

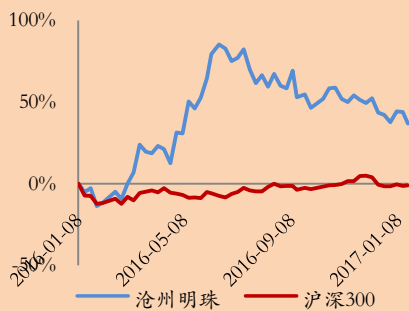


沧州明珠 (002108)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-01-20

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, 补贴新政利好湿法隔膜

事件: 公司发布 2016 年度业绩快报, 报告期内公司实现营业总收入 2,754,799,356.06 元, 实现归属于上市公司股东的净利润 485,903,931.24 元, 分别较上年同期增长 26.64% 和 126.39%, 基本每股收益 0.76 元, 同比增长 117.14%。

□ 隔膜业务产销两旺, 大幅提升公司业绩

2016 年在新能源汽车的快速推动下, 公司锂电池隔膜业务产销量大增。在干法隔膜方面, 公司生产工艺和设备调试不断完善, 完整掌握干法隔膜生产工艺, 2016 年全年产销量达到 1 亿平米, 远超公司 5000 平米的设计产能, 以 4 元/平米的价格计算, 额外贡献近 2 亿元的营收。在湿法隔膜方面, 公司 2500 万平米的湿法项目已经投产, 16 年产销量预计在 1500-2000 万平米, 进一步增厚了公司业绩。

□ 补贴新政利好湿法隔膜, 公司产能快速扩张

2016 年 12 月 30 日, 四部委发布了“关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知”, 通知明确将调整完善推广应用补贴政策, 在新的补贴政策中, 电池能量密度成为补贴的重要指标, 三元电池凭借其高能量密度的特点未来将成为主流, 而湿法隔膜涂覆技术可完美解决三元电池的安全问题。目前公司已有 2500 万平米湿法隔膜产能投产, 新增的 6000 万平米将于今年年初投产, 另外 16 年定增的 1.05 亿隔膜项目将于 2018 年投产, 其中 80% 以上的产品将直接供应给合作伙伴中航锂电。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。

□ PE 管道和 BOPA 薄膜价格上涨

报告期内, BOPA 薄膜产品由于市场需求的增长, 以及原材料价格的下降, 产品出现了供不应求的局面, 产品的销售价格出现了较大幅度的提高, 增加了产品毛利率。此外, PE 管材受基础设施建设影响, 产销量也有所增加, 增厚了公司业绩。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.77 元、0.98 元、1.16 元, 对应的 PE 分别为 26.23 倍、20.72 倍、17.47 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	2741	3207	3848
收入同比(%)	4%	26%	17%	20%

归属母公司净利润	215	496	627	744
净利润同比(%)	28%	131%	27%	19%
毛利率(%)	23.9%	33.0%	33.0%	32.0%
ROE(%)	12.0%	21.6%	21.5%	20.3%
每股收益(元)	0.33	0.77	0.98	1.16
P/E	60.56	26.23	20.72	17.47
P/B	7.25	5.63	4.42	3.53
EV/EBITDA	28	19	15	13

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	2,036	2,730	3,527	营业收入	2,175	2,741	3,207	3,848
现金	157	548	971	1,375	营业成本	1,654	1,836	2,149	2,617
应收账款	681	771	895	1,121	营业税金及附加	10	12	14	17
其他应收款	54	32	41	63	销售费用	109	137	128	135
预付账款	37	33	32	39	管理费用	75	96	96	115
存货	219	244	275	343	财务费用	50	19	22	20
其他流动资产	176	408	516	587	资产减值损失	14	0	0	0
非流动资产	1,112	1,138	1,126	1,125	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	798	944
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	305	355	408	营业外支出	7	6	6	6
资产总计	2,435	3,174	3,855	4,652	利润总额	271	634	792	938
流动负债	609	811	851	887	所得税	56	133	158	188
短期借款	363	562	561	560	净利润	215	501	633	750
应付账款	158	166	208	247	少数股东损益	1	6	6	6
其他流动负债	88	83	82	80	归属母公司净利润	215	496	627	744
非流动负债	34	46	55	65	EBITDA	391	714	874	1,019
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.33	0.77	0.98	1.16
其他非流动负	34	46	55	65					
负债合计	644	858	906	952					
少数股东权益	0	6	11	17					
股本	618	642	642	642					
资本公积	450	450	450	450					
留存收益	724	1,219	1,847	2,591					
归属母公司股东权	1,792	2,310	2,938	3,682					
负债和股东权益	2,435	3,174	3,855	4,652					

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	224	440	428
净利润	215	496	627	744
折旧摊销	75	55	55	55
财务费用	46	19	22	20
投资损失	(4)	0	0	0
营运资金变动	(230)	(351)	(270)	(397)
其他经营现金	30	6	6	6
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)	207	(21)	(23)
短期借款	(138)	199	(0)	(1)
长期借款	(93)	0	0	0
普通股增加	255	23	0	0
资本公积增加	(183)	0	0	0
其他筹资现金	(33)	(15)	(21)	(22)
现金净增加额	(282)	454	427	403

主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	4.08%	26.00%	17.00%	20.00%
营业利润	22.29%	139.44%	24.56%	18.32%
归属于母公司净利润	28.44%	130.87%	26.62%	18.61%
获利能力				
毛利率(%)	23.94%	33.00%	33.00%	32.00%
净利率(%)	9.87%	18.08%	19.57%	19.34%
ROE(%)	12.02%	21.64%	21.47%	20.28%
ROIC(%)	15.41%	26.89%	23.24%	25.09%
偿债能力				
资产负债率(%)	26.43%	27.02%	23.50%	20.47%
净负债比率(%)	7.20%	-8.26%	-6.48%	-5.16%
流动比率	2.17	2.51	3.21	3.98
速动比率	1.81	2.21	2.89	3.59
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.98	0.91	0.90
应收账款周转率	3.85	4.01	4.03	4.03
应付账款周转率	13.14	16.89	17.16	16.95
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.77	0.98	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.35	0.69	0.67
每股净资产(最新摊薄)	2.79	3.60	4.58	5.74
估值比率				
P/E	60.6	26.2	20.7	17.5
P/B	7.3	5.6	4.4	3.5
EV/EBITDA	28.26	18.88	15.00	12.56

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。