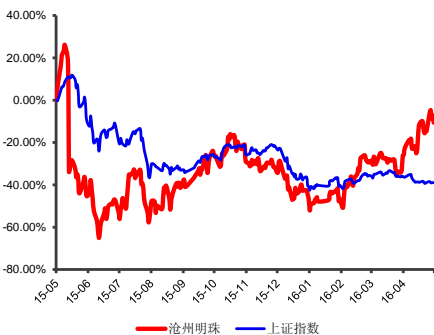


2016年5月30日

— 沧州明珠（002108）临时公告点评

评级：推荐

最近 52 周走势：



相关研究报告：

沧州明珠(002108)2016年一季报点评：  
BOPA 盈利大幅改善，锂电隔膜持续放量-2016/5/27

报告作者：

分析师：马松  
执业证书编号：S0590515090002

联系人：

马松  
电话：0510-85613713  
Email: mas@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。  
国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：5月27日沧州明珠发布公告，公司与中航锂电（洛阳）有限公司签订《合作协议书》，中航锂电计划投资5920万元获得子公司明珠锂电非公开发行项目“年产10,500万平方米湿法锂离子电池隔膜项目”10%股权。

点评：

- 绑定中航锂电，公司锂电隔膜再获大客户认可，产销无忧。中航锂电增资子公司明珠锂电，股权合作将使得公司与中航锂电真正形成了战略合作伙伴关系，公司得以成为中航锂电这样的优质大客户的核心供应商，表明了公司锂电隔膜优异的品质获得认可。中航锂电是国内优质的锂电池供应商，2015年销售0.5GWh左右，对锂电隔膜的需求量约900万平米。2016年中航锂电的产能将达0.9GWh，同时洛阳三期1.5GWh项目，常州2.5GWh项目都在建设中，预计17年将投产，届时对锂电隔膜的需求将达到9000万平米以上，与公司湿法隔膜投产进度同步。
- 动力电池产能即将过剩，优质电池材料供应商地位将更加突出。经过14-15年动力电池产能全面紧张后，动力电池产能开始急速扩张。据发改委数据19家主要动力电池企业到15年底有产能30.5亿GWh。16年仍是动力电池投产高峰期，我们预计16年动力电池有效产能将突破40GWh，而实际需求在20GWh左右，产能即将出现过剩。对此，动力电池产业的竞争将更加激烈，焦点也将由量转向质，这将对电池材料的供应提出更高要求。我们看到国轩高科通过巨资投建正极材料生产线，同星源材质合资建设锂电隔膜生产线等动作向动力电池上游延伸，背后的战略是对优质电池材料供应的把控。在动力电池过剩的背景下，优质的动力电池供应商需要优质的电池材料供应商，因此优质的电池材料供应商的地位将更加突出。
- 公司隔膜品质优异将持续受益。公司自2009年研发投产锂电隔膜，

经过7年的努力，公司已然晋级国内隔膜第一梯队，产品获得主流动力电池厂家的广泛认可。公司一季度销售锂电隔膜近3000万平米，超过去年全年的70%，放量明显，将受益动力电池的爆发和对品质要求的提升，湿法隔膜投产正当其时，持续看好。

- **维持“推荐”评级。**预计2016~2018EPS分别为0.62元、0.73元、0.89元，市盈率分别为36倍、31倍和26倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**（1）公司募投项目进展不达预期；（2）新能源汽车不及预期；（3）油价及汇率大幅波动。

单位：百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,175.3	2,484.5	2,859.5	3,120.0
YOY	4.08%	14.22%	15.09%	9.11%
归属母公司净利润	214.6	384.5	452.9	548.4
EPS(元)	0.35	0.62	0.73	0.89
P/E	65.2	36.4	30.9	25.5
P/B	7.8	6.9	6.1	5.3

数据来源：国联证券研究所

**财务报表预测与财务指标** 单位: 百万

利润表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>2,090.0</b>	<b>2,175.3</b>	<b>2,484.5</b>	<b>2,859.5</b>	<b>3,120.0</b>
YOY(%)	5.4%	4.1%	14.2%	15.1%	9.1%
营业成本	1,668.9	1,654.4	1,730.2	2,017.1	2,140.3
营业税金及附加	12.5	10.1	12.4	14.3	15.6
销售费用	99.6	109.0	131.7	143.0	156.0
占营业收入比(%)	4.8%	5.0%	5.3%	5.0%	5.0%
管理费用	54.9	74.5	94.4	102.9	109.2
占营业收入比(%)	2.6%	3.4%	3.8%	3.6%	3.5%
<b>EBIT</b>	<b>263.1</b>	<b>290.7</b>	<b>505.8</b>	<b>585.2</b>	<b>703.9</b>
财务费用	40.9	50.0	32.8	14.4	10.9
占营业收入比(%)	2.0%	2.3%	1.3%	0.5%	0.3%
资产减值损失	-1.0	14.1	10.0	10.0	10.0
投资净收益	4.6	4.4	0.0	0.0	0.0
<b>营业利润</b>	<b>218.7</b>	<b>267.4</b>	<b>473.0</b>	<b>557.8</b>	<b>678.0</b>
营业外净收入	7.8	3.6	15.0	18.0	20.0
<b>利润总额</b>	<b>226.5</b>	<b>271.0</b>	<b>488.0</b>	<b>575.8</b>	<b>698.0</b>
所得税	57.2	55.6	102.5	120.9	146.6
所得税率(%)	25.3%	20.5%	21.0%	21.0%	21.0%
<b>净利润</b>	<b>169.3</b>	<b>215.4</b>	<b>385.5</b>	<b>454.9</b>	<b>551.4</b>
占营业收入比(%)	8.1%	9.9%	15.5%	15.9%	17.7%
少数股东损益	2.2	0.8	1.0	2.0	3.0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>167.1</b>	<b>214.6</b>	<b>384.5</b>	<b>452.9</b>	<b>548.4</b>
YOY(%)	11.9%	28.4%	79.1%	17.8%	21.1%
<b>EPS (元)</b>	<b>0.37</b>	<b>0.35</b>	<b>0.62</b>	<b>0.73</b>	<b>0.89</b>

主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>					
营业收入	5.4%	4.1%	14.2%	15.1%	9.1%
营业利润	10.0%	22.3%	76.9%	17.9%	21.6%
净利润	11.9%	28.4%	79.1%	17.8%	21.1%
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	20.1%	23.9%	30.4%	29.5%	31.4%
净利率(%)	8.1%	9.9%	15.5%	15.9%	17.7%
ROE(%)	10.5%	12.0%	19.0%	19.7%	20.9%
ROA(%)	10.7%	12.3%	19.0%	22.1%	22.1%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	2.02	2.23	2.32	3.73	2.88
速动比率	1.70	1.79	1.90	2.90	2.29
资产负债率%	33.5%	24.0%	24.1%	13.1%	17.5%
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	85.4%	92.3%	93.2%	108.2%	97.9%
应收账款周转天数	146.0	138.3	149.3	98.4	118.4
存货周转天数	43.6	48.2	49.9	46.2	50.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.37	0.35	0.62	0.73	0.89
每股净资产	1.13	1.75	1.89	2.58	2.90
<b>估值比率</b>					
P/E	83.7	65.2	36.4	30.9	25.5
P/B	8.8	7.8	6.9	6.1	5.3

资产负债表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
现金	379.2	95.6	124.2	143.0	156.0
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项净额	861.5	914.8	1,094.0	861.2	1,126.7
存货	199.2	218.7	236.7	255.3	293.5
其他流动资产	29.4	31.7	31.7	31.7	31.7
<b>流动资产总额</b>	<b>1,469.3</b>	<b>1,260.7</b>	<b>1,486.5</b>	<b>1,291.2</b>	<b>1,607.8</b>
固定资产净值	633.3	788.1	864.8	945.3	1,111.5
减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	633.3	788.1	864.8	945.3	1,111.5
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	173.5	140.0	150.0	246.0	312.0
固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>固定资产总额</b>	<b>806.8</b>	<b>928.1</b>	<b>1,014.8</b>	<b>1,191.3</b>	<b>1,423.5</b>
无形资产	88.5	80.4	78.5	76.7	74.9
长期股权投资	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
其他长期资产	75.0	79.4	77.5	75.7	73.8
<b>资产总额</b>	<b>2,447.8</b>	<b>2,356.7</b>	<b>2,665.6</b>	<b>2,643.0</b>	<b>3,188.3</b>
循环贷款	501.2	363.0	375.3	76.3	258.8
应付款项	214.5	201.8	266.7	269.4	300.1
预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	12.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>流动负债</b>	<b>727.8</b>	<b>564.8</b>	<b>642.1</b>	<b>345.8</b>	<b>559.0</b>
长期借款	93.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>负债总额</b>	<b>820.8</b>	<b>564.8</b>	<b>642.1</b>	<b>345.8</b>	<b>559.0</b>
少数股东权益	28.7	30.8	0.0	1.0	3.0
股东权益	1,627.0	1,791.8	2,023.5	2,297.3	2,629.3
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,447.8</b>	<b>2,356.7</b>	<b>2,665.6</b>	<b>2,643.0</b>	<b>3,188.3</b>

现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
税后利润	169.3	215.4	385.5	454.9	551.4
加: 少数股东损益	2.2	0.8	1.0	2.0	3.0
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
折旧和摊销	55.0	62.8	56.9	63.2	73.4
营运资金的变动	1.8	(115.8)	(116.3)	222.0	(272.9)
<b>经营活动现金流</b>	<b>226.0</b>	<b>162.4</b>	<b>326.1</b>	<b>740.1</b>	<b>352.0</b>
短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产投资	(140.4)	(222.1)	(138.2)	(231.8)	(296.2)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(140.4)</b>	<b>(222.1)</b>	<b>(138.2)</b>	<b>(231.8)</b>	<b>(296.2)</b>
股权融资	0.0	362.5	0.0	0.0	0.0
长期贷款的增加/(减少)	100.0	(55.0)	(93.0)	0.0	0.0
公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	68.0	99.0	153.8	181.1	219.4
计入循环贷款前融资活动	(104.6)	(118.7)	(171.6)	(190.6)	(225.2)
循环贷款的增加(减少)	222.7	(73.6)	12.3	136.9	(119.8)
<b>融资活动现金流</b>	<b>118.1</b>	<b>(192.3)</b>	<b>(159.3)</b>	<b>(489.6)</b>	<b>(42.7)</b>
<b>现金净变动额</b>	<b>203.8</b>	<b>(250.6)</b>	<b>28.7</b>	<b>18.8</b>	<b>13.0</b>

### 无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

### 上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

### 北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

### 深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心1号楼2401室

电话: 0755-82556064

传真: 0755-82556064

### 国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

### 免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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询价。我公司及其雇员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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。