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

湿法隔膜持续加码，助力公司高速发展

——沧州明珠（002108）调研简报

近日我们调研了沧州明珠，了解公司经营现状以及未来的发展规划。

调研要点：

- **BOPA 膜价差增大及锂电池隔膜产能释放是一季度业绩大超预期主要原因。**公司拥有 2.8 万吨 BOPA 膜产能，其中，两步法 9000 吨，同步法 19000 吨。国内同步法主要集中沧州东鸿、厦门长塑、日本尤尼吉克，2015 年 12 月底，尤尼吉可宣布关停位于江苏子公司的 4500 吨同步法产能，国内同步尼龙膜供应格局改善，产品价格上调 2000-3000 元/吨。同时原材料价格下降引起 BOPA 薄膜价差增大实现 BOPA 薄膜利润增加。2015 年隔膜项目如期投产是一季度业绩大超预期主要原因，“年产 2000 万平方米干法锂离子电池隔膜项目”于 2015 年 9 月完工达产，“年产 2500 万平方米湿法锂离子电池隔膜项目”于 2016 年 1 月完工达产，2016 年一季度锂离子电池隔膜产品产销量较 2015 年一季度有较大幅度的增长。

- **湿法隔膜需求空间广阔，公司湿法隔膜项目稳步推进。**自特斯拉采用湿法隔膜与陶瓷涂覆技术结合，提高了电池容量同时解决了电池安全性问题，湿法隔膜发展空间巨大。价格方面，干法隔膜在 4 元/平方米左右，湿法隔膜比干法隔膜平均高 1 元/平方米。目前公司拥有干法隔膜 5000 万平方米，计划通过调节工艺参数将产能扩大到 6500 万平方米。湿法隔膜项目目前稳步推进，2500 万平方米湿法隔膜项目已于 2016 年 1 月如期投产，干法隔膜主要供给比亚迪、LG、万向等知名厂商，湿法隔膜 1 月份开始量产，目前小批量供给比亚迪，ATL、力神等公司处于认证期。以自筹资金新建 6000 万平方米湿法隔膜项目正在稳步推进，其中一条 3000 万平方米生产线，预计 2016 年底投产，第二条 3000 万平方米生产线预计 2017 年上半年投产。2016 年 1 月 25 日，公司拟以每股 14.16 元的价格，募集资金不超过 7.08 亿元，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，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。随着新产能逐步释放，公司锂电池隔膜将进入高速增长期。

- **PE 管材受益于原材料价格下降，盈利能力稳定增长。**公司目前拥有 PE 管材产能 10.5 万吨，主要包括燃气管材和给水管材，目前成为新奥、中燃、港华等大型燃气公司主要供应商，受益于石油价格下行，聚乙烯原材料等产品价格呈下降趋势，公司产品毛利上升。同时受益于国家对燃气输送等领域改革，地下管理和海绵城市建设，PE 管材有望进入稳定增长时期。

- **维持“买入”评级。**公司业务主要包括锂电池隔膜、BOPA 膜、PE 管材。湿法隔膜如期投产及后续扩产，奠定锂电隔膜龙头地位；BOPA 膜受益供需格局改善，产品价格实现较快增长；PE 管材受益于原材料价格下降，盈利能力稳定增长。我们看好公司未来的发展前景，维持“买入”评级。基于审慎性原则，暂不考虑非公开增发，预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.61、0.78 和 1.05 元，对应市盈率分别为 30.7 倍、24.1 倍、17.8 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**新能源汽车增速低于预期；非公开增发的不确定性风险；公司相关项目推进的不确定性风险。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	2175	2442	2805	3332
增长率(%)	4.1%	12.3%	14.9%	18.8%
净利润（百万元）	215	378	481	652
增长率(%)	28.4%	75.9%	27.5%	35.4%
摊薄每股收益（元）	0.35	0.61	0.78	1.05
ROE(%)	12.0%	14.8%	15.6%	17.1%

资料来源：Wind，国海证券研究所

沧州明珠盈利预测

证券代码：002108.SZ	股票价格：18.72				投资评级：买入				日期：2016/3/21
财务指标	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**	**每股指标与估值**	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	12%	15%	16%	17%	EPS	0.35	0.61	0.78	1.05
毛利率	24%	29%	31%	34%	BVPS	2.90	3.31	3.83	4.64
期间费率	11%	9%	9%	9%	**估值**				
销售净利率	10%	15%	17%	20%	P/E	53.9	30.7	24.1	17.8
成长能力					P/B	6.5	5.7	4.9	4.0
收入增长率	4%	12%	15%	19%	P/S	5.3	4.7	4.1	3.5
利润增长率	28%	76%	27%	35%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
总资产周转率	0.89	0.91	0.97	1.00	**营业收入**	**2175**	**2442**	**2805**	**3332**
应收账款周转率	2.48	2.52	2.70	2.85	营业成本	1654	1725	1937	2194
存货周转率	7.57	7.45	7.60	7.60	营业税金及附加	10	10	13	20
偿债能力					销售费用	109	127	143	177
资产负债率	26%	24%	18%	14%	管理费用	75	83	95	113
流动比	2.17	2.33	3.01	4.24	财务费用	50	11	3	(4)
速动比	1.81	1.96	2.55	3.67	其他费用/（-收入）	(10)	(8)	(5)	(4)
					营业利润	**267**	**479**	**609**	**828**
资产负债表（百万元）	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**	营业外净收支	4	3	6	6
现金及现金等价物	157	182	305	581	**利润总额**	**271**	**482**	**615**	**834**
应收款项	878	970	1037	1168	所得税费用	56	102	132	179
存货净额	219	233	256	291	**净利润**	215	380	484	655
其他流动资产	70	85	98	117	少数股东损益	1	2	2	3
流动资产合计	**1324**	**1470**	**1697**	**2157**	**归属于母公司净利润**	**215**	**378**	**481**	**652**
固定资产	788	752	830	881					
在建工程	140	270	180	120	**现金流量表（百万元）**	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
无形资产及其他	80	80	77	74	**经营活动现金流**	**132**	**350**	**482**	**591**
长期股权投资	8	8	8	8	净利润	215	380	484	655
资产总计	**2435**	**2676**	**2887**	**3335**	少数股东权益	1	2	2	3
短期借款	363	363	263	163	折旧摊销	74	69	66	73
应付款项	161	176	198	224	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	18	20	23	27	营运资金变动	(158)	(100)	(70)	(140)
其他流动负债	68	72	81	94	**投资活动现金流**	**(222)**	**(163)**	**(53)**	**(64)**
流动负债合计	**609**	**631**	**565**	**509**	资本支出	(121)	(163)	(53)	(64)
长期借款及应付债券	0	(35)	(85)	(85)	长期投资	(0)	0	0	0
其他长期负债	34	34	34	34	其他	(101)	0	0	0
长期负债合计	**34**	**(1)**	**(51)**	**(51)**	**筹资活动现金流**	**(192)**	**(160)**	**(306)**	**(251)**
负债合计	**644**	**630**	**514**	**458**	债务融资	(231)	(35)	(150)	(100)
股本	618	618	618	618	权益融资	0	0	0	0
股东权益	1792	2046	2374	2877	其它	39	(125)	(156)	(151)
负债和股东权益总计	**2435**	**2676**	**2887**	**3335**	**现金净增加额**	**(282)**	**27**	**123**	**276**

资料来源：Wind，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，除法律规定的情况外，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、展示或以其他任何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。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。