

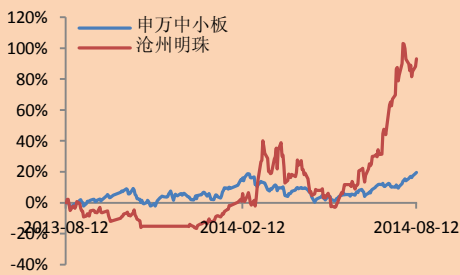


沧州明珠 (002108)

投资评级: 买入 (首次覆盖)

报告日期: 2014-08-13

股价走势:



宫模恒

0551-65161836

S0010512060001

传统业务稳增长、锂电池隔膜材料续发力

——沧州明珠 (002108) 2014 年半年报点评

事件:

报告期内, 公司实现营业总收入 96,552.26 万元, 较上年提高 13.13%; 营业利润 9,713.91 万元, 利润总额 10,017.30 万元, 归属于母公司所有者的净利润 7,397.43 万元, 分别较上年提高 13.40%、15.15%、12.18%。

□ 传统业务上半年表现稳健, 全年稳增长可期

公司 PE 管道和 BOPA 薄膜产品均已成为细分行业市场的龙头, 目前公司 PE 管道业务中燃气管营收占比达 80%, 市场进入门槛较高, 产品主要客户为燃气运营商及各地的燃气公司, 公司同凌云股份占据燃气管市场的 50-60% 的市场份额。排水管业务管道业务营收占比在 20% 左右, 虽然该业务市场准入门槛不高, 但该业务正处于快速推广期, 市场空间弹性大, 客户主要是各地的排水公司, 燃气管与排水管目前毛利水平相当。中报数据显示公司上半年 PE 管道业务营收达 6.05 亿元, 同比增 8.94%, 毛利率为 18.71%, 较去年同期微降 0.54%。公司薄膜塑料制品同样做到了行业龙头的地位, 目前市场份额大约在 30% 左右, 毛利率水平大约在 10%-20% 之间, 受化工产品价格影响较大。公司是国内首家通过自主研发全面掌握 BOPA 薄膜同步双向拉伸工艺的企业, 该项技术全球领先。报告期内公司 BOPA 薄膜塑料制品营收达 3.04 亿, 同比增 14.18%, 毛利率为 13.82%, 与去年同期持平。我们认为公司传统业务 2014 年仍有望保持较快的增速, 主要得益于重庆管材项目今年将全部投产贡献产能, 而公司自有资金建设的 5000 吨 BOPA 薄膜项目 2013 年只有半年的产能。

□ 锂离子电池业务加速进行时

锂离子电池隔膜新材料业务一直是公司营收和业绩弹性的看点, 报告期内公司锂离子电池隔膜新材料营收达 4828 万元, 较去年同期增 93.99%, 毛利率达 59.89%, 较去年同期减 1.18%, 该项业务仍处于高毛利高增长的快速通道, 营收占比增长显著, 2014 中期已由去年全年的 2.53% 增至 5.00%。报告期内公司引进的新能源汽车行业 TS-16949 质量管理体系获得认证通过。ISO/TS16949 是国际汽车行业的一个技术规范, 此规范只适用于汽车整车厂和其直接的零配件制造商。这些厂家必须是直接与生产汽车有关的, 能开展加工制造活动, 并通过这种活动使产品能够增值。对所认证的公司厂家资格, 有着严格的限定。目前公司除比亚迪外, 同苏州恒星、中航锂电等国内大的电池厂家基本都有了合作, 新能源汽车行业 TS-16949 国际质量管理体系认证的通过将为公司切入国际主流动力电池厂商生产链夯实根基。

盈利预测与估值

我们预测公司 2014、2015 年的营收同比增速为 15%、15%，净利润同比增速为 23%、29%，每股收益分别为 0.54 元、0.70 元，给予“买入”的评级。

盈利预测：

单位：百万元

财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1983	2280	2622	2990
收入同比 (%)	13%	15%	15%	14%
归属母公司净利润	149	183	237	285
净利润同比 (%)	23%	23%	29%	20%
毛利率 (%)	18.9%	19.5%	20.5%	21.0%
ROE (%)	12.7%	14.1%	16.3%	17.4%
每股收益	0.44	0.54	0.70	0.84
P/E	42.09	34.32	26.54	22.04
P/B	5.37	4.87	4.34	3.86
EV/EBITDA	12	18	12	8

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1,324	2,498	3,836	5,282	营业收入	1,983	2,280	2,622	2,990
现金	218	1,430	2,552	3,799	营业成本	1,607	1,836	2,085	2,362
应收账款	572	558	687	792	营业税金及附加	6	10	12	15
其他应收款	15	10	13	17	销售费用	100	114	136	161
预付账款	34	36	31	24	管理费用	49	59	73	90
存货	236	232	261	313	财务费用	20	25	7	(12)
其他流动资产	249	232	292	338	资产减值损失	9	0	0	0
非流动资产	822	774	734	692	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	44	43	43	43	投资净收益	6	6	6	7
固定资产	604	566	528	490	营业利润	199	243	315	381
无形资产	67	63	59	55	营业外收入	7	6	7	7
其他非流动资产	106	103	105	104	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2,146	3,272	4,570	5,974	利润总额	204	248	322	387
流动负债	768	805	818	825	所得税	52	62	80	97
短期借款	564	557	543	525	净利润	152	186	241	290
应付账款	116	129	154	170	少数股东损益	3	3	4	5
其他流动负债	88	119	121	130	归属母公司净利润	149	183	237	285
非流动负债	179	205	245	274	EBITDA	273	310	364	411
长期借款	148	148	148	148	EPS (元)	0.44	0.54	0.70	0.84
其他非流动负	31	57	97	126					
负债合计	946	1,009	1,063	1,099					
少数股东权益	29	32	36	41					
股本	340	340	340	340					
资本公积	330	330	330	330					
留存收益	501	621	778	959					
归属母公司股东权	1,171	1,291	1,448	1,630					
负债和股东权益	2,146	2,332	2,547	2,770					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E	
经营活动现金流	46	327	147	169	成长能力				
净利润	152	183	237	285	营业收入	12.52%	15.00%	15.00%	14.00%
折旧摊销	55	43	42	42	营业利润	27.35%	22.14%	29.89%	20.65%
财务费用	22	25	7	(12)	归属于母公司净利润	22.72%	22.65%	29.30%	20.43%
投资损失	(6)	(6)	(6)	(7)	获利能力				
营运资金变动	(178)	80	(136)	(144)	毛利率(%)	18.95%	19.50%	20.50%	21.00%
其他经营现金	2	3	4	5	净利率(%)	7.53%	8.03%	9.03%	9.54%
投资活动现金流	(170)	7	6	7	ROE(%)	12.66%	14.08%	16.25%	17.37%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	13.27%	12.11%	39.35%	-77.37%
长期投资	(1)	1	(0)	(0)	偿债能力				
其他投资现金	(169)	6	6	7	资产负债率(%)	44.09%	43.29%	41.73%	39.68%
筹资活动现金流	68	(63)	(114)	(111)	净负债比率(%)	-0.31%	-90.50%	#####	#####
短期借款	176	(7)	(13)	(19)	流动比率	1.72	3.10	4.69	6.40
长期借款	99	0	0	0	速动比率	1.42	2.82	4.37	6.02
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	1.01	0.84	0.67	0.57
其他筹资现金	(207)	(55)	(101)	(92)	应收账款周转率	3.97	4.13	4.29	4.12
现金净增加额	(55)	272	39	65	应付账款周转率	17.20	18.60	18.56	18.46
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.44	0.54	0.70	0.84
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.96	0.43	0.50
					每股净资产(最新摊薄)	3.44	3.79	4.26	4.79
					估值比率				
					P/E	42.1	34.3	26.5	22.0
					P/B	5.4	4.9	4.3	3.9
					EV/EBITDA	12.37	18.12	12.28	7.82

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。