

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

业绩符合预期，加码湿法隔膜助力公司高速增长

——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	-26.4	-25.0	22.5
沪深300	-22.2	-16.5	-13.8

市场数据 2016-2-1

当前价格（元）	13.00
52周价格区间（元）	8-33.36
总市值（百万）	8039.95
流通市值（百万）	7987.70
总股本（万股）	61845.81
流通股（万股）	61443.86
日均成交额（百万）	538.66
近一月换手（%）	63.43

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：

■ 公司公布业绩快报，2015 年实现营业收入 21.75 亿，同比增长 4.09%，归属于上市公司股东净利润 2.15 亿，同比增长 28.46%。

点评：

- 新能源汽车销量屡超预期，隔膜销量高速增长。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，屡超市场预期，对应锂电池需求量达 30Gwh 以上，按照 1kwh 锂电池需要 20m² 隔膜测算，锂电池需求量达到 6 亿平方米，行业处于供不应求局面。公司客户目前涵盖比亚迪、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。公司干法隔膜 2000 万平方米/年募投项目于 9 月顺利投产，缓解了锂电隔膜供不应求的局面，为锂电池隔膜销售量快速增长提供基础。
- 传统业务盈利能力稳定增长。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，目前随着生活水平提高，产品销量将稳步提升。
- 高端湿法隔膜项目如期投产，定增加码湿法隔膜助力公司高速增长。公司 2500 万平方米湿法隔膜如期投产，在生产干法锂离子电池隔膜产品同时具备规模化生产湿法锂离子电池隔膜产品的能力，成为少数能够量产高端锂电湿法隔膜的上市企业。此外，公司继续扩大湿法隔膜产能，拟以自筹资金新建 6000 万平方米湿法隔膜项目，预计 2016 年底投产。2016 年 1 月 25 日，公司公告拟募集资金 7.08 亿用于年产 1.05 亿平方米湿法锂离子电池隔膜，预计 2018 年有望全部投产，届时公司拥有 1.9 亿平方米湿法隔膜。按照 2017 年湿法隔膜销量 1.4 亿平方米测算，湿法隔膜将为公司带来 1.7 亿净利润。
- 维持公司“买入”评级。新能源汽车销量屡超预期，隔膜行业处于供不应求局面，隔膜销量高速增长；传统业务 PE 管材和 BOPA 膜盈利能力稳定增长；高端湿法隔膜项目如期投产，定增加码湿法隔膜助力公司高速增长，我们看好公司的发展前景。预计公司 2015-2017 年的每股收益为 0.35、0.45 和 1.21 元，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；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	2175	2307	3582
增长率(%)	5.4%	4.1%	6.1%	55.3%
净利润(百万元)	167	215	276	742
增长率(%)	11.9%	28.6%	28.3%	169.0%
摊薄每股收益(元)	0.46	0.35	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	0.35	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	28.3	37.1	28.9	10.8
成长能力					P/B	3.0	4.8	4.5	3.9
收入增长率	5%	4%	6%	55%	P/S	2.3	3.7	3.5	2.2
利润增长率	12%	29%	28%	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	2175	2307	3582
应收账款周转率	2.49	2.52	2.66	2.85	营业成本	1669	1672	1723	2235
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	98
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	289	363	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	301	169	122	利润总额	226	291	374	1007
应收款项	841	864	866	1256	所得税费用	57	73	95	257
存货净额	199	212	223	284	净利润	169	218	279	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	1420	1309	1741	归属于母公司净利润	167	215	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	242	358	462
长期股权投资	8	8	8	8	净利润	169	218	279	750
资产总计	2519	2709	2856	3500	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)	(35)	2	(387)
其他流动负债	72	69	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	(21)	(155)	(199)
负债合计	892	1000	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	1709	1813	2095	其它	(91)	(136)	(175)	(469)
负债和股东权益总计	2519	2709	2856	3500	现金净增加额	199	(132)	(130)	(41)

资料来源：公司数据，国海证券研究所

【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。