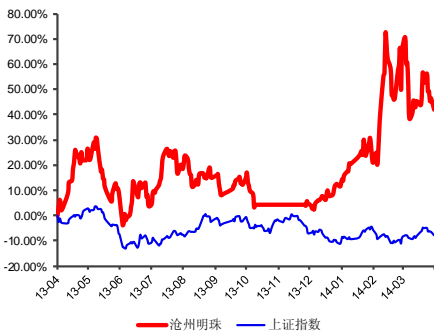


2014 年 4 月 22 日

评级（首次/维持/下调/上调）

推荐（下调）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

沧州明珠(002108)深度报告：三驾马车齐发力，启动新增长-2014/2/27

报告作者：

分析师：周纪庚

执业证书编号：S0590510120016

联系人：马松

电话：0510-8283-2380

Email: mas@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

沧州明珠（002108）2013 年报及 2014 年一季度报点评

事件：

- 沧州明珠发布2013年报及2014年一季度报：2013年实现营业收入19.83亿元，同比增长12.52%，实现归属于上市公司股东净利润1.49亿元，同比增长22.72%，扣非后净利润1.45亿元，基本每股EPS0.44元。公司拟向全体股东每10股派发现金红利2元。2014年一季度实现收入3.69亿元，同比增长15.5%，归属于上市公司股东净利润2184.5万元，同比下降-9.17%，扣非后净利润2063.7万元，同比下降10.95%，每股收益0.06元。同时公司预告上半年归属上市公司股东净利润为7253.6-8572.5万元，同比增长10%-30%。

点评：

- 公司一季度收入增长符合预期，净利润下降主要因投资收益减少所致。公司三大主营业务产能释放，收入稳定增长。净利润同比下降主要因13年一季度确认沧州银行594万投资收益致13年基数较高。
- PE 管材管件业务14年产能继续释放，稳定增长。公司PE管材管件13年实现销售91475.6吨，同比增长13%，略快于行业整体增速。天然气大发展带来对PE燃气管道需求的持续增加，此外公司也在加快拓展给水领域，公司产能消化无忧。成本加成定价，保证毛利率基本维持稳定，13年PE管材毛利率19.54%，同比基本持平。
- BOPA 薄膜下游需求稳定增长，毛利率持续回升。13年公司BOPA同步膜受益原材料己内酰胺国产化，毛利率持续回升，我们预计14年原材料成仍有下降空间。同时公司同步法双向拉伸薄膜技术世界领先，随着高端薄膜产品的投产，公司毛利率仍将继续回升。
- 锂电隔膜14年将继续大幅增长，是中期最大看点。公司13年锂电隔膜销量同比增长89.8%，收入同比增长94.2%。随着公司动力隔膜销量的提升，产品均价有所上升，同时随着公司对工艺的持续改进，产品良率也得以进一步提高，导致锂电隔膜毛利上升5.31个百分点达到了52.86%。14年公司将完成对原实验生产线的改造，届时公司

产能将达到 3000 万平米。新能源汽车产销量 14 年暴增，公司锂电隔膜出货量中动力隔膜占比将进一步提升。公司最大客户比亚迪新能源车型 E6、秦、腾势 14 年销量看好，公司将直接受益。

- **13 年销售费用增加致期间费用率高企，14 年一季度有所回落。**公司 13 年进一步加大了销售人员的激励导致销售费用大幅增加。我们预计 14 年销售费用率将有所下降。
- **公司应收账款仍然较高，但已有逐步改善迹象。**受公司商业模式的影响，公司应收账款一直较高，占用大量资金，导致公司财务费用高企和坏账损失增加。从一季度情况来看，公司加大了应收账款催收力度，运营效率有所改善。
- **下调评级至“推荐”。**由于公司锂电池隔膜价格低于此前预期，我们下调了公司 14 年锂电隔膜收入和利润的预测。预计公司 2014~2016 年每股收益为 0.54 元、0.65 元和 0.78 元，市盈率分别为 20.7 倍、17.4 倍和 14.5 倍，下调评级至“推荐”。
- **风险因素：**（1）公司募投项目进展不达预期；（2）比亚迪新能源汽车销量不达预期；（3）天然气发展受制气源问题不及预期。

单位：百万元	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1983.0	2249.9	2539.5	2968.0
YOY	12.5%	13.5%	12.9%	16.9%
归属母公司净利润	149.4	184.4	219.7	263.7
EPS(元)	0.44	0.54	0.65	0.78
P/E	25.6	20.7	17.4	14.5
P/B	3.3	3.0	2.7	2.4

数据来源：国联证券研究所

财务报表预测与财务指标 单位: 百万

利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,762.4	1,983.0	2,249.9	2,539.5	2,968.0
YOY(%)	6.2%	12.5%	13.5%	12.9%	16.9%
营业成本	1,454.8	1,607.2	1,810.9	2,034.9	2,377.7
营业税金及附加	7.2	6.0	6.7	7.6	8.9
销售费用	77.2	100.3	103.5	114.3	127.6
占营业收入比(%)	4.4%	5.1%	4.6%	4.5%	4.3%
管理费用	39.9	48.5	55.1	62.2	72.7
占营业收入比(%)	2.3%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%
EBIT	190.3	232.5	276.6	324.5	386.1
财务费用	26.3	19.9	21.8	22.6	25.5
占营业收入比(%)	1.5%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%
资产减值损失	7.7	8.7	8.0	8.0	8.0
投资净收益	6.9	6.5	0.0	0.0	0.0
营业利润	156.1	198.8	243.8	289.9	347.5
营业外净收入	8.3	5.3	6.0	7.0	8.0
利润总额	164.5	204.1	249.8	296.9	355.5
所得税	40.1	52.2	62.5	74.2	88.9
所得税率(%)	24.4%	25.6%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	124.4	151.9	187.4	222.7	266.7
占营业收入比(%)	7.1%	7.7%	8.3%	8.8%	9.0%
少数股东损益	2.7	2.6	3.0	3.0	3.0
归属母公司净利润	121.7	149.4	184.4	219.7	263.7
YOY(%)	21.0%	22.7%	23.4%	19.2%	20.0%
EPS (元)	0.37	0.44	0.54	0.65	0.78

主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力					
营业收入	6.2%	12.5%	13.5%	12.9%	16.9%
营业利润	21.0%	27.4%	22.6%	18.9%	19.9%
净利润	21.0%	22.7%	23.4%	19.2%	20.0%
获利能力					
毛利率(%)	17.5%	18.9%	19.5%	19.9%	19.9%
净利率(%)	7.1%	7.7%	8.3%	8.8%	9.0%
ROE(%)	11.2%	12.8%	14.4%	15.5%	16.8%
ROA(%)	10.8%	11.0%	12.5%	13.5%	14.1%
偿债能力					
流动比率	1.88	1.77	1.79	1.79	1.74
速动比率	1.63	1.45	1.40	1.40	1.36
资产负债率%	37.2%	43.3%	40.7%	39.7%	41.3%
营运能力					
总资产周转率	99.8%	93.8%	101.6%	105.7%	108.3%
应收账款周转天数	130.9	150.8	137.4	130.0	132.1
存货周转天数	37.5	53.6	56.7	53.8	55.4
每股指标 (元)					
每股收益	0.37	0.44	0.54	0.65	0.78
每股净资产	2.05	3.18	3.44	3.77	4.16
估值比率					
P/E	31.4	25.6	20.7	17.4	14.5
P/B	3.5	3.3	3.0	2.7	2.4

资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
现金	263.7	201.7	112.5	127.0	148.4
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项净额	684.2	868.8	895.6	962.2	1,146.6
存货	149.6	235.9	281.5	299.9	360.6
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动资产总额	1,097.5	1,306.3	1,289.6	1,389.0	1,655.6
固定资产净值	403.7	604.4	637.1	746.5	831.1
减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	403.7	604.4	637.1	746.5	831.1
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	146.5	87.7	173.0	156.0	145.0
固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产总额	550.2	692.1	810.1	902.5	976.1
无形资产	68.8	67.3	65.8	64.4	62.9
长期股权投资	43.2	43.7	43.7	43.7	43.7
其他长期资产	5.7	5.4	4.3	3.2	2.1
资产总额	1,765.5	2,114.8	2,213.6	2,402.9	2,740.4
循环贷款	387.7	563.7	506.9	562.5	675.5
应付款项	176.0	171.7	213.7	212.6	275.9
预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	80.2	19.6	1.0	1.0	1.0
流动负债	643.9	755.0	721.6	776.1	952.4
长期借款	49.0	148.0	148.0	148.0	148.0
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债总额	656.3	915.0	900.1	954.6	1,130.9
少数股东权益	26.1	26.1	28.7	31.7	34.7
股东权益	1,109.2	1,199.9	1,313.5	1,448.3	1,609.5
负债和股东权益	1,765.5	2,114.8	2,213.6	2,402.9	2,740.4

现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
税后利润	124.4	151.9	187.4	222.7	266.7
加: 少数股东损益	2.7	2.6	3.0	3.0	3.0
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
折旧和摊销	42.3	55.0	49.5	58.2	66.0
营运资金的变动	(93.3)	(168.9)	(0.3)	(55.7)	(149.2)
经营活动现金流	73.4	38.0	236.6	225.1	183.4
短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产投资	(176.2)	(169.5)	(168.5)	(150.8)	(139.0)
投资活动现金流	(176.2)	(169.5)	(168.5)	(150.8)	(139.0)
股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	100.0	100.0	0.0
公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	38.5	30.2	61.2	73.7	87.9
计入循环贷款前融资活动	(67.5)	(56.0)	(89.6)	(100.5)	(115.4)
循环贷款的增加/(减少)	324.1	123.7	36.6	136.9	(119.8)
融资活动现金流	256.6	67.8	(157.3)	(59.9)	(23.0)
现金净变动额	153.6	(64.3)	(89.2)	14.5	21.4

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心1号楼2401室

电话: 0755-82556064

传真: 0755-82556064

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。