

强烈推荐-A (维持)

沧州明珠 002108.SZ

当前股价: 23.52 元

2017 年 03 月 28 日

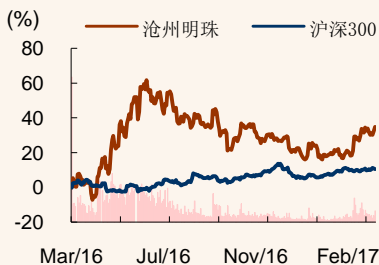
锂电隔膜产能有序释放, BOPA 盈利实质转好

基础数据

上证综指	3253
总股本 (万股)	64159
已上市流通股 (万股)	61444
总市值 (亿元)	151
流通市值 (亿元)	145
每股净资产 (MRQ)	3.2
ROE (TTM)	21.5
资产负债率	35.1%
主要股东	河北沧州东塑集团股
主要股东持股比例	29.16%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	9	29
相对表现	9	2	20



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《沧州明珠 (002108) —业绩报告 16 年归母净利润 4.86 亿元》2017-01-21
- 2、《沧州明珠 (002108) —2016 年前三季度归母净利润同比增长 149%》2016-10-24
- 3、《沧州明珠 (002108) —锂电隔膜销售良好, 成长后劲十足》2016-09-01

周铮

S1090515120001

姚鑫

yaoxin@cmschina.com.cn

S1090516050001

孙维容

sunweirong@cmschina.com.cn

S1090516110001

研究助理

于庭泽

yutingze@cmschina.com.cn

事件:

公司发布 2016 年年报: 报告期内公司实现营业收入 27.65 亿元, 同比增长 27.10%; 营业利润 6.15 亿元, 同比增长 129.86%; 实现归属于上市公司股东净利润 4.87 亿元, 同比增长 127.05%; 实现每股收益 0.79 元, 。

公司 16 年分配预案: 以 2016 年底总股本 6.41 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 1.6 元 (含税), 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 7 股。

评论:

1、公司业绩增长, 三大主营全面向好。

公司 2016 年第 1、2、3、4 季度净利润分别为 1.04 亿元、1.53 亿元、1.30 亿元和 1.00 亿元, 我们认为业绩同比增长主要是报告期内锂电隔膜销量的增加和 BOPA 价格上涨带来。公司目前锂电隔膜总产能 7500 万平米, 其中干法隔膜全年销量突破 1 亿平米, 大幅超出年初预期。湿法隔膜 2500 万平自 2016 年 1 月投产以来, 上半年已经实现销售, 未来随着工艺的逐步调试, 毛利率有提升趋势。客户方面, 目前公司干法锂电池隔膜已获得国内比亚迪、中航锂电、环宇赛尔、东莞新能源 (ATL)、浙江南都、天津力神等多家锂电池企业的合格供应商资格; 湿法锂电池隔膜已获得比亚迪、捷威动力、妙盛动力等企业合格供应商资格并实现供货, 同时也通过中航锂电的产品认证。

2、BOPA 薄膜毛利率达 40%, 为十年最高水平。

BOPA 价格复合级 37000-38000 元/吨, 印刷级 38000-39000 元/吨, 同步法 40000-40500 元/吨。BOPA 需求端稳步增长, 供给侧 2017 年将是新产能投放的真空期, 我们认为 2017 年价格能较大概率稳在高位, 在上次报告中我们认为 BOPA 业务毛利率有望维持 40% 左右, 年报数据已经印证我们观点, 预计 2017 年盈利水平得以维持。

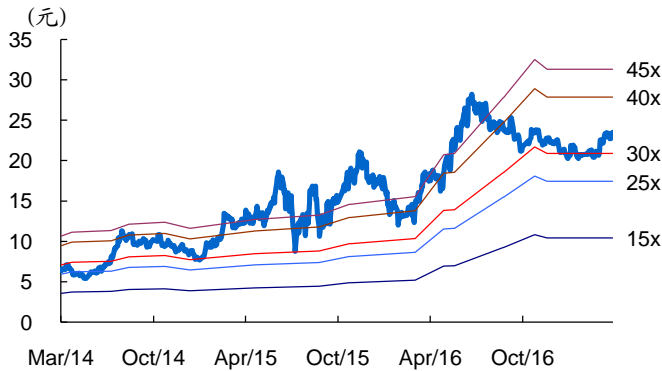
3、公司战略重点清晰, 增长业务明确, 维持“强烈推荐-A”的投资评级。

2017 年预计再增 6000 万平米湿法锂电隔膜产能。公司看准湿法隔膜未来广阔的发展前景, 通过定增募集资金用于年产 10,500 万平方米湿法锂电池隔膜项目, 将会 18 年投产, 16-18 年隔膜产能增速分别为 50%/80%/78%。根据我们的假设条件, 保守预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 0.98 元、1.09 元、1.24 元, 相应市盈率为 24 倍、22 倍、19 倍。公司业绩增长稳定, 新建设的湿法隔膜项目在今明两年快速为公司贡献利润, 继续维持“强烈推荐-A”的投资评级。

4、风险提示。

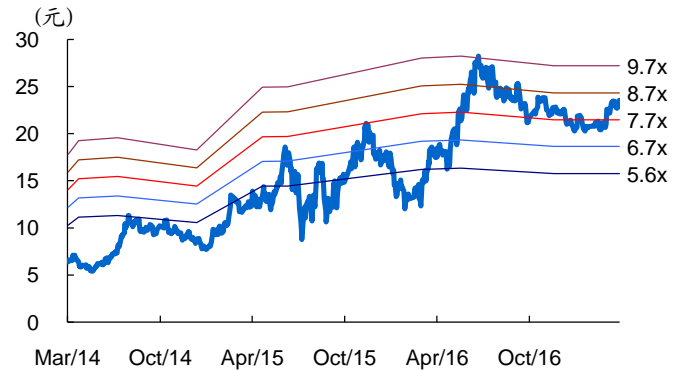
公司项目未能如期投产风险, 客户需求大幅低于预期风险。

图 1: 沧州明珠历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 沧州明珠历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《沧州明珠(002108)点评报告:业绩预告16年归母净利润4.86亿元》2017/1/20
- 2、《沧州明珠(002108)点评报告》:2016年前三季度归母净利润同比增长149%2016/10/23
- 3、《沧州明珠(002108)调研报告:锂电隔膜销售良好,成长后劲十足》2016/8/30
- 4、《沧州明珠(002108)中报点评:中报符合预期,锂电隔膜在收入增量中贡献51%》2016/8/22
- 5、《沧州明珠(002108)公司点评:公司归母净利润同比增长185%》2016/7/26
- 6、《沧州明珠(002108)公司点评:业绩预告向上修正,公司业务快速发展》2016/7/12
- 7、《沧州明珠(002108)公司点评:公司与中航锂电形成战略合作伙伴》2016/5/29
- 8、《沧州明珠(002108)公司点评:一季度高增长,锂电材料仍处于黄金发展周期》2016/4/26。
- 9、《周期平凡蕴含力量,成长持续捎来精彩——基础化工行业2016年二季度投资策略》2016/4/21。我们在本篇报告中明确指出伴随新能源汽车强劲增长势头,锂电材料行业进入黄金发展期,维持沧州明珠“强烈推荐-A”的投资评级。
- 10、《沧州明珠(002108)深度报告:时来易失,趁机在速》2016/4/7。
- 11、《沧州明珠(002108)调研报告:未来两年内隔膜业务仍将处于高速发展阶段》2016/3/29

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1324	2163	2532	3003	3559
现金	157	620	894	1260	1669
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	196	412	453	483	526
应收款项	628	728	758	809	881
其它应收款	54	25	28	30	32
存货	219	291	308	325	347
其他	70	85	92	97	104
非流动资产	1112	1468	1529	1581	1627
长期股权投资	8	6	6	6	6
固定资产	788	866	939	1003	1059
无形资产	80	121	109	98	88
其他	235	476	475	475	474
资产总计	2435	3631	4061	4584	5187
流动负债	609	610	514	525	540
短期借款	363	309	200	200	200
应付账款	158	178	189	198	212
预收账款	18	20	21	22	23
其他	70	104	104	104	105
长期负债	34	249	249	249	249
长期借款	0	176	176	176	176
其他	34	73	73	73	73
负债合计	644	859	762	773	789
股本	618	642	642	642	642
资本公积金	450	960	960	960	960
留存收益	724	1112	1639	2152	2740
少数股东权益	0	58	58	56	55
归属于母公司所有者权益	1792	2714	3241	3754	4342
负债及权益合计	2435	3631	4061	4584	5187

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	132	173	678	742	805
净利润	215	487	630	702	799
折旧摊销	75	106	119	126	133
财务费用	46	45	20	14	11
投资收益	(4)	(5)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	(178)	(476)	(85)	(96)	(135)
其它	(21)	17	1	2	3
投资活动现金流	(222)	(358)	(179)	(179)	(179)
资本支出	(227)	(414)	(179)	(179)	(179)
其他投资	5	57	0	0	0
筹资活动现金流	(192)	635	(226)	(197)	(216)
借款变动	(165)	103	(109)	0	0
普通股增加	255	23	0	0	0
资本公积增加	(183)	511	0	0	0
股利分配	(55)	0	(103)	(189)	(211)
其他	(45)	(2)	(14)	(9)	(5)
现金净增加额	(282)	450	274	366	410

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2175	2765	3034	3239	3525
营业成本	1654	1856	1966	2068	2212
营业税金及附加	10	26	28	30	33
营业费用	109	123	140	149	162
管理费用	75	94	91	97	106
财务费用	50	46	20	14	11
资产减值损失	14	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	5	5	5	5
营业利润	267	615	794	885	1007
营业外收入	11	8	8	8	8
营业外支出	7	9	9	9	9
利润总额	271	613	793	883	1005
所得税	56	126	164	182	208
净利润	215	487	629	701	797
少数股东损益	1	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	215	487	630	702	799
EPS (元)	0.35	0.76	0.98	1.09	1.24

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	4%	27%	10%	7%	9%
营业利润	22%	130%	29%	11%	14%
净利润	28%	127%	29%	11%	14%
获利能力					
毛利率	23.9%	32.9%	35.2%	36.1%	37.3%
净利率	9.9%	17.6%	20.8%	21.7%	22.7%
ROE	12.0%	18.0%	19.4%	18.7%	18.4%
ROIC	11.7%	16.1%	17.6%	17.0%	16.9%
偿债能力					
资产负债率	26.4%	23.7%	18.8%	16.9%	15.2%
净负债比率	14.9%	13.3%	9.2%	8.2%	7.2%
流动比率	2.2	3.5	4.9	5.7	6.6
速动比率	1.8	3.1	4.3	5.1	5.9
营运能力					
资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
存货周转率	7.9	7.3	6.6	6.5	6.6
应收帐款周转率	3.9	4.1	4.1	4.1	4.2
应付帐款周转率	10.0	11.0	10.7	10.7	10.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.35	0.76	0.98	1.09	1.24
每股经营现金	0.21	0.27	1.06	1.16	1.25
每股净资产	2.90	4.23	5.05	5.85	6.77
每股股利	0.00	0.16	0.29	0.33	0.00
估值比率					
PE	67.8	31.0	24.0	21.5	18.9
PB	8.1	5.6	4.7	4.0	3.5
EV/EBITDA	21.7	11.1	9.0	8.2	7.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。