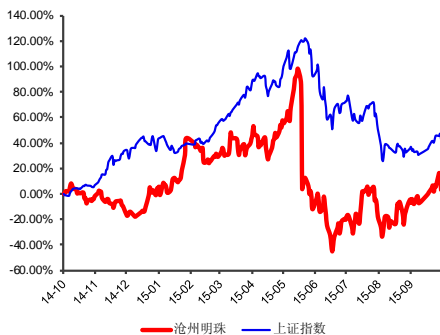


2015年10月22日

—沧州明珠（002108）2015年三季度报点评

评级：推荐

最近52周走势：



相关研究报告：

沧州明珠(002108)2015半年报点评：锂电隔膜优异，将继续大幅扩产湿法隔膜-2015/8/20

报告作者：

分析师：马松

执业证书编号：S0590515090002

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：10月22日沧州明珠发布2015年三季度报，公司前三季度实现营业收入15.79亿元，同比增长1.6%，归属上市公司净利润1.55亿元，同比增长28.8%，扣非后净利润1.54亿元，同比增长32.32%，基本每股收益0.25元。公司预计2015年归属净利润增长10%-30%。

点评：

- 公司业绩符合预期。公司三季度单季实现营收6.06亿元，同比增长2.98%，净利润6509.8万元，同比增长40.24%，增速较二季度加快，与锂电隔膜放量和油价企稳回升有直接关系。公司全年预增10-30%，符合我们预期。
- 锂离子电池隔膜贡献主要盈利增长，持续看好。三季度新能源汽车产销继续高歌猛进，产量7.7万辆，同比增长268%，在此带动下，动力电池供不应求，根据高工锂电统计，三季度动力电池产量为425万KWh，同比增长238%，整体锂电池电芯产量为1166.3万KWh，同比增长56%。公司干法隔膜产品广泛用于动力电池中，目前3000万平米产能已经基本满产，正在新建2000万平米的干法线，预计四季度能够试生产。随着国内动力电池市场格局的演变，公司也在积极新建湿法隔膜生产线，规划总产能达8500万平米，这将成为公司未来隔膜业务持续增长的动力。我们认为公司在隔膜领域已经建立起了领先优势，干法湿法同步推进，未来有望成为国内锂电隔膜市场的领导者之一，持续看好公司锂电隔膜业务的成长性。
- PE管道和BOPA隔膜业务稳健。公司PE管道和BOPA隔膜业务一直以来发展较为稳健，15年以来受国内经济增速下滑和原材料价格下降影响，公司业务增速有所下降。PE管道公司在大力开拓市政给水市场，国家“海绵城市”战略的提出，将加快地下管网建设力度，是公司的机遇之一。BOPA隔膜业务下游应用医疗、食品等行业，消费品属性较强，仍有长期增长空间。

- **维持“推荐”评级。**我们维持公司 2015~2017 年每股收益预测为 0.34 元、0.42 元、0.55 元，市盈率分别为 52 倍、42 倍和 32 倍，公司战略前瞻，大力开发湿法隔膜产品，长期成长空间明确，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	64.9	52.2	41.5	31.9
P/B	6.8	6.2	5.6	4.9

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	资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>1,983.0</b>	<b>2,090.0</b>	<b>2,104.0</b>	<b>2,333.0</b>	<b>2,728.0</b>	现金	201.7	379.2	105.2	116.7	136.4
YOY(%)	12.5%	5.4%	0.7%	10.9%	16.9%	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	1,632.3	1,790.8	2,056.9	应收款项净额	868.8	861.5	696.7	866.5	894.5
营业税金及附加	6.0	12.5	12.6	14.0	16.4	存货	235.9	199.2	184.8	236.5	247.5
销售费用	100.3	99.6	96.8	107.3	125.5	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%	<b>流动资产总额</b>	<b>1,306.3</b>	<b>1,469.3</b>	<b>1,016.1</b>	<b>1,249.0</b>	<b>1,307.8</b>
管理费用	48.5	54.9	63.1	65.3	70.9	固定资产净值	604.4	633.3	728.5	834.9	896.3
占营业收入比(%)	2.4%	2.6%	3.0%	2.8%	2.6%	减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBIT</b>	<b>232.5</b>	<b>261.7</b>	<b>294.2</b>	<b>357.5</b>	<b>460.3</b>	固定资产净额	604.4	633.3	728.5	834.9	896.3
财务费用	19.9	40.9	21.2	12.9	10.3	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	1.0%	2.0%	1.0%	0.6%	0.4%	在建工程	87.7	173.5	190.0	155.0	120.0
资产减值损失	8.7	-1.0	13.0	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	<b>固定资产总额</b>	<b>692.1</b>	<b>806.8</b>	<b>918.5</b>	<b>989.9</b>	<b>1,016.3</b>
<b>营业利润</b>	<b>198.8</b>	<b>218.7</b>	<b>271.0</b>	<b>342.6</b>	<b>448.0</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>204.1</b>	<b>226.5</b>	<b>279.0</b>	<b>350.6</b>	<b>456.0</b>	其他长期资产	5.4	75.0	71.9	68.7	65.5
所得税	52.2	57.2	68.3	85.9	112.0	<b>资产总额</b>	<b>2,114.8</b>	<b>2,447.8</b>	<b>2,107.1</b>	<b>2,413.4</b>	<b>2,501.4</b>
所得税率(%)	25.6%	25.3%	24.5%	24.5%	24.6%	循环贷款	563.7	501.2	147.1	195.9	65.0
<b>净利润</b>	<b>151.9</b>	<b>169.3</b>	<b>210.8</b>	<b>264.7</b>	<b>344.0</b>	应付款项	171.7	214.5	162.1	220.3	180.1
占营业收入比(%)	7.7%	8.1%	10.0%	11.3%	12.6%	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
<b>归属母公司净利润</b>	<b>149.4</b>	<b>167.1</b>	<b>207.8</b>	<b>261.2</b>	<b>340.0</b>	<b>流动负债</b>	<b>815.6</b>	<b>735.4</b>	<b>310.3</b>	<b>428.2</b>	<b>257.2</b>
YOY(%)	22.7%	11.9%	24.3%	25.7%	30.2%	长期借款	148.0	93.0	0.0	0.0	0.0
<b>EPS (元)</b>	<b>0.37</b>	<b>0.44</b>	<b>0.34</b>	<b>0.42</b>	<b>0.55</b>	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>915.0</b>	<b>820.8</b>	<b>321.3</b>	<b>428.2</b>	<b>257.2</b>
						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
						<b>负债和股东权益</b>	<b>2,114.8</b>	<b>2,447.8</b>	<b>2,107.1</b>	<b>2,413.4</b>	<b>2,501.4</b>
<b>主要财务比率</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>现金流量表</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
<b>成长能力</b>						税后利润	151.9	169.3	210.8	264.7	344.0
营业收入	12.5%	5.4%	0.7%	10.9%	16.9%	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%	23.9%	26.4%	30.8%	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	22.7%	11.9%	24.3%	25.7%	30.2%	折旧和摊销	55.0	62.8	70.4	81.6	90.7
<b>获利能力</b>						营运资金的变动	(168.9)	(4.6)	143.0	(162.4)	(80.8)
毛利率(%)	18.9%	20.1%	22.4%	23.2%	24.6%	<b>经营活动现金流</b>	<b>38.0</b>	<b>227.4</b>	<b>424.2</b>	<b>183.9</b>	<b>353.9</b>
净利率(%)	7.7%	8.1%	10.0%	11.3%	12.6%	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	12.8%	10.5%	11.9%	13.4%	15.4%	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	11.0%	10.7%	14.0%	14.8%	18.4%	固定资产投资	(169.5)	(140.4)	(184.0)	(149.0)	(114.0)
<b>偿债能力</b>						<b>投资活动现金流</b>	<b>(169.5)</b>	<b>(140.4)</b>	<b>(184.0)</b>	<b>(149.0)</b>	<b>(114.0)</b>
流动比率	1.77	2.02	3.16	2.92	5.09	股权融资	0.0	362.5	0.0	0.0	0.0
速动比率	1.45	1.70	2.50	2.30	4.01	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%	15.2%	17.7%	10.3%	公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>营运能力</b>						股利分配	38.5	30.2	61.2	18.2	51.9
总资产周转率	93.8%	85.4%	99.9%	96.7%	109.1%	计入循环贷款前融资活动	(67.5)	(56.0)	(89.6)	(53.4)	(67.1)
应收账款周转天数	150.8	146.0	115.7	131.2	115.9	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	41.3	48.2	43.9	<b>融资活动现金流</b>	<b>67.8</b>	<b>118.1</b>	<b>(514.2)</b>	<b>(23.5)</b>	<b>(220.1)</b>
<b>每股指标(元)</b>						<b>现金净变动额</b>	<b>(64.3)</b>	<b>205.2</b>	<b>(274.0)</b>	<b>11.5</b>	<b>19.8</b>
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						
<b>估值比率</b>											
P/E	72.6	64.9	52.2	41.5	31.9						
P/B	9.3	6.8	6.2	5.6	4.9						

### 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。