

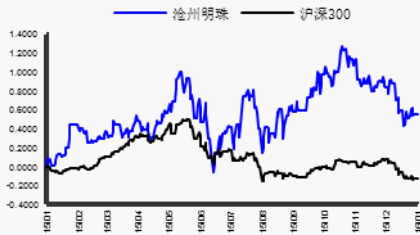
研究所

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

定增加码高端湿法隔膜，未来高速增长可期

——沧州明珠（002108）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
沧州明珠	-16.1	-24.5	46.4
沪深300	-18.5	-12.8	-10.1

市场数据 2016-1-25

当前价格（元）	14.51
52周价格区间（元）	8-33.36
总市值（百万）	8973.83
流通市值（百万）	8915.50
总股本（万股）	61845.81
流通股（万股）	61443.86
日均成交额（百万）	538.05
近一月换手（%）	64.99

相关报告

《沧州明珠2015年调研简报》
《沧州明珠2015年三季报点评》

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

事件：

- 公司发布非公开发行预案，拟不低于14.16元/股非公开发行不超过5000万股，募集资金总额不超过7.08亿元，扣除发行费用后全部用于年产1.05亿平方米湿法锂离子电池隔膜和补充流动资金项目。

公司拟以人民币1.18亿元出资设立全资子公司沧州明珠锂电隔膜有限公司，主营业务为生产和销售锂离子电池隔膜产品、新产品的研发、货物进出口。

点评：

- 定增加码湿法隔膜，预计2018年湿法隔膜达1.8亿平方米，缓解了湿法隔膜供不应求的局面。公司年产2500万平方米湿法隔膜如期投产，成为国内少数同时掌握干法和湿法两大生产工艺并实现量产的锂电隔膜供应商。此外，以自筹资金新建6000万平方米湿法隔膜预计2016年底投产。此次募投项目1.05亿湿法隔膜建成投产后，将进一步扩大湿法隔膜产能，预计2018年有望全部投产，届时公司将拥有1.9亿平方米湿法隔膜产能。目前我国湿法隔膜仍以进口为主，补贴政策倒逼动力电池向三元材料转换助力湿法隔膜需求量快速上升。随着公司湿法隔膜项目投产，缓解国内锂电湿法隔膜供不应求的局面。
- 湿法隔膜占比提升，公司盈利能力有望显著增强。按照目前市场平均价格，湿法隔膜在5元/平方米，比干法隔膜价格高20%，毛利率高达60%以上。由于新能源汽车爆发式增长，锂电隔膜尤其是湿法隔膜作为壁垒最高的锂电材料，毛利率有望继续维持高位。随着公司湿法隔膜占比提升，有望显著提高公司盈利水平。我们按照2017年湿法隔膜产销量1.4亿平方米测算，湿法隔膜将为公司带来7亿营收，净利润达1.7亿元。
- 维持公司“买入”评级。定增加码湿法隔膜，预计2018年湿法隔膜达1.8亿平方米，缓解了湿法隔膜供不应求的局面。此外随着湿法隔膜占比提升，公司盈利能力有望显著增强。我们看好公司未来发展前景，基于审慎性原则，暂不考虑非公开增发因素，预计公司2015-2017年的每股收益为0.34、0.45和1.21元，维持“买入”评级。
- 风险提示：下游增速低于预期；非公开发行不确定性风险；隔膜项

目建设进度低于预期。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	2090	2165	2307	3582
增长率(%)	5.4%	3.6%	6.6%	55.3%
净利润(百万元)	167	211	276	742
增长率(%)	11.9%	26.0%	31.1%	168.7%
摊薄每股收益(元)	0.46	0.34	0.45	1.21
ROE(%)	10.3%	14.8%	15.6%	17.1%

沧州明珠财务预测

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标				
ROE	10%	15%	16%	17%	EPS	0.46	0.34	0.45	1.21
毛利率	20%	23%	25%	38%	BVPS	4.39	2.73	2.89	3.34
期间费率	10%	10%	10%	10%	估值				
销售净利率	8%	10%	12%	21%	P/E	31.6	42.3	32.3	12.0
成长能力					P/B	3.3	5.3	5.0	4.3
收入增长率	5%	4%	7%	55%	P/S	2.5	4.1	3.9	2.5
利润增长率	12%	26%	31%	169%					
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	0.83	0.80	0.81	1.02	营业收入	2090	2165	2307	3582
应收账款周转率	2.49	2.52	2.66	2.85	营业成本	1669	1669	1723	2236
存货周转率	8.38	7.93	7.77	7.93	营业税金及附加	13	9	10	21
偿债能力					销售费用	100	113	118	190
资产负债率	35%	37%	37%	40%	管理费用	55	61	65	99
流动比	2.00	1.56	1.31	1.28	财务费用	41	26	28	39
速动比	1.74	1.33	1.08	1.07	其他费用/(-收入)	6	(5)	0	(2)
					营业利润	219	283	364	996
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业外净收支	8	2	11	11
现金及现金等价物	436	303	168	120	利润总额	226	285	375	1007
应收款项	841	860	866	1256	所得税费用	57	72	95	257
存货净额	199	211	223	284	净利润	169	213	280	750
其他流动资产	52	43	51	79	少数股东损益	2	3	4	8
流动资产合计	1528	1418	1307	1739	归属于母公司净利润	167	211	276	742
固定资产	633	831	1041	1235					
在建工程	173	273	323	343	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
无形资产及其他	88	88	86	85	经营活动现金流	222	241	354	462
长期股权投资	8	8	8	8	净利润	169	213	280	750
资产总计	2519	2707	2855	3498	少数股东权益	2	3	4	8
短期借款	501	651	721	991	折旧摊销	62	56	73	91
应付款项	177	170	190	247	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	16	18	19	29	营运资金变动	(11)	(31)	(2)	(387)
其他流动负债	72	68	71	95	投资活动现金流	(140)	(353)	(334)	(304)
流动负债合计	765	908	1001	1363	资本支出	(115)	(353)	(334)	(304)
长期借款及应付债券	93	58	8	8	长期投资	36	0	0	0
其他长期负债	34	34	34	34	其他	(61)	0	0	0
长期负债合计	127	92	42	42	筹资活动现金流	118	(18)	(155)	(199)
负债合计	892	999	1043	1405	债务融资	(118)	115	20	270
股本	364	614	614	614	权益融资	327	0	0	0
股东权益	1627	1708	1812	2093	其它	(91)	(133)	(175)	(469)
负债和股东权益总计	2519	2707	2855	3498	现金净增加额	199	(130)	(134)	(41)

资料来源：公司数据，国海证券研究所

注：不考虑本次非公开增发因素影响

【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，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。