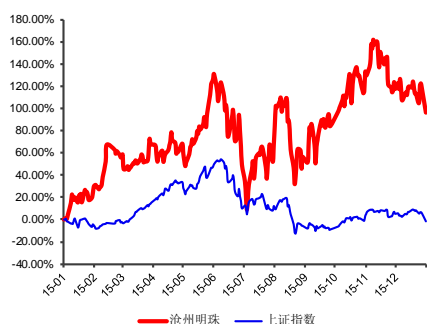


2016年1月5日

— 沧州明珠（002108）2016年临时公告点评

评级：推荐

## 最近 52 周走势：



## 相关研究报告：

沧州明珠(002108)2015年三季报点评：  
业绩稳健，锂电隔膜持续成长明确  
-2015/10/22

## 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：1月5日沧州明珠发布公告，由公司全资子公司德州东鸿制膜科技有限公司投资建设“年产2,500万平方米湿法锂离子电池隔膜项目”的相关设备调试完毕，完成了试生产，现已开始正式投产。

## 点评：

- **湿法隔膜产线顺利投产意义重大。**湿法隔膜生产线如期顺利投产意味着公司具备了规模化生产湿法锂离子电池隔膜产品的能力，昭示了公司在隔膜领域深厚的工艺积累，使得公司成为国内第二家同时拥有干法和湿法两大生产工艺的公司（第一家为星源材质），对公司发展意义重大，公司未来的成长空间大幅提升。
- **湿法隔膜是2016年国内动力隔膜市场的主要增长点。**我们在新能源汽车行业2016年年度策略中提出，以续航里程为补贴标准的政策导向下，2016年大部分新能源乘用车都将使用三元材料动力电池，实际上在15年末的纯电动乘用车产销中，采用三元材料动力电池的车型产量占比已经高达70%以上。动力电池向三元动力的转向对电池材料带来的重大变化之一就是湿法隔膜的需求量将大幅上升，这是16年锂电隔膜行业最明确的趋势。根据赛迪顾问数据，2016年国内锂电隔膜产量将达到15.8亿平米，同比增长66.3%，进口替代和新能源汽车的双重作用使得国内隔膜市场增速大大高于行业增速，其中动力电池带来的湿法隔膜需求将是主要的增长点。
- **公司领先优势明显，是最主要的受益者。**公司在锂电隔膜市场上一步一个脚印，先是完成了干法隔膜的量产，并成功进入比亚迪的供应链。再向湿法隔膜迈进，并成功量产。我们看到市场上很多企业也都在积极扩建湿法隔膜生产线，但公司在隔膜量产方面的工艺积累和客户优势是其他企业所不能及的。公司前期在干法隔膜的推广中积累了丰富客户，并保持了长期的合作，借助于渠道的协同作用，公司可以更快的进入电池厂商供应体系，实现更

快放量。目前公司在规划湿法隔膜总产能达 8500 万平米，这将成为公司未来隔膜业务持续增长的动力。公司已然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。

- **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 47 倍、38 倍和 29 倍，公司湿法隔膜成功量产后，长期成长空间更加确定，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	58.9	47.4	37.7	29.0
P/B	6.2	5.6	5.1	4.5

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
<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>成长能力</b>						<b>现金流量表</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
营业收入	12.5%	5.4%	0.7%	10.9%	16.9%	税后利润	151.9	169.3	210.8	264.7	344.0
营业利润	27.4%	10.0%	23.9%	26.4%	30.8%	加: 少数股东损益	2.6	2.2	3.0	3.5	4.0
净利润	22.7%	11.9%	24.3%	25.7%	30.2%	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>获利能力</b>						折旧和摊销	55.0	62.8	70.4	81.6	90.7
毛利率(%)	18.9%	20.1%	22.4%	23.2%	24.6%	营运资金的变动	(168.9)	(4.6)	143.0	(162.4)	(80.8)
净利率(%)	7.7%	8.1%	10.0%	11.3%	12.6%	<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>
ROE(%)	12.8%	10.5%	11.9%	13.4%	15.4%	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	11.0%	10.7%	14.0%	14.8%	18.4%	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>偿债能力</b>						固定资产投资	(169.5)	(140.4)	(184.0)	(149.0)	(114.0)
流动比率	1.77	2.02	3.16	2.92	5.09	<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>
速动比率	1.45	1.70	2.50	2.30	4.01	股权融资	0.0	362.5	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	43.3%	33.5%	15.2%	17.7%	10.3%	长期贷款的增加/(减少)	100.0	(55.0)	(93.0)	0.0	0.0
<b>营运能力</b>						公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产周转率	93.8%	85.4%	99.9%	96.7%	109.1%	股利分配	38.5	30.2	61.2	18.2	51.9
应收账款周转天数	150.8	146.0	115.7	131.2	115.9	计入循环贷款前融资活动	(67.5)	(56.0)	(89.6)	(53.4)	(67.1)
存货周转天数	53.6	43.6	41.3	48.2	43.9	循环贷款的增加(减少)	135.3	174.0	36.6	136.9	(119.8)
<b>每股指标(元)</b>						<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>
每股收益	0.37	0.44	0.34	0.42	0.55	<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>
每股净资产	1.13	1.75	1.89	2.58	2.83						
<b>估值比率</b>											
P/E	65.9	58.9	47.4	37.7	29.0						
P/B	8.4	6.2	5.6	5.1	4.5						

### 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。