

## 兼具干法、湿法隔膜产能，紧盯下游产业发展方向

推荐（维持）

昨日我们调研了沧州明珠，与公司相关人员进行了交流，现将要点进行如下总结。

### ⑤ 四大因素带动一季度业绩大增

公司此前发布公告称，预计2016年1-3月将实现归属于上市公司所有者的净利润9,394.50万元-10,960.25万元，同比大幅增长200%-250%，以目前股本计算，对应的EPS为0.15元-0.18元。公司一季度业绩增长主要来源于四个方面：一是今年1月，公司年产2500万平米湿法薄膜项目投产，并开始给比亚迪等下游客户供货；二是去年下半年，公司年产2000万平米干法薄膜项目投产；三是消化了部分去年隔膜存货；四是原油价格低迷背景下公司BOPA薄膜成本有所下降，而得益于日本尤尼吉可关闭了位于苏州的一条同步发BOPA薄膜生产线，导致供应紧张，公司BOPA薄膜价格上涨。在以上四个因素作用下，公司一季度业绩出现大幅增长。

### ⑤ 紧盯下游产业发展，传统主业稳定为主

公司目前有三大业务，PE管道、BOPA薄膜和锂电池隔膜。PE管道主要用于城市燃气及给排水等领域；BOPA薄膜主要用于食品包装领域；锂电池隔膜用于锂电池隔膜和电子产品领域。其中PE管道和BOPA薄膜是公司传统主业，经过多年的发展，在行业内处于龙头地位，下游客户较为稳定，暂时不打算扩增产能，以保持稳定为主。锂电池隔膜方面，公司于2009年开始研发，并于2012年开始销售干法锂电池隔膜，近年来又突破湿法锂电池隔膜技术。湿法薄膜制造的锂电池具有能量密度高、体积小等特点，过去主要用于电子产品，随着锂电池三元正极材料的广泛应用，湿法隔膜也可以用于动力电池领域，未来增量可观。因此公司根据对未来产业的发展判断，重点发展湿法隔膜产品。

### ⑤ 兼具干法、湿法隔膜产能，重点发展湿法隔膜

随着1月份年产2500万平米的湿法隔膜投产，公司目前的锂电池产能结构是年产5000万平米干法隔膜和年产2500万平米湿法隔膜。售价方面，湿法隔膜比干法高10%-20%。由于三元材料在锂电池中的应用不断增多，将间接带动湿法隔膜的需求，因此公司重点加码湿法隔膜产能。公司自筹资金建设的年产6000万平米湿法隔膜项目预计将于2016年年底达产。同时公司计划定增募资建设年产1.05亿平米湿法隔膜项目，全部达产后，公司将拥有2.4亿平米的锂电池隔膜产能，其中湿法

### 市场表现 截至2016.3.24



### 市场数据 2016-3-24

A股收盘价(元)	18.03
一年内最高价(元)	22.55
一年内最低价(元)	8.00
上证指数	2,960.97
市净率	6.2
总股本(万股)	61,846
实际流通A股(万股)	61,444
限售流通A股(万股)	402
流通A股市值(亿元)	110.8

分析师：丁思德

执业证书号：S1490515070002

电话：010-85556179

邮箱：dingside@hrsec.com.cn

证券研究报告

隔膜产能 1.9 亿平米。公司目前已经成为比亚迪、ATL、力神、万向等国内主要客户的供应商。隔膜产品的不断扩产，将成为公司未来业绩增长的主要动力。

#### ⑤ 盈利预测及估值

假设公司各在建项目顺利达产，我们维持公司盈利预测，预计 2016-2018 年公司每股收益分别为 0.47 元、0.62 元和 0.84 元，以昨日收盘价计算，对应的动态市盈率为 38 倍、29 倍和 21，维持公司“推荐”评级。

#### ⑤ 风险提示

1、在建项目进度不达预期风险；2、原油价格波动风险；3、新能源汽车政策风险；4、锂电池隔膜过于依赖大客户风险。



盈利预测表:

资产负债表

单位: 百万元	2013年	2014年	2015年	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>1,324.4</b>	<b>1,527.9</b>	<b>1,323.6</b>	<b>1,656.9</b>	<b>1,837.0</b>	<b>2,236.6</b>
现金	218.1	436.0	156.8	340.5	366.9	567.6
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	262.6	334.5	196.4	301.2	330.1	367.2
应收款项	556.8	501.7	628.0	677.4	766.5	885.7
其他应收款	15.3	4.6	53.5	35.8	44.4	54.0
存货	235.9	199.2	218.7	239.7	260.4	288.5
其他	264.3	365.6	229.8	328.9	360.7	397.6
<b>非流动资产</b>	<b>821.8</b>	<b>991.2</b>	<b>1,111.9</b>	<b>1,268.1</b>	<b>1,366.5</b>	<b>1,445.2</b>
长期股权投资	43.7	8.2	8.2	14.1	11.1	11.6
固定资产	604.4	633.3	788.1	972.0	1,077.3	1,162.6
无形资产	67.3	88.5	80.4	74.0	73.9	72.1
其他	106.3	261.3	235.2	208.0	204.2	198.8
<b>资产总计</b>	<b>2,146.2</b>	<b>2,519.1</b>	<b>2,435.5</b>	<b>2,925.0</b>	<b>3,203.5</b>	<b>3,681.8</b>
<b>流动负债</b>	<b>767.8</b>	<b>765.4</b>	<b>609.5</b>	<b>1,271.8</b>	<b>1,254.8</b>	<b>1,295.3</b>
短期负债	563.7	501.2	363.0	1,003.3	962.5	981.5
应付账款	116.3	172.8	158.3	173.7	194.3	212.1
预收账款	18.7	15.9	18.2	20.7	23.1	26.6
其他	30.5	33.7	34.2	9.1	7.2	7.9
<b>长期负债</b>	<b>178.5</b>	<b>126.7</b>	<b>34.2</b>	<b>-18.2</b>	<b>-49.7</b>	<b>-85.5</b>
长期借款	148.0	93.0	0.0	-27.2	-56.9	-93.4
其他	30.5	33.7	34.2	9.1	7.2	7.9
<b>负债合计</b>	<b>907.8</b>	<b>850.3</b>	<b>607.8</b>	<b>1,188.5</b>	<b>1,137.5</b>	<b>1,142.6</b>
股本	340.2	363.8	618.5	618.5	618.5	618.5
资本公积金	330.2	632.4	449.7	0.0	0.0	0.0
留存收益	500.9	600.0	723.7	1,016.8	1,340.5	1,810.2
少数股东权益	28.7	30.8	0.0	2.6	5.5	9.3
母公司所有者权益	1,171.2	1,596.2	1,791.8	1,635.3	1,959.0	2,428.7
<b>负债及权益合计</b>	<b>2,146.2</b>	<b>2,519.1</b>	<b>2,435.5</b>	<b>2,893.4</b>	<b>3,171.9</b>	<b>3,650.2</b>

现金流量表

单位: 百万元	2013年	2014年	2015年	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-41.3</b>	<b>290.0</b>	<b>258.1</b>	<b>351.1</b>	<b>439.6</b>	<b>544.0</b>
净利润	151.9	169.3	215.4	293.7	384.1	522.9
折旧摊销	45.2	63.4	82.9	102.1	121.1	140.3
财务费用	19.9	40.9	50.0	57.5	62.0	52.3
投资收益	-6.5	-4.6	-4.4	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	-258.6	64.9	-78.3	-128.6	-127.5	-174.5
其他	6.7	-43.9	-7.5	26.4	-0.2	3.1
<b>投资活动现金流</b>	<b>121.9</b>	<b>292.4</b>	<b>202.6</b>	<b>229.1</b>	<b>212.3</b>	<b>217.6</b>
资本支出	116.9	312.6	193.6	224.7	215.7	219.5
其他投资	5.0	-20.2	8.9	4.4	-3.4	-1.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>15.9</b>	<b>96.7</b>	<b>-311.6</b>	<b>-75.2</b>	<b>-222.6</b>	<b>-137.6</b>
借款变动	176.0	-62.5	-138.2	640.3	-40.7	19.0
普通股增加	0.0	23.6	254.7	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	0.0	302.3	-182.7	-449.7	0.0	0.0
股利分配	-61.2	-68.0	-90.9	0.0	-59.8	-51.8
其他	-98.9	-98.6	-154.4	-265.7	-122.1	-104.8

利润表

单位: 百万元	2013年	2014年	2015年	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>1,983.0</b>	<b>2,090.0</b>	<b>2,175.3</b>	<b>2,498.3</b>	<b>2,819.9</b>	<b>3,227.6</b>
营业成本	1,607.2	1,668.9	1,654.4	1,839.3	2,016.5	2,218.8
营业税金及附加	6.0	12.5	10.1	12.1	14.0	15.7
营业费用	100.3	99.6	109.0	123.4	139.1	159.7
管理费用	48.5	54.9	74.5	84.9	92.5	107.9
财务费用	19.9	40.9	50.0	57.5	62.0	52.3
资产减值损失	8.7	-1.0	14.1	0.0	0.0	0.0
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	6.5	4.6	4.4	0.0	0.0	0.0
<b>营业利润</b>	<b>198.8</b>	<b>218.7</b>	<b>267.4</b>	<b>381.1</b>	<b>495.7</b>	<b>673.1</b>
营业外收入	6.7	8.3	10.9	0.0	0.0	0.0
营业外支出	1.5	0.5	7.3	0.0	0.0	0.0
<b>利润总额</b>	<b>204.1</b>	<b>226.5</b>	<b>271.0</b>	<b>381.1</b>	<b>495.7</b>	<b>673.1</b>
所得税	52.2	57.2	55.6	87.4	111.6	150.3
<b>净利润</b>	<b>151.9</b>	<b>169.3</b>	<b>215.4</b>	<b>293.7</b>	<b>384.1</b>	<b>522.9</b>
少数股东权益	2.6	2.2	0.8	2.6	2.9	3.8
归属母公司所有者净利润	149.4	167.1	214.6	293.1	383.5	521.5
EPS (元)	0.44	0.46	0.35	0.47	0.62	0.84

主要财务比率

单位: 百万元	2013年	2014年	2015年	2016E	2017E	2018E
<b>同比增长率</b>						
营业收入	12.5%	5.4%	4.1%	14.8%	12.9%	14.5%
营业利润	27.4%	10.0%	22.3%	42.5%	30.1%	35.8%
净利润	22.7%	11.9%	28.4%	36.6%	30.8%	36.0%
<b>盈利能力</b>						
毛利率	18.9%	20.1%	23.9%	26.4%	28.5%	31.3%
净利率	7.5%	8.0%	9.9%	11.7%	13.6%	16.2%
ROE	12.8%	10.5%	12.0%	17.9%	19.6%	21.5%
ROIC	13.1%	14.9%	16.4%	19.6%	22.6%	26.7%
<b>偿债能力</b>						
资产负债率	44.1%	35.4%	26.4%	43.3%	38.0%	33.1%
流动比率	1.72	2.00	2.17	1.30	1.46	1.73
速动比率	1.42	1.74	1.81	1.11	1.26	1.50
<b>营运能力</b>						
资产周转率	1.01	0.90	0.88	0.93	0.92	0.94
存货周转率	8.34	7.67	7.92	8.03	8.06	8.08
应收账款周转率	3.97	3.95	3.85	3.83	3.91	3.91
<b>每股资料 (元)</b>						
每股收益	0.44	0.46	0.35	0.47	0.62	0.84
每股经营现金	-0.12	0.85	0.76	1.03	1.29	1.60
每股净资产	3.44	4.69	5.27	4.81	5.76	7.14
每股股利	-	-	-	-	-	-
<b>估值比率</b>						
PE	41.06	39.25	51.95	38.04	29.08	21.38
PB	5.24	3.84	3.42	3.75	3.13	2.53

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

## 免责声明

丁思德，在此声明，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等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

## 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号中国人保寿险大厦 15 层 (100020)

传真：010-85556304

网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)