45.00	46.00
毛利率	4.7%	12.1%	10.6%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
毛利占比	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
收入合计(百万元)	730.20	826.11	1,363.08	1,660.22	1,952.60	2,496.88	2,937.45
YOY		13.1%	65.0%	21.8%	17.6%	27.9%	17.6%
成本合计(万元)	599.42	597.77	1,079.97	1,399	1,613	2,046	2,390
毛利合计(百万元)	130.78	228.34	283.11	261.30	339.84	450.39	547.50
YOY				-7.7%	30.1%	32.5%	21.6%
综合毛利率	17.91%	27.64%	20.77%	15.74%	17.40%	18.04%	18.64%

来源: 国金证券研究所

图表4: 公司单季度营业收入和利润率



来源: 公司资料, 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
买入	0	0	0	1	5
增持	0	1	3	4	10
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	1.89	1.75

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	增持	8.18	9.02 ~ 9.92
2 2012-02-29	增持	8.42	9.02 ~ 9.02
3 2012-04-19	增持	8.80	N/A

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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：

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

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为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