

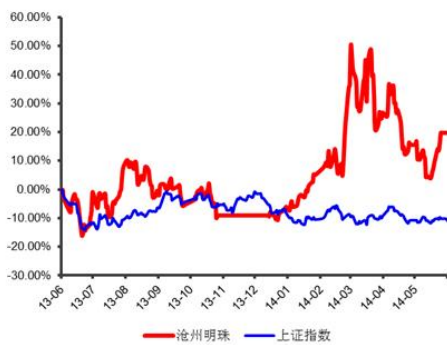
2014年6月5日

## 沧州明珠（002108）非公开发行股票预案点评

评级（首次/维持/下调/上调）

推荐（维持）

### 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：皮斌

执业证书编号：S0590514040001

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。

**事件：**沧州明珠发布非公开发行股票预案，以不低于9.18元/股价格向不超过十名投资者非公开增发不超过3750万股，募集资金不超过34425万元，用于建设2000万平米干法锂离子电池隔膜、2500万平米湿法锂离子电池隔膜项目以及补充重庆明珠流动资金。其中大股东东塑集团将以现金认购不低于本次发行总股数10%的股份。

### 点评：

- **掌握核心工艺，扩隔膜产能水到渠成。**公司09年开始投锂电隔膜产品，经过多年的积累，公司已经掌握了锂电隔膜生产的核心工艺，隔膜产品品质过硬，并获得比亚迪、苏州星恒、中航锂电等下游大客户的认证，批量供货。公司产能利用率较高，随着下游需求的扩张，公司产能扩张水到渠成。
- **投建湿法隔膜产能，拓展消费锂电领域。**公司目前的干法隔膜主要用于动力锂电领域。干法和湿法隔膜技术工艺上具有相通性，公司目前已经掌握了湿法隔膜生产工艺，发展湿法隔膜同干法隔膜会形成协同效应，有利于公司开拓客户。
- **新能源汽车爆发，扩张干法隔膜正当其时。**14年是国内新能源汽车发展的转折点，未来几年国内新能源汽车销量将呈现爆发式增长，对干法隔膜的需求也将出现高速增长，因此公司选择此时扩大干法隔膜产能，正当其时。下半年公司将拥有3000万平米干法隔膜产能，新增2000万平米干法产能后，届时公司将有5000万平米干法隔膜，充分保障公司分项新能源汽车的持续繁荣。
- **跟随比亚迪扩张电池产能步伐，公司隔膜需求有保障。**公司13年给比亚迪供货约500万平米，占比亚迪需求量的20%左右。随着比亚迪秦、E6和即将上市的腾势的热销，比亚迪动力电池产能已经有所不足，因此比亚迪日前完成增发扩张电池产能，若未来比亚迪6.5GWh动力电池新工厂完全达产，比亚迪年动力电池隔膜需求量将达到1.5亿平米左右。因此，公司的干法隔膜产能将有充分的需求保

障。此外，公司的下游客户中还有中航锂电、苏州星恒这样的动力电池厂商，中航锂电向众泰和康迪等公司供应动力电池、苏州星恒生产锂电自行车用动力电池，其需求均有较好前景。

- **维持“推荐”评级。**我们暂不调整公司盈利预测，待公司增发完成后再更新。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 20.1 倍、16.7 倍和 13.9 倍，业绩稳定增长，估值具备优势，维持“推荐”评级。
- **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	20.1	16.7	13.9
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
<b>营业收入</b>	<b>1,762.4</b>	<b>1,983.0</b>	<b>2,249.9</b>	<b>2,539.5</b>	<b>2,968.0</b>
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%
<b>EBIT</b>	<b>190.3</b>	<b>232.5</b>	<b>276.6</b>	<b>324.5</b>	<b>386.1</b>
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
<b>营业利润</b>	<b>156.1</b>	<b>198.8</b>	<b>243.8</b>	<b>289.9</b>	<b>347.5</b>
营业外净收入	8.3	5.3	6.0	7.0	8.0
<b>利润总额</b>	<b>164.5</b>	<b>204.1</b>	<b>249.8</b>	<b>296.9</b>	<b>355.5</b>
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%
<b>净利润</b>	<b>124.4</b>	<b>151.9</b>	<b>187.4</b>	<b>222.7</b>	<b>266.7</b>
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
<b>归属母公司净利润</b>	<b>121.7</b>	<b>149.4</b>	<b>184.4</b>	<b>219.7</b>	<b>263.7</b>
YOY(%)	21.0%	22.7%	23.4%	19.2%	20.0%
<b>EPS (元)</b>	<b>0.37</b>	<b>0.44</b>	<b>0.54</b>	<b>0.65</b>	<b>0.78</b>

主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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%
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标 (元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
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
<b>流动资产总额</b>	<b>1,097.5</b>	<b>1,306.3</b>	<b>1,289.6</b>	<b>1,389.0</b>	<b>1,655.6</b>
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
<b>固定资产总额</b>	<b>550.2</b>	<b>692.1</b>	<b>810.1</b>	<b>902.5</b>	<b>976.1</b>
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
<b>资产总额</b>	<b>1,765.5</b>	<b>2,114.8</b>	<b>2,213.6</b>	<b>2,402.9</b>	<b>2,740.4</b>
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
<b>流动负债</b>	<b>643.9</b>	<b>755.0</b>	<b>721.6</b>	<b>776.1</b>	<b>952.4</b>
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
<b>负债总额</b>	<b>656.3</b>	<b>915.0</b>	<b>900.1</b>	<b>954.6</b>	<b>1,130.9</b>
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
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,765.5</b>	<b>2,114.8</b>	<b>2,213.6</b>	<b>2,402.9</b>	<b>2,740.4</b>

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)
<b>经营活动现金流</b>	<b>73.4</b>	<b>38.0</b>	<b>236.6</b>	<b>225.1</b>	<b>183.4</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(176.2)</b>	<b>(169.5)</b>	<b>(168.5)</b>	<b>(150.8)</b>	<b>(139.0)</b>
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)
<b>融资活动现金流</b>	<b>256.6</b>	<b>67.8</b>	<b>(157.3)</b>	<b>(59.9)</b>	<b>(23.0)</b>
<b>现金净变动额</b>	<b>153.6</b>	<b>(64.3)</b>	<b>(89.2)</b>	<b>14.5</b>	<b>21.4</b>

**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。