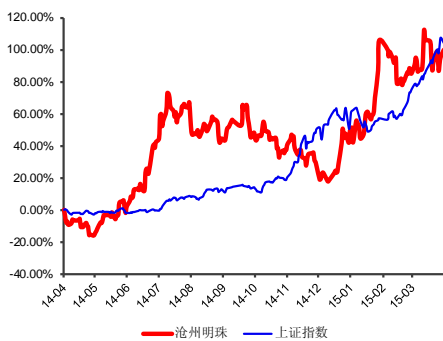


2015年4月21日

评级：推荐

最近52周走势：



相关研究报告：

沧州明珠（002108）2014年三季报点评 -财务费用大幅增加致业绩略低于预期-2014/10/22

报告作者：

分析师：皮斌

执业证书编号：S0590514040001

联系人：

马松

电话：0510-82832380

Email: mas@glsc.com.cn

独立性申明

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）2014年报及2015一季报点评

事件：4月20日沧州明珠发布2014年报，公司2014年实现营业收入20.90亿元，同比增长5.39%，归属上市公司净利润1.67亿元，同比增长11.88%，扣非后净利润1.61亿元，同比增长10.91%，基本每股收益0.49元，加权平均净资产收益率13.45%。公司14年的分配预案为每股派0.5元（含税），送红股2股转增5股。同时公司也公布了2015年一季度报告，一季度实现营业收入4.01亿元，同比增长8.55%，归属上市公司股东净利润3131.5万元，同比增长43.35%，扣非后净利润3189.0万元，同比增长54.52%。公司预计1-6月净利润增速为10%-30%。

点评：

- 锂离子电池隔膜是最大增长亮点。公司目前已经形成PE管道管件、BOPA隔膜和锂离子电池隔膜三大核心业务。从各业务表现来看，PE塑料管道业务同比持平，BOPA隔膜业务略有增长，锂离子电池隔膜业务成为公司收入和利润增长最大动力。
- 受益新能源汽车爆发，锂离子电池隔膜量价齐升，表现优异。公司2014年锂离子电池隔膜业务收入1.20亿元，同比增长139.22%，毛利率64.62%，同比大增11.76%。根据测算，公司2014年锂电池隔膜出货量约2700万平米，比2013年的约1500万平米，增长80%，均价约4.45元，比2013年增长32.9%，主要因为公司动力锂电池隔膜占比大幅提升，而动力电池隔膜的价格较高所致。2015年1季度新能源汽车继续高速增长，产量同比增长2.9倍，这为公司全年锂电隔膜的继续发力奠定了坚实基础。作为公司锂电隔膜最大客户的比亚迪，15年产销量将有望超过3倍。同时公司也在积极开拓其他动力电池客户，15年在客户结构上将进一步丰富。
- PE管道业务表现稳健，15年看重庆项目投产后产能释放。公司PE管道业务14年收入13.25亿元，同比下降0.13%，毛利率19.01%，同比减少0.5个百分点。公司PE管道产品与油价关联度较大，14年下半年油价大幅下挫，公司毛利率受到一定影响。15

年油价基本企稳，向上概率大幅增加，公司毛利率有望止跌。PE燃气管道和给水管道的受益城镇化建设，长期空间仍在，稳定增长可期。15年重庆项目建成后，产能释放，公司PE管道业务将重回增长。

- **BOPA 隔膜稳定增长。**BOPA 薄膜业务 14 年收入 6.26 亿元，同比增长 6.74%，毛利率 13.85%，同比略降。公司薄膜业务销售量 27894 吨，同比增长 16%，显示了下游稳定的需求情况。由于石油价格下跌引致的原材料价格下跌，公司产品均价下跌 8%。BOPA 薄膜下游需求偏消费品，因此增长稳定，15 年新建产能释放，全年增长无忧。
- **锂电隔膜收入大增，一季报业绩亮丽。**公司一季度业绩同比大幅增长，综合毛利率 21.34%，同比增加 3.5 个百分点。由于一季度是全年淡季，锂电池隔膜同比大幅增长应是毛利提升主因。
- **维持“推荐”评级。**我们预计公司 2015~2017 年每股收益为 0.57 元、0.77 元、0.93 元，市盈率分别为 40 倍、29 倍和 24 倍，公司作为动力锂电池隔膜龙头，将持续受益新能源汽车推广，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**(1) 公司募投项目进展不达预期；(2) 新能源汽车推广不及预期；(3) 油价及汇率大幅波动。

单位：百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,090.0	2,297.0	2,628.5	2,887.5
YOY	5.39%	9.91%	14.43%	9.85%
归属母公司净利润	167.1	207.5	279.2	336.9
EPS(元)	0.44	0.57	0.77	0.93
P/E	48.9	39.4	29.3	24.2
P/B	5.1	4.7	4.2	3.7

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						资产负债表					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,983.0	2,090.0	2,297.0	2,628.5	2,887.5	现金	201.7	379.2	114.9	131.4	144.4
YOY(%)	12.5%	5.4%	9.9%	14.4%	9.9%	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业成本	1,607.2	1,668.9	1,821.5	2,037.6	2,204.6	应收款项净额	868.8	861.5	834.5	919.3	941.4
营业税金及附加	6.0	12.5	13.8	15.8	17.3	存货	235.9	199.2	229.4	250.1	268.7
销售费用	100.3	99.6	105.7	120.9	132.8	其他流动资产	0.0	29.4	29.4	29.4	29.4
占营业收入比(%)	5.1%	4.8%	4.6%	4.6%	4.6%	流动资产总额	1,306.3	1,469.3	1,208.1	1,330.2	1,383.8
管理费用	48.5	54.9	59.7	68.3	75.1	固定资产净值	604.4	633.3	735.5	841.9	903.3
占营业收入比(%)	2.4%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	232.5	261.7	298.3	387.9	459.7	固定资产净额	604.4	633.3	735.5	841.9	903.3
财务费用	19.9	40.9	25.7	19.2	13.8	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	1.0%	2.0%	1.1%	0.7%	0.5%	在建工程	87.7	173.5	190.0	155.0	120.0
资产减值损失	8.7	-1.0	6.0	7.0	8.0	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	6.5	4.6	6.0	7.0	8.0	固定资产总额	692.1	806.8	925.5	996.9	1,023.3
营业利润	198.8	218.7	270.7	366.6	443.9	无形资产	67.3	88.5	86.5	84.6	82.6
营业外净收入	5.3	7.8	8.0	8.0	8.0	长期股权投资	43.7	8.2	14.2	21.2	29.2
利润总额	204.1	226.5	278.7	374.6	451.9	其他长期资产	5.4	75.0	74.1	73.1	72.1
所得税	52.2	57.2	68.2	91.9	111.0	资产总额	2,114.8	2,447.8	2,308.4	2,505.9	2,591.1
所得税率(%)	25.6%	25.3%	24.5%	24.5%	24.6%	循环贷款	563.7	501.2	314.1	268.3	127.7
净利润	151.9	169.3	210.5	282.7	340.9	应付款项	171.7	214.5	196.6	227.0	196.1
占营业收入比(%)	7.7%	8.1%	9.2%	10.8%	11.8%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	2.6	2.2	3.0	3.5	4.0	其他流动负债	80.2	19.6	1.0	12.0	12.0
归属母公司净利润	149.4	167.1	207.5	279.2	336.9	流动负债	815.6	735.4	511.7	507.4	335.9
YOY(%)	22.7%	11.9%	24.2%	34.6%	20.7%	长期借款	148.0	93.0	0.0	0.0	0.0
EPS (元)	0.37	0.44	0.57	0.77	0.93	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	915.0	820.8	522.7	507.4	335.9
						少数股东权益	26.1	28.7	30.8	33.8	37.3
						股东权益	1,199.9	1,627.0	1,785.7	1,998.6	2,255.2
						负债和股东权益	2,114.8	2,447.8	2,308.4	2,505.9	2,591.1
主要财务比率						现金流量表					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力						税后利润	151.9	169.3	210.5	282.7	340.9
营业收入	12.5%	5.4%	9.9%	14.4%	9.9%	加: 少数股东损益	2.6	2.2	3.0	3.5	4.0
营业利润	27.4%	10.0%	23.8%	35.5%	21.1%	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	22.7%	11.9%	24.2%	34.6%	20.7%	折旧和摊销	55.0	62.8	68.2	79.4	88.5
获利能力						营运资金的变动	(168.9)	(4.6)	(7.5)	(67.7)	(69.9)
毛利率(%)	18.9%	20.1%	20.7%	22.5%	23.7%	经营活动现金流	38.0	227.4	271.3	294.4	359.6
净利率(%)	7.7%	8.1%	9.2%	10.8%	11.8%	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	12.8%	10.5%	11.8%	14.2%	15.2%	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	11.0%	10.7%	12.9%	15.5%	17.7%	固定资产投资	(169.5)	(140.4)	(184.0)	(149.0)	(114.0)
偿债能力						投资活动现金流	(169.5)	(140.4)	(184.0)	(149.0)	(114.0)
流动比率	1.77	2.02	2.31	2.62	4.12	股权融资	0.0	362.5	0.0	0.0	0.0
速动比率	1.45	1.70	1.82	2.07	3.23	长期贷款的增加/(减少)	100.0	(55.0)	(93.0)	0.0	0.0
资产负债率%	43.3%	33.5%	22.6%	20.2%	13.0%	公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运能力						股利分配	38.5	30.2	61.2	18.2	51.9
总资产周转率	93.8%	85.4%	99.5%	104.9%	111.4%	计入循环贷款前融资活动	(67.5)	(56.0)	(89.6)	(53.4)	(71.5)
应收账款周转天数	150.8	146.0	127.8	123.8	115.5	循环贷款的增加(减少)	135.3	174.0	36.6	136.9	(119.8)
存货周转天数	53.6	43.6	46.0	44.8	44.5	融资活动现金流	67.8	118.1	(351.6)	(128.9)	(232.6)
每股指标(元)						现金净变动额	(64.3)	205.2	(264.3)	16.6	12.9
每股收益	0.37	0.44	0.57	0.77	0.93						
每股净资产	1.92	2.98	3.22	4.39	4.82						
估值比率											
P/E	54.7	48.9	39.4	29.3	24.2						
P/B	7.0	5.1	4.7	4.2	3.7						

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

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。