

沧州明珠 (002108) 化工原料

—同步双拉技术助力湿法隔膜业务

投资评级 增持 评级调整 收盘价 18.06 元

投资要点:

- 传统业务市场成熟。**公司的主要产品是 PE 管材和 BOPA 膜，其中 PE 管材主要用于燃气和给水，BOPA 主要用于包装。公司 PE 管材采取的是直销模式，产能为 10.5 万吨，从规模上看已经是行业第一，2015 年由于原材料价格下降，公司 PE 管材毛利率有所上升；公司 BOPA 薄膜产能 2.85 万吨，由于日本尤尼吉无锡公司的关闭，2016 年一季度供需关系发生变化，同时原材料价格下降，一季度 BOPA 薄膜毛利有比较大的提升，预计超过 20%。
- 锂电湿法隔膜业务快速发展。**公司是锂电干法隔膜的领导者之一，有干法隔膜产能 6500 万平方米，主要客户是比亚迪。近年来三元材料在动力电池领域推广迅速，动力电池湿法隔膜需求量激增，据高工锂电统计 2015 年国内锂电隔膜产量 6.28 亿平方米，同比增长 49.5%，而同期湿法隔膜产量 2.38 亿平方米，同比增速 90.5%，未来三元材料特别是高镍三元材料由于其在能量密度上的优势，在动力电池领域的需求将延续高增长，从而带动湿法隔膜需求的高增长，因此国内隔膜企业纷纷扩产湿法隔膜产线。沧州明珠在 2014 年募投建设了一条 2500 万平方米的湿法隔膜产线，2016 年一季度已经投产，**我们认为在湿法隔膜上沧州明珠至少有两个优势：首先技术上公司将在 BOPA 膜上自主研发的同步拉伸工艺应用于湿法隔膜的生产上，这和旭化成的生产工艺一样，相比异步双拉优势明显；其次由于在干法隔膜上积累了很多优质客户，比如比亚迪、中航锂电等，从这些老客户入手，动力湿法隔膜进行客户认证的周期会大大缩短。湿法隔膜目前是公司投入最大的项目，新的 6000 万平方米产线预计 2016 年底建成，2016 年还将募投建设 1.05 亿平方米湿法隔膜产线，预计 2018 年建成。**

估值和投资建议:

公司在 2016 年一季度业绩预告中显示一季度归属于上市公司股东的净利润可能在 1 亿左右，同比增长 200%-250%，主要是 BOPA 膜毛利率大幅提升，其次锂电隔膜业务新增产能有效释放。

预计 2016 年锂电隔膜的销量将在 9000 万平方米左右，其中包括 2500 万平方米湿法隔膜，2016-2018 年公司 EPS 为 0.47、0.58、0.59 元，给予“增持”评级。

风险提示: 1.上游原材料波动加剧，成本管理风险大；2. 湿法隔膜推广不如预期。

发布时间：2016 年 04 月 18 日

主要数据

| | |
|---------------|------------|
| 52 周最高/最低价(元) | 33.36/8.00 |
| 上证指数/深圳成指 | |
| 50 日均成交额(百万元) | |
| 市净率(倍) | |
| 股息率 | |

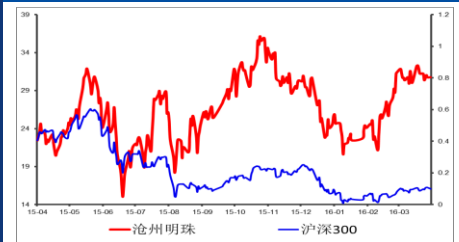
基础数据

| | |
|-----------|----------|
| 流通股(百万股) | 614.44 |
| 总股本(百万股) | 618.46 |
| 流通市值(百万元) | 11096.76 |
| 总市值(百万元) | 11169.35 |
| 每股净资产(元) | |
| 净资产负债率 | |

股东信息

| | |
|--------|---------------|
| 大股东名称 | 临安福斯特实业投资有限公司 |
| 持股比例 | 56.29% |
| 国元持仓情况 | |

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

| | |
|---------|--|
| 研究员: | 李朝松 |
| 执业证书编号: | S0020512080005 |
| 电 话: | 021-51097188-1929 |
| 电 邮: | lichasong@gyzq.com.cn |
| 地 址: | 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 |
| 研究助理: | 陈冠雄 |
| 执业证书编号: | S0020115080009 |
| 电 话: | 021-51097188-1953 |
| 电 邮: | chenguanxiong@gyzq.com.cn |
| 地 址: | 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 |

附录：

财务和估值数据摘要

| 单位:百万元 | 2013A | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 1982.98 | 2089.96 | 2175.26 | 2305.77 | 2490.24 | 2664.55 |
| 增长率(%) | 12.52% | 5.39% | 4.08% | 6.00% | 8.00% | 7.00% |
| 归属母公司股东净利润 | 149.36 | 167.10 | 214.63 | 291.89 | 361.02 | 366.46 |
| 增长率(%) | 22.72% | 11.88% | 28.44% | 35.99% | 23.69% | 1.51% |
| 每股收益(EPS) | 0.241 | 0.270 | 0.347 | 0.472 | 0.584 | 0.593 |
| 每股经营现金流 | 0.060 | 0.365 | 0.257 | 0.600 | 0.692 | 0.811 |
| 销售毛利率 | 18.95% | 20.15% | 23.94% | 25.00% | 27.00% | 26.00% |
| 市盈率(P/E) | 74.78 | 66.84 | 52.04 | 38.27 | 30.94 | 30.48 |
| 市净率(P/B) | 9.54 | 7.00 | 6.23 | 4.18 | 3.87 | 3.61 |

利润表

| | 2013A | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 1982.98 | 2089.96 | 2175.26 | 2305.77 | 2490.24 | 2664.55 |
| 减：营业成本 | 1607.21 | 1668.90 | 1654.39 | 1729.33 | 1817.87 | 1971.77 |
| 营业利润 | 198.85 | 218.68 | 267.41 | 382.44 | 474.95 | 482.23 |
| 归属母公司股东净利润 | 149.36 | 167.10 | 214.63 | 291.89 | 361.02 | 366.46 |

资产负债表

| | 2013A | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金 | 201.67 | 379.20 | 95.56 | 393.15 | 285.70 | 500.92 |
| 应收和预付款项 | 868.76 | 861.53 | 914.82 | 969.09 | 1063.63 | 1112.40 |
| 存货 | 235.88 | 199.22 | 218.66 | 214.96 | 240.86 | 253.55 |
| 其他流动资产 | 0.00 | 29.39 | 31.67 | 31.67 | 31.67 | 31.67 |
| 长期股权投资 | 43.75 | 8.17 | 8.18 | 8.18 | 8.18 | 8.18 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 20.10 | 19.10 | 16.89 | 14.69 | 12.49 |
| 固定资产和在建工程 | 692.09 | 806.78 | 928.08 | 1100.25 | 1342.42 | 1294.59 |
| 无形资产和开发支出 | 67.32 | 88.47 | 80.36 | 71.28 | 62.19 | 53.11 |
| 其他非流动资产 | 5.36 | 54.93 | 60.27 | 58.40 | 56.53 | 56.53 |
| 资产总计 | 2114.83 | 2447.79 | 2356.69 | 2863.88 | 3105.88 | 3323.44 |
| 短期借款 | 563.74 | 501.22 | 363.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 171.70 | 214.54 | 201.85 | 191.84 | 220.86 | 222.22 |
| 长期借款 | 148.00 | 93.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他负债 | 31.51 | 12.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 负债合计 | 914.95 | 820.75 | 564.85 | 191.84 | 220.86 | 222.22 |
| 股本 | 340.15 | 363.80 | 618.46 | 668.46 | 668.46 | 668.46 |
| 资本公积 | 330.17 | 632.42 | 449.73 | 1107.73 | 1107.73 | 1107.73 |
| 留存收益 | 500.90 | 599.97 | 723.66 | 894.82 | 1106.52 | 1321.41 |
| 归属母公司股东权益 | 1171.22 | 1596.19 | 1791.84 | 2671.00 | 2882.70 | 3097.59 |
| 少数股东权益 | 28.65 | 30.84 | 0.00 | 1.04 | 2.32 | 3.63 |
| 股东权益合计 | 1199.88 | 1627.03 | 1791.84 | 2672.04 | 2885.03 | 3101.22 |
| 负债和股东权益合计 | 2114.83 | 2447.79 | 2356.69 | 2863.88 | 3105.88 | 3323.44 |

国元证券投资评级体系：

| (1) 公司评级定义 | | (2) 行业评级定义 | |
|------------|------------------------------|------------|---------------------------------------|
| | 二级市场评级 | | |
| 买入 | 预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上 | 推荐 | 行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上 |
| 增持 | 预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 | 中性 | 行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内 |
| 持有 | 预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间 | 回避 | 行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上 |
| 卖出 | 预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上 | | |

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn