

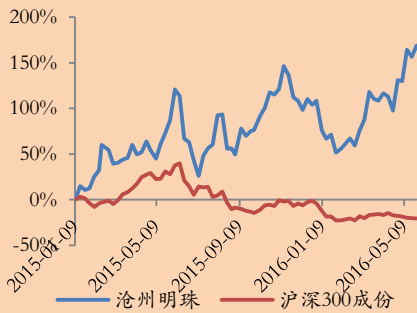


## 沧州明珠 (002108)

投资评级: 买入

报告日期: 2016-05-30

### 股价走势:



研究员: 宫模恒

0551-65161836

gongmoheng@163.com

S0010512060001

联系人: 蒋园园

0551-65161836

jiangyy\_1987@163.com

联系人: 高欣宇

0551-65161837

gaoxy\_pro@126.com

## 引入中航锂电, 缔结战略联盟

**事件:** 公司与中航锂电签订《合作协议书》, 中航锂电以零价格受让公司拥有的认缴明珠锂电10%出资权, 出资价格每1元出资额(注册资本)5元, 合计投入5920万元。相应地公司投入到沧州明珠锂电隔膜有限公司实施年产10,500万平方米湿法锂离子电池隔膜项目的募集资金由59,200万元减少为53,280万元, 发行的股票数量变更为不超过46,342,857股。

### □ 缔结战略合作, 提高客户粘度

中航锂电是专业从事锂离子动力电池、电池技术管理系统研发及生产的高科技新能源公司, 是国内领先的大容量、高倍率、长寿命锂离子动力电池专业制造公司。公司2015年锂电总体有效产能约2Gwh, 根据规划公司2016年年底锂电产能将达到5Gwh, 对应的隔膜需求量将达到1亿平。此次合作, 明珠锂电成为双方合资公司, 公司与中航锂电真正形成了战略合作伙伴关系, 明珠锂电生产的隔膜产品将主要用于满足中航锂电的需求。

### □ 湿法隔膜产能快速扩张, 未来前景无限

动力电池爆发带来对湿法隔膜的旺盛需求。2015年国内新能源汽车产量达到37.9万辆, 同比增长4倍以上, 对动力电池的需求量将达到20GWh以上, 对锂电隔膜的需求量将达到3.6亿平方米左右。公司目前拥有5000万平方米干法隔膜产能和2500万平方米湿法隔膜产能, 并以自有资金投资建设6000万平方米湿法隔膜生产线, 叠加本次定增实施的1.05亿湿法隔膜生产线, 公司二年后累计产能将达到2.4亿平方米, 这将大大缓解公司产能不足的现状。而公司作为比亚迪、力神、ATL等一线电池品牌的主要供应商, 随着产能的快速释放, 未来市场份额有望大幅提升, 进一步提高公司在隔膜材料领域的龙头地位。

### □ BOPA薄膜量价齐升

公司在BOPA薄膜方面在国内处于龙头地位, 该产品主要用于食品、电子产品、化妆品等产品的包装上, 2015年下半年以来公司BOPA薄膜受益产品价格上涨和上游原材料价格下跌, 盈利能力大幅增长, 产品毛利率显著提升。公司目前拥有BOPA产能2.85万吨, 2016年预计产销量3.3万吨, 另外公司“年产5,500吨高阻隔BOPA薄膜项目”也实现了达产、稳产目标, 产能正在稳步释放。而目前日本公司正在逐步退出中国市场, 其中尤尼吉关闭了无锡公司的4500吨产能, 这将导致国内BOPA薄膜暂时处于供不应求的状态, 也将继续维持国内BOPA薄膜价格处于高位, 公司也有望继续收益。

### □ 盈利预测与估值

由于公司隔膜产能快速扩张, 以及传统业务的超预期表现, 我们预计公

司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.56 元、0.79 元、1.12 元，对应的 PE 分别为 24 倍、17 倍、12 倍，维持“买入”评级。

**盈利预测：**

单位：百万元

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2175	2395	2921	3569
收入同比(%)	4%	10%	22%	22%
归属母公司净利润	215	346	490	693
净利润同比(%)	28%	61%	41%	41%
毛利率(%)	23.9%	27.0%	29.7%	32.7%
ROE(%)	12.0%	17.8%	21.9%	26.2%
每股收益(元)	0.35	0.56	0.79	1.12
P/E	65.15	40.39	28.55	20.18
P/B	7.80	7.13	6.22	5.27
EV/EBITDA	28	28	21	15

资料来源：wind、华安证券研究所

**附录：财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	1,324	1,779	2,189	2,698	<b>营业收入</b>	2,175	2,395	2,921	3,569
现金	157	479	584	714	营业成本	1,654	1,748	2,054	2,402
应收账款	681	674	815	1,039	营业税金及附加	10	14	18	21
其他应收款	54	28	37	58	销售费用	109	115	131	153
预付账款	37	33	33	38	管理费用	75	60	73	89
存货	219	232	263	315	财务费用	50	21	28	30
其他流动资产	176	334	457	533	资产减值损失	14	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1,112	1,112	1,106	1,106	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	8	20	12	13	投资净收益	4	0	0	0
固定资产	788	738	688	638	<b>营业利润</b>	267	438	618	873
无形资产	80	75	70	65	营业外收入	11	0	0	0
其他非流动资产	235	279	335	389	营业外支出	7	0	0	0
<b>资产总计</b>	2,435	2,891	3,295	3,804	<b>利润总额</b>	271	438	618	873
<b>流动负债</b>	609	888	990	1,080	所得税	56	88	124	175
短期借款	363	645	709	774	<b>净利润</b>	215	350	494	698
应付账款	158	158	198	226	少数股东损益	1	4	5	6
其他流动负债	88	84	83	79	<b>归属母公司净利润</b>	215	346	490	693
<b>非流动负债</b>	34	39	49	59	EBITDA	391	514	700	958
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.35	0.56	0.79	1.12
其他非流动负	34	39	49	59					
<b>负债合计</b>	644	927	1,039	1,139					
少数股东权益	0	4	8	14					
股本	618	618	618	618					
资本公积	450	415	415	415					
留存收益	724	927	1,213	1,617					
归属母公司股东权	1,792	1,961	2,247	2,651					
<b>负债和股东权益</b>	2,435	2,891	3,295	3,804					

主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	4.08%	10.11%	21.96%	22.18%
营业利润	22.29%	63.65%	41.21%	41.26%
归属于母公司净利润	28.44%	61.30%	41.49%	41.44%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	23.94%	27.04%	29.70%	32.70%
净利率(%)	9.87%	14.45%	16.77%	19.41%
ROE(%)	12.02%	17.82%	21.92%	26.21%
ROIC(%)	15.41%	19.11%	20.19%	25.28%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	26.43%	32.05%	31.53%	29.94%
净负债比率(%)	7.20%	-10.10%	-13.61%	-14.60%
流动比率	2.17	2.00	2.21	2.50
速动比率	1.81	1.74	1.95	2.21
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.88	0.90	0.94	1.01
应收账款周转率	3.85	3.76	4.10	4.06
应付账款周转率	13.14	15.14	16.39	16.80
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.56	0.79	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.44	0.43	0.62
每股净资产(最新摊薄)	2.90	3.17	3.63	4.29
<b>估值比率</b>				
P/E	65.2	40.4	28.5	20.2
P/B	7.8	7.1	6.2	5.3
EV/EBITDA	28.26	28.38	20.83	15.26

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	132	274	267	386
净利润	215	346	490	693
折旧摊销	75	55	55	55
财务费用	46	21	28	30
投资损失	(4)	0	0	0
营运资金变动	(230)	(152)	(309)	(397)
其他经营现金	30	4	5	6
<b>投资活动现金流</b>	(222)	22	8	(1)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(0)	(12)	8	(1)
其他投资现金	(222)	34	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(192)	88	(166)	(256)
短期借款	(138)	282	64	65
长期借款	(93)	0	0	0
普通股增加	255	0	0	0
资本公积增加	(183)	(34)	0	0
其他筹资现金	(33)	(160)	(230)	(321)
<b>现金净增加额</b>	(282)	385	110	129

资料来源：华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。