

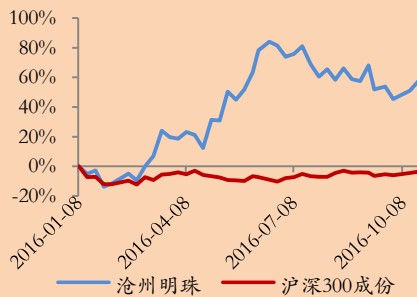


沧州明珠 (002108)

投资评级: 买入

报告日期: 2016-10-24

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: 李超齐

0551-65161591

lichaoqi.2008@163.com

业绩符合预期, 继续维持高增长

事件: 公司发布 2016 年三季报, 报告期内公司实现营业总收入 19.94 亿元, 较上年同期增长 26.31%; 归属于母公司所有者的净利润 3.87 亿元, 较上年同期增长 149.71%。其中三季度实现营业收入 7.78 亿元, 同比增长 28.43%; 实现归母净利润 1.3 亿元, 同比增长 100.37%。同时公司预计 2016 年全年净利润为 48,292.38 至 53,658.20 万元, 同比增长 125%-150%。

业绩高速增长, 毛利率净利率显著提升

2016 年前三季度, 公司实现营业总收入 19.94 亿元, 较上年同期增长 26.31%, 归属于母公司所有者的净利润 3.87 亿元, 较上年同期增长 149.71%, 继续维持了高速的增长。由于锂电隔膜和 BOPA 的高景气, 公司毛利率和去年同期相比大增 10.44 个百分点, 达到 33.71%。在三项费用率上, 公司财务费用和销售费用也有明显的下降, 期间费用率合计 8.76%, 较去年同期的 9.46%, 下降 0.7 个百分点, 净利率也由去年的 9.9% 大幅上涨至今年的 19.41%, 公司整体运转良好, 盈利能力显著增强。

锂电隔膜稳步扩张

报告期公司年产“10,500 万平米湿法锂离子电池隔膜项目”获得证监会审核通过, 公司目前已经拥有 5000 万平方米干法隔膜产能和 2500 万平方米湿法隔膜产能, 以自有资金投资建设 6000 万平米湿法隔膜生产线将于今年年底投产, 到 2018 年, 公司产能将达到 2.4 亿平方米, 公司本身就是比亚迪、力神、ATL 等一线电池品牌的主要供应商, 而 5 月底公司又于中航锂电合作, 定增的 1.05 亿隔膜项目将直接供应给中航锂电。伴随着产能的快速释放, 未来公司的市场份额有望大大提升, 进一步提高公司在隔膜材料领域的龙头地位。另一方面, 随着新能源汽车补贴政策即将落地, 新能源车企也将进入年底冲刺阶段, 也将大大刺激上游材料的消耗。

BOPA 价格持续上涨

在 BOPA 膜方面, 由于日本公司逐步退出中国市场, BOPA 膜呈现了供货紧缺的状态, 目前价格已达到近 3.3 万元/吨, 同时受石油价格下跌影响, 上游原材料价格也显著下降。公司作为国内龙头拥有 BOPA 产能 2.85 万吨, 在市场份额和盈利能力上取得了极大的受益, BOPA 也成为隔膜以外公司业绩增长的另一主力军。

盈利预测与估值

考虑新能源汽车市场的持续火热, 公司作为隔膜龙头, 产能快速扩张, 业绩有望大幅提升, 同时公司 BOPA 盈利能力快速回升, 我们维持公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.81 元、0.93 元、1.03 元, 对应的 PE 分别为 28.90 倍、25.09 倍、22.74 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	2610	3002	3452
收入同比(%)	4%	20%	15%	15%
归属母公司净利润	215	501	578	637
净利润同比(%)	28%	134%	15%	10%
毛利率(%)	23.9%	32.0%	31.0%	30.0%
ROE(%)	12.0%	22.1%	20.2%	18.2%
每股收益(元)	0.35	0.81	0.93	1.03
P/E	67.51	28.90	25.09	22.74
P/B	8.09	6.32	5.05	4.13
EV/EBITDA	28	22	19	17

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
流动资产	1,324	1,935	2,583	3,274	营业收入	2,175	2,610	3,002	3,452
现金	157	522	940	1,350	营业成本	1,654	1,775	2,071	2,416
应收账款	681	734	837	1,005	营业税金及附加	10	12	14	16
其他应收款	54	30	38	56	销售费用	109	104	120	121
预付账款	37	33	32	38	管理费用	75	91	90	104
存货	219	236	265	317	财务费用	50	(12)	(28)	(13)
其他流动资产	176	380	469	508	资产减值损失	14	0	0	0
非流动资产	1,112	1,128	1,109	1,092	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	营业利润	267	640	735	809
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	295	338	375	营业外支出	7	6	6	6
资产总计	2,435	3,063	3,692	4,367	利润总额	271	634	729	803
流动负债	609	721	759	784	所得税	56	127	146	161
短期借款	363	477	477	476	净利润	215	507	583	642
应付账款	158	161	200	228	少数股东损益	1	6	5	5
其他流动负债	88	83	83	81	归属母公司净利润	215	501	578	637
非流动负债	34	44	51	58	EBITDA	391	683	762	850
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.35	0.81	0.93	1.03
其他非流动负债	34	44	51	58					
负债合计	644	764	810	842					
少数股东权益	0	6	11	16					
股本	618	618	618	618					
资本公积	450	450	450	450					
留存收益	724	1,225	1,803	2,440					
归属母公司股东权益	1,792	2,293	2,871	3,508					
负债和股东权益	2,435	3,063	3,692	4,367					

主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	4.08%	20.00%	15.00%	15.00%
营业利润	22.29%	139.22%	14.86%	10.11%
归属于母公司净利润	28.44%	133.57%	15.22%	10.33%
获利能力				
毛利率(%)	23.94%	32.00%	31.00%	30.00%
净利率(%)	9.87%	19.21%	19.24%	18.46%
ROE(%)	12.02%	22.05%	20.23%	18.23%
ROIC(%)	15.41%	25.92%	20.71%	21.72%
偿债能力				
资产负债率(%)	26.43%	24.96%	21.95%	19.29%
净负债比率(%)	7.20%	-8.32%	-6.63%	-5.42%
流动比率	2.17	2.68	3.40	4.17
速动比率	1.81	2.36	3.05	3.77
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.95	0.89	0.86
应收账款周转率	3.85	3.92	3.99	3.95
应付账款周转率	13.14	16.37	16.64	16.14
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.81	0.93	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.44	0.62	0.65
每股净资产(最新摊薄)	2.90	3.71	4.64	5.67
估值比率				
P/E	67.5	28.9	25.1	22.7
P/B	8.1	6.3	5.0	4.1
EV/EBITDA	28.26	21.82	19.07	16.67

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	132	275	386	399
净利润	215	501	578	637
折旧摊销	75	55	55	55
财务费用	46	(12)	(28)	(13)
投资损失	(4)	0	0	0
营运资金变动	(230)	(275)	(224)	(284)
其他经营现金	30	6	5	5
投资活动现金流	(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
筹资活动现金流	(192)	130	28	10
短期借款	(138)	114	(0)	(1)
长期借款	(93)	0	0	0
普通股增加	255	0	0	0
资本公积增加	(183)	0	0	0
其他筹资现金	(33)	16	29	11
现金净增加额	(282)	428	423	408

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。