

沧州明珠 002108.SZ

强烈重申

买入

当前价格 8.81 元

目标价格 16.00 元

目标期限 6 个月

分析师:

王席鑫(执业证书编号: S0930511020001)

021-22169077 wangxixin@ebsecn.com

程磊(执业证书编号: S0930510120003)

021-22169165 chenglei@ebsecn.com

张力扬(执业证书编号: S0930511010005)

021-22169167 zhangly@ebsecn.com

联系人:

孙琦祥

021-22169163 sunqx@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股) 168

总市值(百万元) 3,516

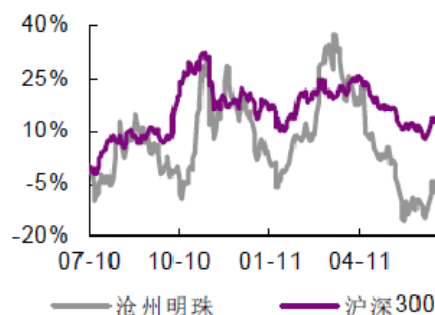
流通比例(%) 98.37%

12 个月最高最低(元) 37.99/8.08

近 3 月日均成交量(百万股) 2.05

主要股东 东塑集团

股价表现(12 个月)



相关报告:

巩固传统 PE 管材管件业务,积极开拓锂电隔膜新产品

..... 2011-07-12
一季度受淡季和原材料涨价压制,二季度将探底回升

..... 2011-04-20
薄膜设备集成骄子,薄膜新材料引爆成长

..... 2011-03-07

成本压力骤降 锂电隔膜乐观

◇ 报告起因: 油价暴跌、压制股价的最重要因素原材料成本迅速下降

◇ 未来催化因素: BOPA 薄膜扩产、锂电隔膜等新型薄膜领域重大突破

◆ 原材料成本压力骤降, 毛利率有望大幅提升。

过去的几个月里, 压制公司股价的最大因素就是油价主导的上游原材料价格大涨。从 2 月下旬原油价格开始突然大幅上扬, 公司 PE 管材、BOPA 薄膜等产品处于石化产业链的终端, 价格滞后于原材料价格的上涨, 导致上半年毛利率出现明显下滑。近期, 国际油价从近 120 美元一路暴跌至目前 80 美元上下, 上游基础化工产品出现显著调整, 加之下半年是产品销售的旺季, 市场已对公司产品价格上调表现出强烈预期, 我们预计公司下半年的生产经营情况会有显著改善。

◆ 锂电隔膜项目打破国际壁垒, 前景比较乐观。

公司定向增发拟投资建设 2000 万平米锂电隔膜项目, 在募集资金到位前自筹资金先行投入和建设。公司目前已获得 5 项锂电池隔膜材料的相关发明专利, 200 万平米锂电池隔膜中试已经完成, 我们认为公司锂电池隔膜项目的工业化风险相对可控。公司锂电隔膜生产技术采用干法单向拉伸技术, 产品适用于包括动力锂电池在内的各种锂离子电池, 而国内普遍使用的湿法技术, 产品仅适用于小型锂电池, 国内尚不具备湿法技术生产动力锂电隔膜的能力, 且湿法技术污染较干法大。

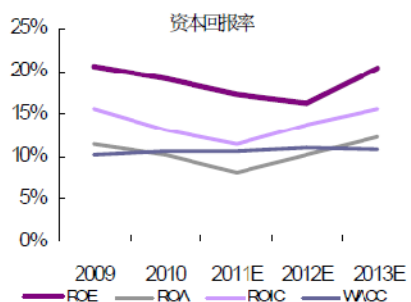
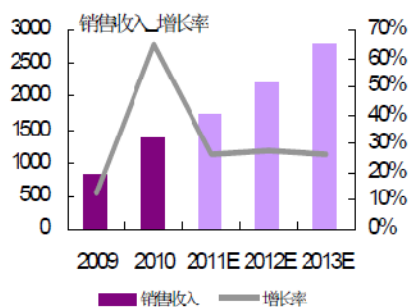
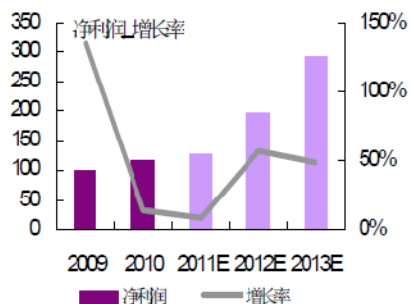
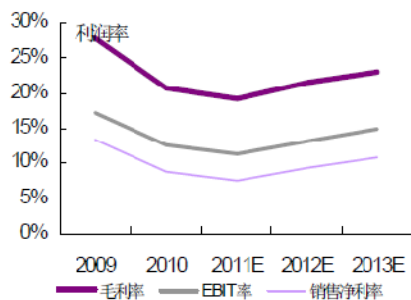
我们认为公司在双向拉伸 BOPA 薄膜产品多年积累的设备集成和工艺控制核心技术与锂电隔膜生产技术上的相似性使得公司在开发锂电池隔膜的优势十分明显, 我们认为, 公司有望率先取得实质性的突破, 打破国际壁垒。目前隔膜产品的售价在 10-15 元/平米, 产品毛利率 70% 以上, 净利率 50% 左右。每销售 100 万平米, 则增厚每股业绩约 0.016 元。

◆ 强烈重申“买入”评级, 调高目标价至 16 元。

预计锂电池隔膜项目将显著提升公司产品档次、打开公司成长空间。下半年, 公司原材料成本将迅速下降, 且旺季里公司产品提价是大概率事件, 盈利将从底部大幅度提升。考虑对 12 年业绩摊薄的因素, 我们谨慎调整公司 11~13 年 EPS 分别为 0.41、0.58 和 0.86 元, 未来三年复合增长率约 35%, 给予 12 年传统业务 20 倍, 锂电隔膜业务 40 倍的市盈率, 强烈重申公司“买入”的投资评级, 目标价格提升至 16 元。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	730	826	1,381	1,648	2,069
营业收入增长率	99.67%	13.13%	67.15%	19.37%	25.53%
净利润(百万元)	44	102	116	152	226
净利润增长率	85.87%	134.59%	13.18%	31.36%	49.03%
EPS(元)	0.26	0.61	0.69	0.91	1.35
ROE(归属母公司) (摊薄)	14.00%	20.54%	19.17%	21.16%	25.26%
P/E	81	34	30	23	16
P/B	11	7	6	5	4
EV/EBITDA	18	14	24	20	14



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	826	1,363	1,726	2,199	2,780
营业成本	598	1,080	1,395	1,727	2,144
折旧和摊销	23	33	48	57	67
营业税费	3	6	5	7	8
销售费用	55	58	74	92	117
管理费用	29	48	60	77	97
财务费用	13	22	33	34	33
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	3	5	1	1	1
营业利润	131	154	163	256	381
利润总额	126	156	162	255	379
少数股东损益	8	4	5	7	10
归属母公司净利润	102.08	116.06	124.97	196.86	293.24

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	973	1,187	1,613	1,982	2,470
流动资产	572	720	1,049	1,275	1,631
货币资金	183	160	259	330	417
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	123	192	250	315	401
应收票据	57	85	113	141	180
其他应收款	12	12	20	22	30
存货	144	239	325	393	494
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	40	41	41	41	41
固定资产	294	381	456	567	674
无形资产	29	31	29	28	26
总负债	449	556	857	735	981
无息负债	90	189	204	267	319
有息负债	359	367	653	467	662
股东权益	523	631	756	1,247	1,489
股本	99	168	302	342	342
公积金	269	228	140	446	475
未分配利润	130	208	282	420	623
少数股东权益	26	28	33	40	50

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	74	70	0	202	185
净利润	102	116	125	197	293
折旧摊销	23	33	48	57	67
净营运资金增加	114	153	270	163	304
其他	-165	-232	-444	-214	-479
投资活动产生现金流	-206	-68	-149	-199	-199
净资本支出	209	72	150	200	200
长期投资变化	40	41	0	0	0
其他资产变化	-455	-181	-299	-399	-399
融资活动现金流	257	-26	248	68	101
股本变化	30	69	134	40	0
债务净变化	188	8	286	-186	195
无息负债变化	44	99	15	64	51
净现金流	125	-24	99	71	87

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	13.13%	65.00%	26.61%	27.39%	26.46%
净利润增长率	134.59%	13.70%	7.68%	57.52%	48.96%
EBITDA 增长率	79.29%	23.69%	20.01%	41.93%	38.80%
EBIT 增长率	95.92%	20.65%	14.82%	47.94%	42.96%
估值指标					
PE	29	25	23	17	11
PB	6	5	4	3	2
EV/EBITDA	8	10	15	11	8
EV/EBIT	9	12	18	13	10
EV/NOPLAT	10	16	23	17	12
EV/Sales	2	2	2	2	1
EV/IC	2	2	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	27.65%	20.78%	19.17%	21.43%	22.88%
EBITDA 率	19.88%	14.90%	14.12%	15.73%	17.27%
EBIT 率	17.07%	12.48%	11.32%	13.14%	14.86%
税前净利润率	15.31%	11.41%	9.41%	11.59%	13.63%
税后净利润率 (归属母公	12.36%	8.51%	7.24%	8.95%	10.55%
ROA	11.36%	10.13%	8.06%	10.29%	12.28%
ROE (归属母公司) (摊	20.54%	19.24%	17.28%	16.31%	20.37%
经营性 ROIC	15.73%	13.13%	11.43%	13.82%	15.66%
偿债能力					
流动比率	1.51	1.58	1.39	2.01	1.85
速动比率	1.13	1.05	0.96	1.39	1.29
归属母公司权益/有息债务	1.38	1.64	1.11	2.58	2.17
有形资产/有息债务	2.61	3.13	2.42	4.17	3.68
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.34	0.38	0.41	0.58	0.86
每股红利	0.03	0.02	0.13	0.18	0.27
每股经营现金流	0.25	0.23	0.00	0.59	0.54
每股自由现金流(FCFF)	-0.58	-0.20	-0.73	-0.20	-0.31
每股净资产	1.65	2.00	2.40	3.53	4.21
每股销售收入	2.74	4.52	5.72	6.44	8.14

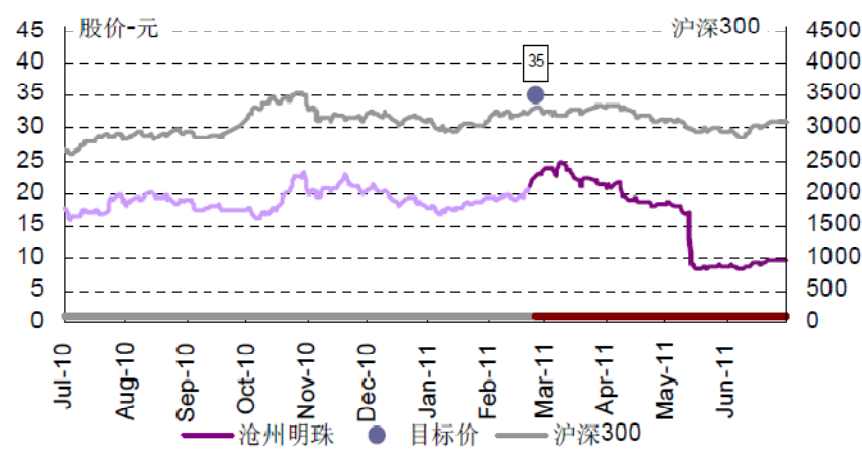
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

基础化工与新能源
沧州明珠（002108）
分析师：程磊、王席鑫



日期	股价	目标价	评级
2011-03-07	20.98	35.00	买入
2011-03-14	23.70	35.00	买入
2011-03-22	24.41	35.00	买入
2011-04-20	21.87	35.00	买入
2011-05-30	8.42	18.00	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

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。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
专题 QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。