沧州明珠(002108.SZ)

耀眼的隔膜明珠，高歌猛进迎爆发

评级： 买入 前次：

目标价（元）： 28

首席分析师 曾朵红 S0740514080001

联系人 尹斌

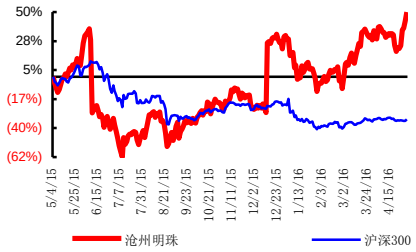
zengdh@r.qlzq.com.cn yinbin@r.qlzq.com.cn

2016 年 05 月 12 日

基本状况

总股本(百万股)	618
流通股本(百万股)	614
市价(元)	21.40
市值(百万元)	13,235
流通市值(百万元)	13,149

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	2,089.96	2,175.26	2,636.43	3,061.60	3,616.64
营业收入增速	5.39%	4.08%	21.20%	16.13%	18.13%
净利润增长率	11.88%	28.44%	114.68%	24.13%	24.15%
摊薄每股收益（元）	0.46	0.35	0.75	0.92	1.15
前次预测每股收益（元）					
市场预测每股收益（元）					
偏差率（本次-市场/市场）					
市盈率（倍）	28.96	50.92	28.72	23.14	18.64
PEG	2.44	1.79	0.25	0.96	0.77
每股净资产（元）	4.39	2.90	3.64	4.57	5.72
每股现金流量	0.61	0.21	0.61	0.69	0.80
净资产收益率	10.47%	11.98%	20.46%	20.25%	20.09%
市净率	3.03	6.10	5.88	4.69	3.74
总股本（百万股）	363.80	618.46	618.46	618.46	618.46

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **锂电池隔膜和 BOPA 薄膜助推公司业绩：**公司是塑料加工细分行业的龙头企业，主营 PE 管道、BOPA 薄膜、锂电子电池隔膜三大业务，拥有世界先进技术水平的 PE 燃气给水管材生产线、双向同步拉伸尼龙生产线及锂电子隔膜生产线，其产品品质达到同类产品一流水平，在行业中处于龙头地位。公司未来看点是 BOPA 薄膜价差增大和锂电池隔膜的量增价稳所产生的业绩巨幅增长。

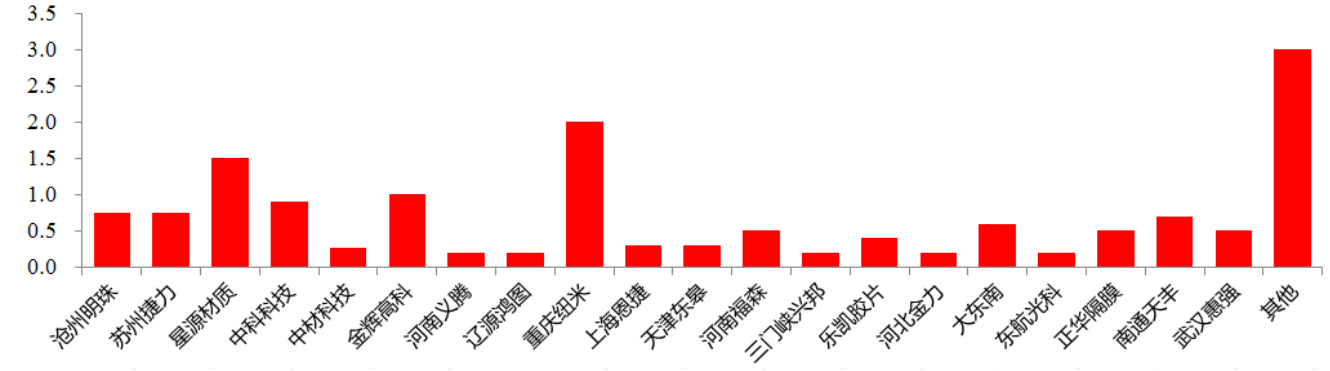
- **隔膜业务高歌猛进迎爆发：**公司隔膜产品已广泛应用于电动汽车、储能、电功工具、航模、3C 电子数码类等电池市场；打破了美国及日本在此领域的技术垄断，率先实现进口替代。公司在在技术、产品、渠道以及产能规模等方面表现出巨大优势：

  - **隔膜行业低端产能过剩，高端产能偏紧：**根据中国化学与物理电源协会数据显示，2015 年底国产隔膜总产能已达有效产能已经达到 15 亿 m^2，而产量仅 7 亿 m^2，2015 年国内市场需求量约 9 亿 m^2，即其中约有 2 亿平米为进口隔膜。预计 2016 年底我国隔膜总产能可能超过 25 亿 m^2，远超全球电池隔膜的需求量。然而，高端电子产品与电池汽车用锂电池对隔膜提出了更高的要求，致使行业呈现出低端产能严重过剩，高端隔膜仍然供不应求。

  - **隔膜国产替代比例逐渐增加，公司受益显著：**隔膜材料目前是四大基础材料中毛利率最高的产品，国内是高端产能不足，低端过剩的局面。在全球范围看，国内隔膜技术逐渐缩小与海外产品之间的差异，日韩美技术相对先进，中国也迎头追赶，目前实现部分高端产品的进口替代。公司作为国内隔膜龙头企业，在技术、渠道、产品等方面具有显著的先发优势，随着公司隔膜产能高速释放，未来的盈利空间将显著提升。

  -

图表 1：2015 年国内主流隔膜厂产能情况

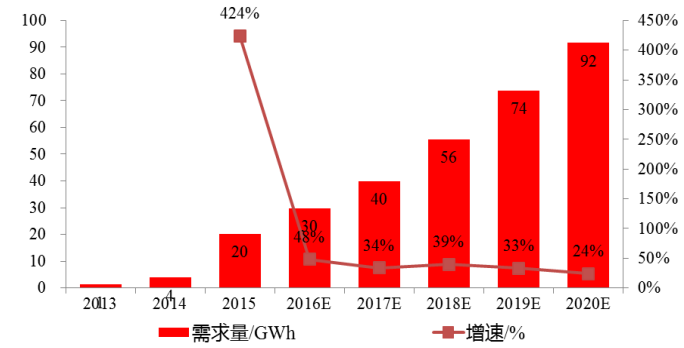


来源：GBII，赛迪顾问，公司公告，中泰证券研究所

- **动力电池及对应隔膜需求与测算：**未来隔膜行业需求增长主要来自于包括电动车与储能等在内的新兴领域，仅从下游电动车的产销高速放量带动动力电池迅猛增长，我们预期 2016-2020 的动力锂电池需求量分别为 30/40/56/74/92GWh，以 1GWh 对应 2500 万平米隔膜测算，2016~2020 年动力电池对隔膜需求分别为 7.5/10/13.9/18.5/22.9 亿平方米，同比增速分别为 48%/34%/39%/33%/24%。

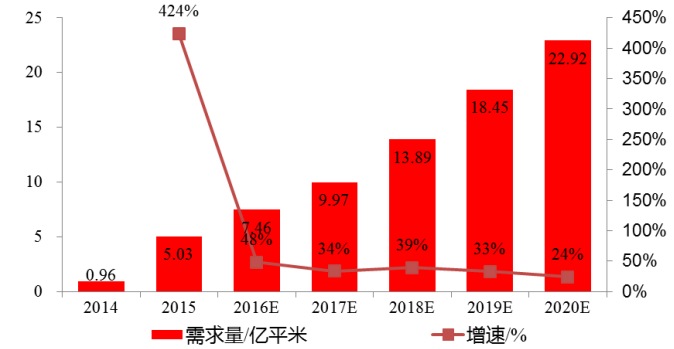
- **优质客户群体：**公司干法隔膜主要客户包括比亚迪、力神、中航锂电、LG、ATL、万向等国内外电池龙头企业，湿法隔膜 2016 年 1 月份开始量产，目前小批量供给比亚迪，同时 ATL、力神等企业都处于送样评测认证期。得利于电动汽车的爆发性增长，动力电池厂商产能扩张速度急剧增长，公司作为国内隔膜龙头显著受益。以公司最大客户比亚迪为例，比亚迪目前产能约 10GWh，同时公司规划 2016/2017/2018/2019 年产能分别达 12/16/24/34GWh，以 1GWh 对应 2500 万平米按 75%产能利用率测算，仅比亚迪一家就需要 2.25/3/4.5/6.38 亿平米的需求量，公司的渠道优势极其明显。

图表 2：国内动力电池需求量与增速预测



来源：工信部，中泰证券研究所

图表 3：国内动力电池对应隔膜需求量与增速预测



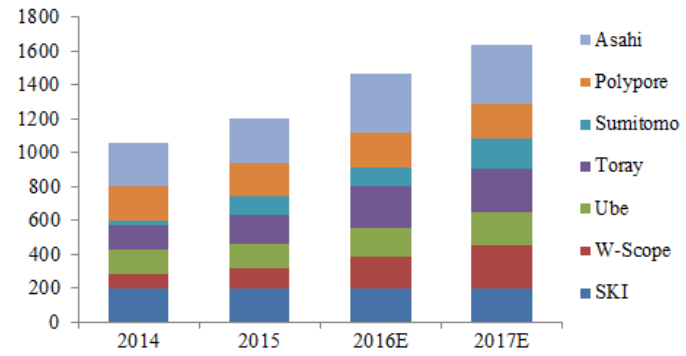
来源：中泰证券研究所

- **产能有序高速增长，进入快速成长期：**公司现有干法隔膜产能 6500 万平方米与湿法隔膜产能 2500 万平米，其中年产 2000 万平方米干法隔膜产线于 2015 年 9 月完工投产，年产 2500 万平方米湿法隔膜于 2016 年 1 月完工投产。今年以自筹资金新建 6000 万平方米湿法膜产能，项目正在稳步推进，预计年底第一条 3000 万平方米生产线投产，2017 年上半年投产第二条 3000 万平方米生产线。同时，2016 年 1 月公告，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 2 亿平方米湿法隔膜。

- **预期 2016 年销量 9000 万-1 亿平方米，同比翻番以上：**2015 年公司隔膜销量约 4400 万平方米干法隔膜，主要为动力电池隔膜，其中比亚迪的销售占比约为 50%，绝大部分供应给比亚迪的 K9、E6 等车型上。比亚迪宋、元新车型上市将显著增加湿法隔膜的用量，公司作为比亚迪最大的隔膜供应商，将显著受益。我们预期 2016 年出货量 9000 万-1 亿 m^2 以上，同比翻番以上，其中干法隔膜预计为 7500-8500 万平方米，湿法隔膜预计为 1500-2000 万平方米。同时随着新产能今年底和未来两年逐步释放，公司锂电池隔膜业务将进入高速增长期，将成为公司最快增长极。

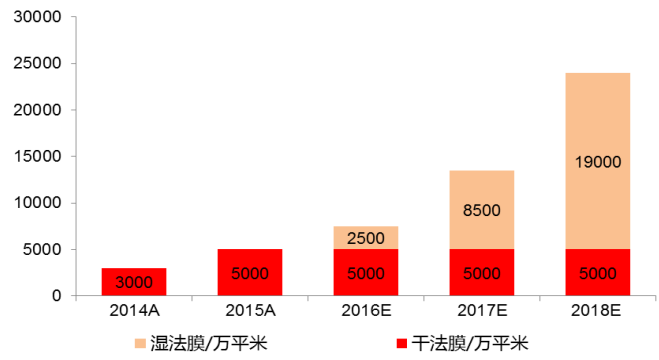
- **技术提升+成本控制+下游旺盛需求，盈利水平处于高位：**从公司隔膜盈利能力看，受益于动力电池的爆发以及隔膜行业新增产能建设进度较慢，隔膜价格下降空间有限。同时，公司加强成本控制和提高工艺水平，预计公司 2016 年还将继续维持 65%以上的高毛利率，以税后均价 3.6 元/平方米计算，我们预期公司隔膜业务在 2016 年的净利润将达 1.6 亿以上。

图表 4：国外主流隔膜厂产能规划（百万平米）



来源：B3 report，中泰证券研究所

图表 5：公司隔膜产能及扩产规划



来源：公司公告，中泰证券研究所

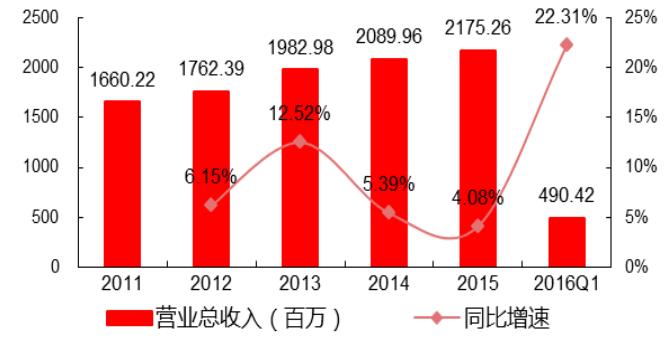
- **BOPA 薄膜量价齐升，景气高企：1）产品应用广、行业龙头地位显著：**BOPA 膜具有强度大、高阻隔的特点，公司产品覆盖食品、药品、化妆品及工业用品的包装等领域的高、中、低端市场，其市场占有率在国内同行业中名列前茅，并成功打入欧美、中东及东南亚等国际市场。 **2）同步拉伸技术领先：**就技术而言，行业中两步拉伸法产能过剩，而同步拉伸法产能相对偏紧，目前具备同步拉伸工艺能力主要厂商有日本尤尼奇卡、沧州明珠、佛塑科技以及厦门长华等，公司的技术优势居行业领先。**3）产能规模：**公司 BOPA 薄膜原有产能 2.85 万吨，其中 68%为同步拉升法，重庆项目去年新增 5500 吨产能正在释放，公司属国内最大的 BOPA 膜生产商，总产能达到 3.4 万吨。**4）原材料价格下降提升盈利能力：**石油价格的下跌也使得公司原材料成本有所下跌，2016 年 Q1 原材料料尼龙-6 价格约下降 2000 元/吨，BOPA 膜的盈利能力得到提升。**5）供需变化导致盈利大增：**由于日本尤尼吉无锡公司的 4500 吨产能关闭，造成国内 BOPA 薄膜有一定缺口，致使公司价格持续大幅上涨。**6）盈利能力预期持续稳定：**二季度进入包装淡季，预计价格会小幅下行，但空间相对有限，而下半年又是旺季。目前 BOPA 膜价格约 2.5 万元/吨，加上原料价格处于低位且上涨动能不足，价格将维持在高位震荡。同时目前包括公司在内的国内膜厂订单饱满，预计 2016 年公司 BOPA 膜销量有望达到 3.3 万吨，今年 BOPA 膜销售价格提升，而原材料价格下降，2015 年 BOPA 膜的毛利率为 14.4%，预计今年毛利率将有翻倍以上提升，BOPA 膜的利润占比也将大幅度提升。

- **PE 管材业务平稳增长：1）优质客户：**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，80%用于燃气管道建设，主要客户包括新奥、中燃、港华等大型燃气公司，在该领域市占率接近 50%。**2）国家改革推动管材需求：**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。3）**原材料价格下降提升盈利水平：**PE 管材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 2015 年毛利率稳定上升，盈利能力稳定增长，2016 年原材料价格有所上涨，盈利能力预计略有下降。**4）出货量与盈利预测：**我们预计公司 2016 年 PE 管材销量约达 10 万吨，以均价 1.5 万元/吨测算，预期为公司贡献约 1.2 亿元净利润。

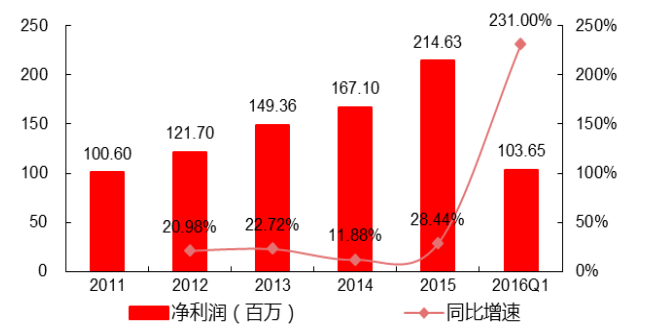
- **2016 年业绩开门红，全年业绩翻倍以上增长：**公司 2016Q1 度营业收入为 4.90 亿元，同比增长 22.31%；归属上市公司股东净利润为 1.04 亿元，同比增长 231%；基本每股收益为 0.17 元/股，同比增长 240%。同时，公司预告 2016 年上半年实现净利润 2.16 至 2.52 亿元，同比增长 140%至 180%。业绩大幅增长主要是由于来自于 BOPA 薄膜和隔膜业务，1）BOPA 薄膜：主要受益于产品销售价格上涨及原材料价格下降，致使 BOPA 薄膜价差增大，其毛利与净利显著增厚。2）隔膜产品：一方面，受益于下游旺盛需求以及大客户比亚迪电动车爆发式增长，公司隔膜价格坚挺；另一方面，公司 2000 万平方米干法隔膜产线于 15 年 9 月顺利投产，以及 2500 万平方米湿法隔膜产线于 2016 年顺利投产，隔膜处于量增价稳的态势，成为未来业绩贡献最重要领域。

图表 6：2011-2016Q1 公司营业收入变化情况



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 7：2011-2016Q1 公司净利润变化情况



来源：Wind，中泰证券研究所

- **可比公司估值比较：**我们选取主营为锂电材料的龙头企业胜利精密（002108）、新宙邦（300037）、天赐材料（002709）、杉杉股份（600884）、多氟多（002407）与当升科技（300073）作为可比公司。

图表 8：可比公司盈利预测与估值比较

公司名称	证券代码	最新收盘价	EPS				PE				ROE 2015	ROE 2016	总市值（亿）
			2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E			
胜利精密	002426.SZ	23.18	0.25	0.68	1.00	1.43	91.44	34.04	23.24	16.20	7.17	18.44	270.43
新宙邦	300037.SZ	52.10	0.72	1.23	1.51	1.90	72.36	42.30	34.47	27.36	7.56	10.42	95.87
天赐材料	002709.SZ	138.82	0.82	2.17	2.83	3.61	169.29	63.97	49.13	38.50	10.71	19.67	180.67
杉杉股份	600884.SH	29.68	1.62	1.06	1.29	1.52	18.34	28.03	22.98	19.52	14.71	9.01	166.62
多氟多	002407.SZ	42.30	0.17	0.89	1.28	1.74	248.82	47.30	33.06	24.38	2.54	22.85	265.69
当升科技	300073.SZ	46.10	0.08	0.53	0.85	1.15	588.76	86.72	54.11	40.22	1.33	7.32	84.38
平均值		/	/	/	/	/	198.17	50.40	36.16	27.69	/	/	/

来源：wind 一致性预期，中泰证券研究所

- **投资建议：**基于隔膜行业景气高企，公司作为龙头企业其产品量增价稳，盈利有望翻倍以上增长，未来三年产能持续投放持续高增长可期；BOPA 膜盈利能力大幅回升，PE 管材保持稳定，且均是所在领域的龙头老

大，体现公司极强的竞争力，叠加公司增发在即，我们看好公司的持续成长。预计公司 2016/2017/2018 年 EPS 分别为 0.75/0.92/1.15 元，同比增长 115/24/24%，对应 PE 分别为 28.7/23.1/18.6 倍，给予 2016 年 37 倍 PE，目标价 28 元，首次覆盖给予"买入"评级。

- **风险提示：**新能源汽车产销不达预期；公司隔膜扩产不达预期；隔膜产能过剩导致价格下跌风险；汇率波动风险；原料价格波动风险

图表 9：沧州明珠的三张财务报表

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	**1,983**	**2,090**	**2,175**	**2,636**	**3,062**	**3,617**
增长率	*12.52%*	*5.4%*	*4.1%*	*21.2%*	*16.1%*	*18.1%*
营业成本	-1,607	-1,669	-1,654	-1,823	-2,114	-2,501
% 销售收入	*81.1%*	*79.9%*	*76.1%*	*69.1%*	*69.0%*	*69.1%*
毛利	376	421	521	813	948	1,116
% 销售收入	*18.9%*	*20.1%*	*23.9%*	*30.9%*	*31.0%*	*30.9%*
营业税金及附加	-6	-13	-10	-13	-15	-18
% 销售收入	*0.3%*	*0.6%*	*0.5%*	*0.5%*	*0.5%*	*0.5%*
营业费用	-100	-100	-109	-121	-132	-145
% 销售收入	*5.1%*	*4.8%*	*5.0%*	*4.6%*	*4.3%*	*4.0%*
管理费用	-49	-55	-75	-84	-92	-101
% 销售收入	*2.4%*	*2.6%*	*3.4%*	*3.2%*	*3.0%*	*2.8%*
息税前利润（EBIT）	221	254	327	595	709	852
% 销售收入	*11.1%*	*12.2%*	*15.0%*	*22.6%*	*23.2%*	*23.6%*
财务费用	-20	-41	-50	-20	-10	6
% 销售收入	*1.0%*	*2.0%*	*2.3%*	*0.8%*	*0.3%*	*-0.2%*
资产减值损失	-9	1	-14	-7	-5	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	5	4	6	8	10
% 税前利润	*3.2%*	*2.0%*	*1.6%*	*1.0%*	*1.1%*	*1.1%*
营业利润	199	219	267	574	702	861
营业利润率	*10.0%*	*10.5%*	*12.3%*	*21.8%*	*22.9%*	*23.8%*
营业外收支	5	8	4	5	7	9
税前利润	**204**	**226**	**271**	**579**	**709**	**870**
利润率	*10.3%*	*10.8%*	*12.5%*	*21.9%*	*23.2%*	*24.0%*
所得税	-52	-57	-56	-116	-135	-157
所得税率	*25.6%*	*25.3%*	*20.5%*	*20.0%*	*19.0%*	*18.0%*
净利润	152	169	215	463	574	713
少数股东损益	3	2	1	2	2	3
归属于母公司的净利润	**149**	**167**	**215**	**461**	**572**	**710**
净利率	*7.5%*	*8.0%*	*9.9%*	*17.5%*	*18.7%*	*19.6%*
					24%	24%

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	152	169	215	463	574	713
少数股东损益	0	0	0	2	2	3
非现金支出	64	62	89	7	5	7
非经营收益	14	32	45	13	1	-16
营运资金变动	-184	-42	-217	-103	-153	-210
经营活动现金净流	**46**	**222**	**132**	**382**	**430**	**497**
资本开支	175	146	227	-9	-7	-9
投资	0	0	0	0	0	0
其他	6	6	4	6	8	10
投资活动现金净流	**-170**	**-140**	**-222**	**15**	**15**	**19**
股权募资	0	327	0	0	0	0
债权募资	148	-109	-123	73	-326	-110
其他	-81	-99	-68	-24	-16	-3
筹资活动现金净流	**67**	**118**	**-191**	**49**	**-343**	**-113**
现金净流量	**-56**	**200**	**-281**	**445**	**102**	**403**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	218	436	157	600	700	1,100
应收款项	835	841	878	986	1,137	1,343
存货	236	199	219	230	266	315
其他流动资产	36	52	70	73	78	83
流动资产	1,324	1,528	1,324	1,889	2,181	2,842
% 总资产	*61.7%*	*60.7%*	*54.3%*	*63.0%*	*66.3%*	*71.9%*
长期投资	44	63	62	62	62	62
固定资产	692	807	928	928	928	928
% 总资产	*32.2%*	*32.0%*	*38.1%*	*31.0%*	*28.2%*	*23.5%*
无形资产	73	93	84	80	80	80
非流动资产	822	991	1,112	1,108	1,108	1,108
% 总资产	*38.3%*	*39.3%*	*45.7%*	*37.0%*	*33.7%*	*28.1%*
资产总计	**2,146**	**2,519**	**2,435**	**2,997**	**3,289**	**3,950**
短期借款	565	513	363	436	110	0
应付款项	172	215	202	224	259	307
其他流动负债	31	38	45	49	56	67
流动负债	768	765	609	709	426	373
长期贷款	148	93	0	0	0	0
其他长期负债	31	34	34	34	34	34
负债	**946**	**892**	**644**	**743**	**460**	**407**
普通股股东权益	1,171	1,596	1,792	2,253	2,825	3,535
少数股东权益	29	31	0	2	5	8
负债股东权益合计	**2,146**	**2,519**	**2,435**	**2,997**	**3,289**	**3,950**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.439	0.459	0.347	0.745	0.925	1.148
每股净资产(元)	3.443	4.388	2.897	3.642	4.567	5.715
每股经营现金净流(元)	0.137	0.610	0.214	0.614	0.691	0.799
每股股利(元)	0.000	0.000	0.160	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.75%	10.47%	11.98%	20.46%	20.25%	20.09%
总资产收益率	6.96%	6.63%	8.81%	15.37%	17.39%	17.98%
投入资本收益率	9.97%	10.94%	13.43%	23.44%	26.38%	29.34%
增长率						
营业总收入增长率	12.52%	5.39%	4.08%	21.20%	16.13%	18.13%
EBIT增长率	20.61%	14.92%	28.82%	81.72%	19.26%	20.14%
净利润增长率	22.72%	11.88%	28.44%	114.68%	24.13%	24.15%
总资产增长率	20.58%	17.38%	-3.32%	23.07%	9.73%	20.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	91.9	92.4	94.8	95.0	94.0	94.0
存货周转天数	43.8	47.6	46.1	46.0	46.0	46.0
应付账款周转天数	26.2	31.6	36.5	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	92.8	108.1	119.3	109.1	94.0	79.5
偿债能力						
净负债/股东权益	41.23%	10.46%	11.51%	-7.28%	-20.87%	-31.07%
EBIT利息保障倍数	11.1	6.2	6.5	29.5	71.8	-149.2
资产负债率	44.09%	35.41%	26.43%	24.78%	13.98%	10.32%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。