

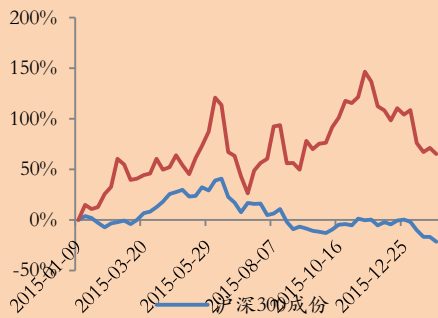


## 沧州明珠 (002108)

投资评级: 买入

报告日期: 2016-01-26

### 股价走势:



研究员: 宫模恒

0551-65161836

gongmoheng@163.com

S0010512060001

联系人: 蒋园园

0551-65161836

jiangyy\_1987@163.com

联系人: 高欣宇

0551-65161837

gaoxy\_pro@126.com

# 持续加码湿法隔膜, 誓做龙头不罢休

**事件:** 公司 2016 年 1 月 25 日发布公告称, 拟以每股 14.16 元的价格, 定向增发不超过 5000 万股, 募集资金不超过 7.08 亿元。扣除发行费用后, 其中 5.92 亿元用于年产 1.05 亿平米湿法锂离子电池隔膜项目; 1 亿元用于补充流动资金。其中, 锂离子电池项目的实施主体为公司全资子公司沧州明珠锂电池隔膜有限公司, 项目建设周期为 2 年左右。

### 湿法隔膜顺利投产, 未来盈利空间巨大

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”的于 2016 年 1 月 4 日正式投产, 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, 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。在产品性能上, 干法隔膜较厚, 安全性较好, 主要适用于动力电池, 在以特斯拉为代表的三元技术出现后, 湿法隔膜在用于 3C 类电子产品之外还可以用在动力电池上, 这主要是因为陶瓷涂布技术的出现使湿法隔膜在安全性方面得到了有效保证, 随着动力电池向三元材料的不断转变, 未来湿法隔膜需求将大大提升。

### 产能不足局面即将打破, 市场份额有望快速提升

动力电池爆发带来对湿法隔膜的旺盛需求。2015 年国内新能源汽车产量达到 37.9 万辆, 同比增长 4 倍以上, 对动力电池的需求量将达到 20GWh 以上, 对锂电隔膜的需求量将达到 3.6 亿平米左右。公司目前拥有 5000 万平方米干法隔膜产能和 2500 万平方米湿法隔膜产能, 并以自有资金投资建设 6000 万平方米湿法隔膜生产线, 叠加本次定增实施的 1.05 亿湿法隔膜生产线, 公司二年后累计产能将达到 2.4 亿平方米, 这将大大缓解公司产能不足的现状。而公司作为比亚迪、力神、ATL 等一线电池品牌的主要供应商, 随着产能的快速释放, 未来市场份额有望大大提升, 进一步提高公司在隔膜材料领域的龙头地位。

### 进口替代和下游需求保证产品毛利率水平

隔膜是锂电池四大关键材料中技术壁垒最高的材料, 也是毛利率最高的材料。过去几年里, 锂电隔膜的高毛利率吸引了大量新进入者, 而新建产能集中在低端产品领域, 造成了低端产品供过于求的局面, 高技术壁垒使得中高端产品国内供给远低于市场需求, 特别是高端产品约 90% 为进口隔膜。随着隔膜国产化率的不断提升以及下游市场的旺盛需求, 隔膜毛利率仍然保持了一个较高的水平, 公司 2015 年上班年隔膜产品毛利率达到 68.16%, 利润空间巨大。

### 盈利预测与估值

新能源汽车市场发展迅猛，公司作为比亚迪、ATL、力神等国内一线电池公司的主要供应商，随着产能的快速扩展，经营业绩有望快速提升。预计公司 2015-2017 年的 EPS 分别为 0.35 元、0.47 元、0.58 元，对应的 PE 分别为 40 倍、30 倍、24 倍，给予“买入”评级。

#### 盈利预测：

单位：百万元

财务指标	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2090	2257	2731	3278
收入同比(%)	5%	8%	21%	20%
归属母公司净利润	167	219	291	358
净利润同比(%)	12%	31%	33%	23%
毛利率(%)	20.1%	21.3%	22.3%	22.5%
ROE(%)	10.4%	11.2%	13.6%	15.2%
每股收益(元)	0.27	0.35	0.47	0.58
P/E	51.78	39.54	29.73	24.16
P/B	5.42	4.42	4.05	3.67
EV/EBITDA	15	26	21	18

资料来源：wind、华安证券研究所

**附录：财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	1,528	1,883	2,141	2,456	<b>营业收入</b>	2,090	2,257	2,731	3,278
现金	436	716	657	656	营业成本	1,669	1,777	2,122	2,540
应收账款	506	590	721	838	营业税金及附加	13	14	16	20
其他应收款	5	9	13	12	销售费用	100	108	131	157
预付账款	21	11	(4)	(22)	管理费用	55	56	68	82
存货	199	218	275	315	财务费用	41	24	24	24
其他流动资产	361	339	480	657	资产减值损失	(1)	0	0	0
<b>非流动资产</b>	991	998	982	983	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	8	32	28	23	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	633	593	553	513	<b>营业利润</b>	219	278	370	455
无形资产	88	83	77	72	营业外收入	8	0	0	0
其他非流动资产	261	291	324	375	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	2,519	2,881	3,124	3,439	<b>利润总额</b>	226	278	370	455
<b>流动负债</b>	765	746	782	838	所得税	57	56	74	91
短期借款	501	501	501	503	<b>净利润</b>	169	223	296	364
应付账款	173	151	184	233	少数股东损益	2	4	5	6
其他流动负债	91	94	96	102	<b>归属母公司净利润</b>	167	219	291	358
<b>非流动负债</b>	127	143	168	201	<b>EBITDA</b>	321	348	439	524
长期借款	93	93	93	93	<b>EPS (元)</b>	0.27	0.35	0.47	0.58
其他非流动负	34	50	75	108					
<b>负债合计</b>	892	889	949	1,039					
少数股东权益	31	35	39	45					
股本	364	618	618	618					
资本公积	632	598	598	598					
留存收益	600	741	918	1,139					
归属母公司股东权	1,596	1,958	2,135	2,356					
<b>负债和股东权益</b>	2,519	2,881	3,124	3,439					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	222	207	80	153
净利润	169	219	291	358
折旧摊销	63	46	46	45
财务费用	37	24	24	24
投资损失	(5)	0	0	0
营运资金变动	(84)	(86)	(285)	(280)
其他经营现金	42	4	5	6
<b>投资活动现金流</b>	(140)	11	4	5
资本支出	0	0	0	0
长期投资	36	(24)	4	5
其他投资现金	(176)	34	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	118	117	(140)	(157)
短期借款	(63)	(0)	(0)	2
长期借款	(55)	0	0	0
普通股增加	24	255	0	0
资本公积增加	302	(34)	0	0
其他筹资现金	(90)	(103)	(140)	(159)
<b>现金净增加额</b>	199	335	(56)	1

主要财务比率				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.39%	8.01%	21.00%	20.00%
营业利润	9.97%	27.26%	32.78%	23.02%
归属于母公司净利润	11.88%	30.95%	32.98%	23.07%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	20.15%	21.30%	22.30%	22.50%
净利率(%)	8.00%	9.69%	10.65%	10.93%
ROE(%)	10.40%	11.17%	13.60%	15.15%
ROIC(%)	12.44%	14.05%	13.70%	14.75%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	35.41%	30.85%	30.40%	30.20%
净负债比率(%)	-12.44%	-21.58%	-17.16%	-12.83%
流动比率	2.00	2.52	2.74	2.93
速动比率	1.74	2.23	2.39	2.55
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.90	0.84	0.91	1.00
应收账款周转率	3.95	4.17	4.24	4.27
应付账款周转率	14.46	13.95	16.30	15.70
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.35	0.47	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.34	0.13	0.25
每股净资产(最新摊薄)	2.58	3.17	3.45	3.81
<b>估值比率</b>				
P/E	51.8	39.5	29.7	24.2
P/B	5.4	4.4	4.1	3.7
EV/EBITDA	15.46	25.80	20.76	17.53

资料来源：华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。