

2013年8月22日

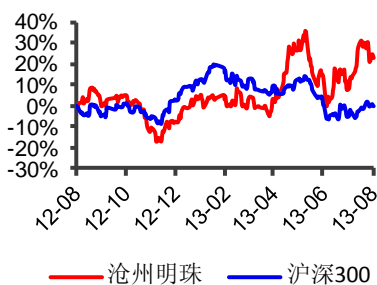
## 沧州明珠(002108)中报点评: 利润增长25.16%符合预期, 锂电隔膜毛利率大幅提升

研究员: 高高  
 执业证书编号: S0910513070002  
 电话: 021-62448089  
 Email: gaogao@casstock.com

评级: 增持

当前价格: 9.37  
 目标价格: -  
 目标期限: 6个月

### 股价表现:

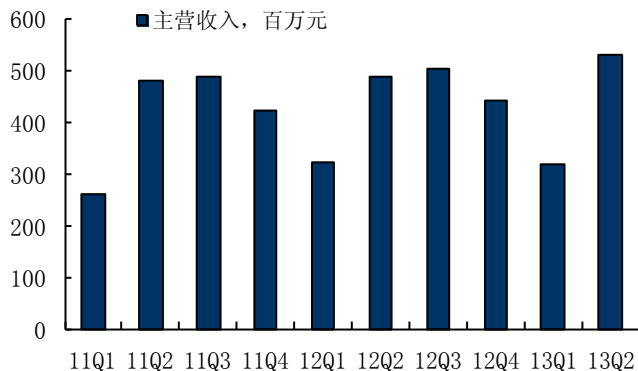


### 相关报告:

《化工行业 2013 年中期策略》2013/7/2  
 《特斯拉撬动锂电池材料, 推荐沧州明珠、九九久》2013/8/8

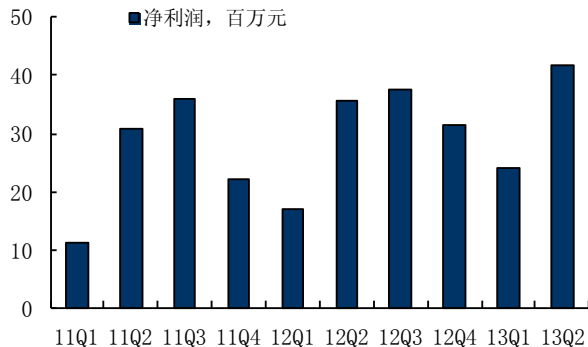
- ◆ 2013年上半年净利润同比增长25.16%, 符合市场预期。公司实现营业收入8.53亿元, 较上年提高4.91%; 营业利润8,566万元, 利润总额8,699万元, 归属于母公司所有者的净利润6,594万元, 分别较上年提高26.27%、26.65%、25.16%。2013年公司上半年总体毛利率为18.87%, 其中二季度环比提升3.33个百分点达到20.11%。分业务来看, PE管道业务毛利率19.25%, BOPA薄膜业务毛利率13.82%, 锂电隔膜毛利率达到61.07%, 相比于2012年环比分别变动-0.23%, +1.92%, +13.52%。公司资产状况健康, 固定资产、在建工程占净资产的比重分别为49.27%、6.73%, 资产负债率为43.52%。流动比率、速动比率分别为1.79、1.50。存货同比下降6.98%。费用率控制良好, 销售费用略有上升, 财务费用率有所下降。
- ◆ 锂电池隔膜业务毛利率大幅提升是中报最大亮点, 我们看好公司锂电隔膜业务主要基于以下三点原因: (1) 特斯拉引领电动车风暴, 锂电池材料将优先受益。特斯拉2012年全年总销量突破3,100辆, 其中四季度交付就有约2400辆, 产销进入加速期。公司今年第二季度生产率提高25%, 在第二季度, 特斯拉交付了5150辆汽车, 特斯拉预计第三季度Model S 汽车销量将超过5000辆, 2013年全年达到2.1万辆。一辆Tesla Model S 85kWh电动汽车需要 8142个18650锂电池, 这将极大的带动锂电池的需求, 此外消费电子和储能市场也处于快速上升通道总。(2) 锂电隔膜目前国产化率仅为16%, 上升空间较大。而且近年来虽然国内宣布进军隔膜领域的企业众多, 但有效产能却有限。据亚化咨询分析, 2011年国内隔膜产能合计为3.6亿平方米/年, 而全年实际产量却只有约4000万平方米, 仅为总产能的11%。产品质量参差不齐难以形成有效供给, 高端市场还有待企业在工艺和成品率方面进行突破。(3) 沧州明珠锂电隔膜项目定位于动力电池, 技术与价格优势明显。公司研发团队针对电动汽车用动力电池隔膜干法单拉制备技术进行了3年的研发, 于2011年上半年取得突破, 成为国内除了星源材质以外第二家掌握干法单拉隔膜技术的企业。相比湿法工艺, 干法单拉成本低、价格便宜、污染小。公司已拥有5项相关专利, 技术水平处于国内前列, 且产品成本仅为日本进口产品的一半左右, 竞争优势明显。
- ◆ 投资建议: 除锂电池隔膜业务巨大的增长潜力外, 公司PE管道业务受益于城镇化建设, BOPA薄膜业务受益于原料己内酰胺的大幅扩产带来的成本下降。我们预计2013-2014年公司的每股收益分别为0.48、0.61元, 对应的动态PE为19.52倍、15.36倍, 给予增持评级。
- ◆ 催化剂: 城市管网建设加速, Tesla销量增长, 新能源车补贴等。
- ◆ 风险提示: 锂电隔膜成平率提升有限, 竞争对手技术突破。

图表 1: 沧州明珠收入季度变化情况



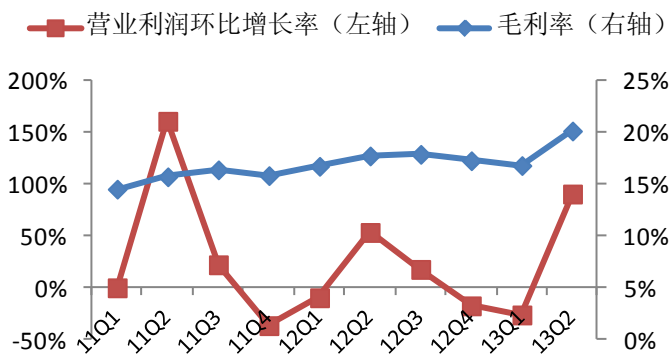
资料来源: wind, 航天证券研发部

图表 2: 沧州明珠净利润季度变化情况



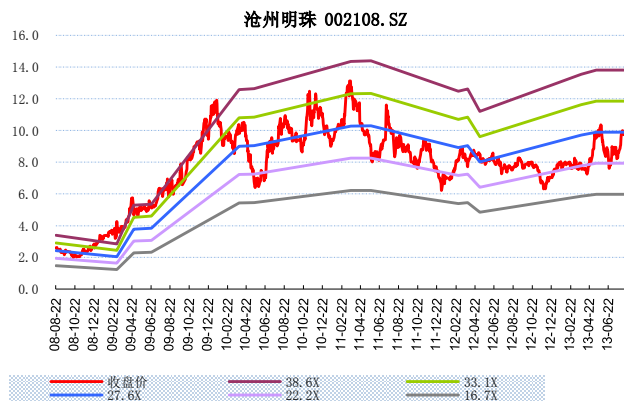
资料来源: wind, 航天证券研发部

图表 3: 沧州明珠利润率季度变化情况



资料来源: wind, 航天证券研发部

图表 4: 沧州明珠PE-Band



资料来源: wind, 航天证券研发部

图表 8: 沧州明珠收益预测表

	项目	收入(亿元)	毛利率	项目	毛利(亿元)	费用及利润(亿元)	
2011年	PE管道	10.01	21.11%	PE管道	2.11	三费(估计, 亿元)	1.2682
	BOPA薄膜	6.16	7.59%	BOPA薄膜	0.47	利润总额(估计, 亿元)	1.3446
	锂电隔膜			锂电隔膜	0.00	所得税(估计, 亿元)	0.3321
	其他	0.43	7.48%	其他	0.03	净利润(实际, 亿元)	1.01
	收入合计	16.6	15.74%	毛利合计	2.61	<b>EPS(实际, 元/股)</b>	<b>0.30</b>
2012年	PE管道	11.55	19.48%	PE管道	2.25	三费(估计, 亿元)	1.4378
	BOPA薄膜	5.72	11.90%	BOPA薄膜	0.68	利润总额(估计, 亿元)	1.6399
	锂电隔膜	0.26	47.55%	锂电隔膜	0.12	所得税(估计, 亿元)	0.3996
	其他	0.09	22.71%	其他	0.02	净利润(实际, 亿元)	1.24
	收入合计	17.62	17.45%	毛利合计	3.07	<b>EPS(实际, 元/股)</b>	<b>0.36</b>
2013年 (估计)	PE管道	13.91	19.50%	PE管道	2.71	三费(估计, 亿元)	1.6808
	BOPA薄膜	5.98	13.50%	BOPA薄膜	0.81	利润总额(估计, 亿元)	2.2002
	锂电隔膜	<b>0.62</b>	55.00%	锂电隔膜	0.34	所得税(估计, 亿元)	0.5362
	其他	0.09	22.71%	其他	0.02	净利润(估计, 亿元)	1.6640
	收入合计	20.60	18.84%	毛利合计	3.88	<b>EPS(估计, 元/股)</b>	<b>0.48</b>
2014年 (估计)	PE管道	15.30	22.00%	PE管道	3.37	三费(估计, 亿元)	1.8699
	BOPA薄膜	6.58	13.00%	BOPA薄膜	0.85	利润总额(估计, 亿元)	2.8174
	锂电隔膜	<b>0.95</b>	47.00%	锂电隔膜	0.45	所得税(估计, 亿元)	0.6866
	其他	0.09	22.71%	其他	0.02	净利润(估计, 亿元)	2.1308
	收入合计	22.92	20.45%	毛利合计	4.69	<b>EPS(估计, 元/股)</b>	<b>0.61</b>

资料来源: 航天证券研发部

### 具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

### 投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

### 免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“航天证券”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

### 风险提示:

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询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: [www.casstock.com](http://www.casstock.com)