

2015年9月29日

公司研究

买入

研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001  
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn  
联系人：张翠翠 S0350115090020  
021-20281096 zhangcc@ghzq.com.cn

## 干法隔膜行业龙头，湿法隔膜即将投产

——沧州明珠（002108）调研简报

近日我们调研了沧州明珠，了解公司经营现状以及未来的发展规划。

### 调研要点：

- **公司是国内干法隔膜行业龙头企业。**公司于2008年进军锂电隔膜行业，通过与高校合作完成初期的理论研究和工艺开发，2009年成功研制动力锂电隔膜，近五年公司持续改善干法隔膜生产工艺和稳定性，现已拥有6项隔膜发明专利。目前，公司客户涵盖比亚迪、ATL、力神、万向等国内主要动力电池厂商，其中50%干法隔膜供给比亚迪。
- **湿法隔膜需求空间广阔，公司湿法隔膜项目稳步推进。**自特斯拉采用湿法隔膜与陶瓷涂覆技术结合，提高了电池容量同时解决了电池安全性问题，湿法隔膜发展空间巨大。价格方面，湿法隔膜比干法隔膜平均高1元/平方米，陶瓷涂覆膜再高1元/平方米。目前公司湿法隔膜项目稳步推进，2500万平方米湿法隔膜项目预计2016年初投产，生产稳定后，受益于自动化程度高，湿法隔膜良品率最高可达到70%（国内干法隔膜良品率55%左右）。此外，公司继续扩大湿法隔膜产能，拟以自筹资金兴建6000万平方米湿法隔膜项目，其中一条生产线（3000万平方米湿法隔膜）预计2016年底投产，另一条生产线预计2017年投产。
- **湿法隔膜成为公司未来重点发展方向。**随着陶瓷涂覆技术解决了湿法隔膜安全性问题，湿法隔膜将从高端3C数码领域延伸到动力电池领域。目前我国湿法隔膜仍以进口为主，国内动力电池厂商湿法隔膜国产化需求迫切，公司凭借技术优势将不断扩大湿法隔膜产能，提升市场占有率。干法隔膜方面，公司将保持现有产能，未来计划转向储能领域。
- **传统业务盈利能力稳定。**公司传统业务包括PE管材和BOPA膜，目前拥有PE管材产能10.5万吨，主要包括燃气管材和给水管材，属于工程类产品，其定价主要根据市场状况，双方协商给予稳定的毛利空间，盈利能力稳定。BOPA膜与原材料价格紧密相关，目前拥有BOPA膜产能2.85万吨，随着生活水平提高，产品销量将稳步提升。
- **维持“买入”评级。**随着新能源汽车爆发式增长，锂电隔膜需求空间广阔，湿法隔膜结合陶瓷涂覆技术是动力电池未来发展方向，公司扩大锂电池湿法隔膜产能，我们看好公司未来的发展前景，维持“买入”评级。预计公司2015-2017年EPS为0.34、0.45和0.58元，对应市盈率分别为45.5倍、34.4倍、26.5倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新能源汽车增速低于预期；同行业竞争加剧风险；公司相关项目推进的不确定性风险。

沧州明珠盈利预测

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	10%	15%	16%	17%	EPS	0.46	0.34	0.45	0.58
毛利率	20%	23%	25%	28%	BVPS	4.39	2.73	2.89	3.10
期间费率	10%	10%	9%	10%	<b>估值</b>				
销售净利率	8%	10%	12%	14%	P/E	33.4	45.5	34.4	26.5
<b>成长能力</b>					P/B	3.5	5.6	5.3	4.9
收入增长率	5%	3%	7%	10%	P/S	2.7	4.4	4.1	3.7
利润增长率	12%	24%	32%	30%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
总资产周转率	0.83	0.80	0.82	0.86	<b>营业收入</b>	<b>2090</b>	<b>2159</b>	<b>2301</b>	<b>2534</b>
应收账款周转率	2.49	2.52	2.66	2.85	营业成本	1669	1671	1723	1818
存货周转率	8.38	7.93	7.77	7.93	营业税金及附加	13	9	10	15
<b>偿债能力</b>					销售费用	100	112	117	134
资产负债率	35%	37%	35%	34%	管理费用	55	60	64	70
流动比	2.00	1.67	1.66	1.74	财务费用	41	25	24	24
速动比	1.74	1.44	1.41	1.48	其他费用/(-收入)	6	(3)	0	(2)
					<b>营业利润</b>	<b>219</b>	<b>278</b>	<b>361</b>	<b>471</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	营业外净收支	8	3	11	11
现金及现金等价物	436	405	360	403	<b>利润总额</b>	<b>226</b>	<b>281</b>	<b>372</b>	<b>482</b>
应收款项	841	858	864	889	所得税费用	57	71	95	123
存货净额	199	212	223	231	<b>净利润</b>	<b>169</b>	<b>210</b>	<b>278</b>	<b>359</b>
其他流动资产	52	43	51	56	少数股东损益	2	3	4	4
<b>流动资产合计</b>	<b>1528</b>	<b>1517</b>	<b>1497</b>	<b>1578</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>167</b>	<b>207</b>	<b>274</b>	<b>355</b>
固定资产	633	731	800	843					
在建工程	173	273	323	343	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
无形资产及其他	88	88	86	85	<b>经营活动现金流</b>	<b>222</b>	<b>240</b>	<b>344</b>	<b>415</b>
长期股权投资	8	8	8	8	净利润	169	210	278	359
<b>资产总计</b>	<b>2519</b>	<b>2706</b>	<b>2802</b>	<b>2946</b>	少数股东权益	2	3	4	4
短期借款	501	651	621	611	折旧摊销	62	56	64	71
应付款项	177	170	190	201	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	16	18	19	21	营运资金变动	(11)	(28)	(2)	(20)
其他流动负债	72	69	71	76	<b>投资活动现金流</b>	<b>(140)</b>	<b>(253)</b>	<b>(184)</b>	<b>(134)</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>765</b>	<b>908</b>	<b>901</b>	<b>909</b>	资本支出	(115)	(253)	(184)	(134)
长期借款及应付债券	93	58	58	58	长期投资	36	0	0	0
其他长期负债	34	34	34	34	其他	(61)	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>127</b>	<b>92</b>	<b>92</b>	<b>92</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>118</b>	<b>(16)</b>	<b>(204)</b>	<b>(235)</b>
<b>负债合计</b>	<b>892</b>	<b>999</b>	<b>993</b>	<b>1001</b>	债务融资	(118)	115	(30)	(10)
股本	364	614	614	614	权益融资	327	0	0	0
股东权益	1627	1706	1810	1945	其它	(91)	(131)	(174)	(225)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2519</b>	<b>2706</b>	<b>2802</b>	<b>2946</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>199</b>	<b>(29)</b>	<b>(44)</b>	<b>46</b>

## 【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。