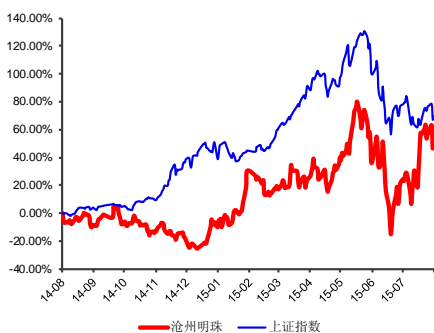


2015年8月21日

—沧州明珠（002108）2015半年报点评

评级：推荐

最近 52 周走势：



相关研究报告：

沧州明珠(002108)2014 年报及 2015 一季报点评：锂电隔膜量价齐升，持续看好-2015/4/21

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。

事件：8月20日沧州明珠发布2015年半年报，公司上半年实现营业收入9.73亿元，同比增长0.75%，归属上市公司净利润8996.5万元，同比增长21.62%，扣非后净利润9084.9万元，同比增长26.7%，基本每股收益0.15元。公司预计1-9月归属净利润增长10%-30%。

点评：

- 公司业绩稳定增长，符合预期。三大业务延续此前表现。锂离子电池隔膜收入和毛利率均大幅增长。PE塑料管道和塑料薄膜收入小幅下滑，主要因产品价格下降导致。
- 锂离子电池隔膜优势突出，干法隔膜四季度新产能建成，湿法隔膜继续大幅扩产6000万平米。公司锂电池隔膜上半年收入7170.6万元，同比增长48.53%，毛利率68.16%，同比增加8.27个百分点。一方面公司动力电池隔膜占比继续提升，销售均价有所上升；另一方面，上半年油价同比下降较多导致原材料成本有所下降。这两方面因素使得公司锂电隔膜毛利率再创历史新高，充分表明了公司锂电隔膜的高壁垒和溢价能力。上半年国内新能源汽车产销量同比增长3倍，作为公司大客户的比亚迪新能源汽车销售增长2倍左右，公司隔膜需求环境继续向好。产能方面，公司3000平米隔膜产能已经基本满产，四季度定增项目2000万平米干法隔膜产能有望正式投产。公司在突破干法隔膜工艺的同时也在积极进行湿法隔膜的产能布局。随着三元材料动力电池渐渐成为国内新能源汽车的方向，对湿法隔膜的需求将大幅增加。因此公司在去年定增2500万平米湿法隔膜的项目基础之上，计划由全资子公司德州东鸿以自有资金3.2亿元投资建设年产6000万平方米湿法锂离子电池隔膜生产线，建成后公司将拥有8500万平米湿法隔膜生产线，5000万平米干法隔膜生产线。湿法隔膜的生产工艺壁垒更高，价格也更高，在公司多年的工艺积累之上，我们相信公司有望复制在干法隔膜业务上的成功经验，迅速打开市场。

- **PE 管道业务表现稳健，毛利大幅上升。**公司 PE 管道业务上半年收入 5.77 亿元，同比下降 4.62%，毛利率 23.77%，同比大幅增长 5.06 个百分点，主要因为石油价格大跌使得原材料价格大幅下降所致。公司 PE 管道价格也随石油价格有一定调整，因此收入有所下降。综合来看，15 年公司重庆项目新产能将释放，而下游需求仍然在稳定增长，因此全年增长有保障。
- **BOPA 隔膜稳定。**BOPA 薄膜业务上半年收入 2.89 亿元，同比下降 4.94%，石油价格下降导致产品价格下降是主因，需求仍在稳定增长。BOPA 隔膜毛利率 11.32%，同比下降 2.5 个百分点，表明行业内竞争有所加剧。公司在行业内技术优势明显，需求保持稳定，公司该业务会保持平稳。
- **维持“推荐”评级。**我们预计公司 2015~2017 年每股收益为 0.34 元、0.42 元、0.55 元，市盈率分别为 44 倍、35 倍和 27 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	2,104.0	2,333.0	2,728.0
YOY	5.39%	0.67%	10.88%	16.93%
归属母公司净利润	167.1	207.8	261.2	340.0
EPS(元)	0.44	0.34	0.42	0.55
P/E	54.4	43.7	34.8	26.7
P/B	5.7	5.2	4.7	4.1

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	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,983.0	2,090.0	2,104.0	2,333.0	2,728.0
YOY(%)	12.5%	5.4%	0.7%	10.9%	16.9%
营业成本	1,607.2	1,668.9	1,632.3	1,790.8	2,056.9
营业税金及附加	6.0	12.5	12.6	14.0	16.4
销售费用	100.3	99.6	96.8	107.3	125.5
占营业收入比(%)	5.1%	4.8%	4.6%	4.6%	4.6%
管理费用	48.5	54.9	63.1	65.3	70.9
占营业收入比(%)	2.4%	2.6%	3.0%	2.8%	2.6%
EBIT	232.5	261.7	294.2	357.5	460.3
财务费用	19.9	40.9	21.2	12.9	10.3
占营业收入比(%)	1.0%	2.0%	1.0%	0.6%	0.4%
资产减值损失	8.7	-1.0	13.0	7.0	8.0
投资净收益	6.5	4.6	6.0	7.0	8.0
营业利润	198.8	218.7	271.0	342.6	448.0
营业外净收入	5.3	7.8	8.0	8.0	8.0
利润总额	204.1	226.5	279.0	350.6	456.0
所得税	52.2	57.2	68.3	85.9	112.0
所得税率(%)	25.6%	25.3%	24.5%	24.5%	24.6%
净利润	151.9	169.3	210.8	264.7	344.0
占营业收入比(%)	7.7%	8.1%	10.0%	11.3%	12.6%
少数股东损益	2.6	2.2	3.0	3.5	4.0
归属母公司净利润	149.4	167.1	207.8	261.2	340.0
YOY(%)	22.7%	11.9%	24.3%	25.7%	30.2%
EPS (元)	0.37	0.44	0.34	0.42	0.55

主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力					
营业收入	12.5%	5.4%	0.7%	10.9%	16.9%
营业利润	27.4%	10.0%	23.9%	26.4%	30.8%
净利润	22.7%	11.9%	24.3%	25.7%	30.2%
获利能力					
毛利率(%)	18.9%	20.1%	22.4%	23.2%	24.6%
净利率(%)	7.7%	8.1%	10.0%	11.3%	12.6%
ROE(%)	12.8%	10.5%	11.9%	13.4%	15.4%
ROA(%)	11.0%	10.7%	14.0%	14.8%	18.4%
偿债能力					
流动比率	1.77	2.02	3.16	2.92	5.09
速动比率	1.45	1.70	2.50	2.30	4.01
资产负债率%	43.3%	33.5%	15.2%	17.7%	10.3%
营运能力					
总资产周转率	93.8%	85.4%	99.9%	96.7%	109.1%
应收账款周转天数	150.8	146.0	115.7	131.2	115.9
存货周转天数	53.6	43.6	41.3	48.2	43.9
每股指标 (元)					
每股收益	0.37	0.44	0.34	0.42	0.55
每股净资产	1.13	1.75	1.89	2.58	2.83
估值比率					
P/E	60.8	54.4	43.7	34.8	26.7
P/B	7.8	5.7	5.2	4.7	4.1

资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
现金	201.7	379.2	105.2	116.7	136.4
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项净额	868.8	861.5	696.7	866.5	894.5
存货	235.9	199.2	184.8	236.5	247.5
其他流动资产	0.0	29.4	29.4	29.4	29.4
流动资产总额	1,306.3	1,469.3	1,016.1	1,249.0	1,307.8
固定资产净值	604.4	633.3	728.5	834.9	896.3
减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	604.4	633.3	728.5	834.9	896.3
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	87.7	173.5	190.0	155.0	120.0
固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产总额	692.1	806.8	918.5	989.9	1,016.3
无形资产	67.3	88.5	86.5	84.6	82.6
长期股权投资	43.7	8.2	14.2	21.2	29.2
其他长期资产	5.4	75.0	71.9	68.7	65.5
资产总额	2,114.8	2,447.8	2,107.1	2,413.4	2,501.4
循环贷款	563.7	501.2	147.1	195.9	65.0
应付款项	171.7	214.5	162.1	220.3	180.1
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	12.0	12.0
流动负债	815.6	735.4	310.3	428.2	257.2
长期借款	148.0	93.0	0.0	0.0	0.0
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	915.0	820.8	321.3	428.2	257.2
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	1,785.9	1,985.3	2,244.3
负债和股东权益	2,114.8	2,447.8	2,107.1	2,413.4	2,501.4

现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
税后利润	151.9	169.3	210.8	264.7	344.0
加: 少数股东损益	2.6	2.2	3.0	3.5	4.0
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
折旧和摊销	55.0	62.8	70.4	81.6	90.7
营运资金的变动	(168.9)	(4.6)	143.0	(162.4)	(80.8)
经营活动现金流	38.0	227.4	424.2	183.9	353.9
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	(169.5)	(140.4)	(184.0)	(149.0)	(114.0)
投资活动现金流	(169.5)	(140.4)	(184.0)	(149.0)	(114.0)
股权融资	0.0	362.5	0.0	0.0	0.0
长期贷款的增加/(减少)	100.0	(55.0)	(93.0)	0.0	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	18.2	51.9
计入循环贷款前融资活动	(67.5)	(56.0)	(89.6)	(53.4)	(67.1)
循环贷款的增加/(减少)	135.3	174.0	36.6	136.9	(119.8)
融资活动现金流	67.8	118.1	(514.2)	(23.5)	(220.1)
现金净变动额	(64.3)	205.2	(274.0)	11.5	19.8

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。