

公司研究/中报点评

2017年08月22日

电力设备与新能源/新能源 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 15.8
合理价格区间(元): 16.36~19.64

黄斌 执业证书编号: S0570517060002
研究员 billhuang@htsc.com

李轶奇 执业证书编号: S0570516080002
研究员 021-28972087
liyiqi@htsc.com

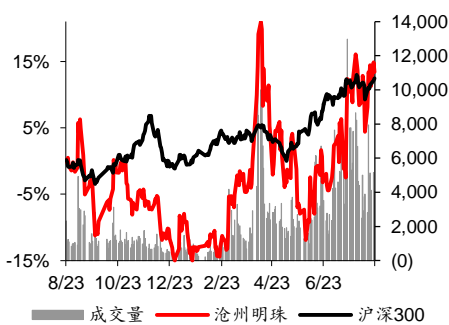
何昕 执业证书编号: S0570515050001
研究员 010-56793937
hexin6573@htsc.com

丁宁 010-56793941
联系人 dingning2@htsc.com

相关研究

- 1 《沧州明珠(002108):锂电隔膜强势增长,未来优势持续加强》2014.08
- 2 《沧州明珠(002108):锂电池隔膜业务将进入国内第一梯队》2014.07
- 3 《沧州明珠(002108):明年业绩开始释放,买入时机到来》2012.10

股价走势图



资料来源: Wind

传统业务亮眼, 隔膜业绩可期

沧州明珠(002108)

17H1 收入 YoY +34%, 归母净利润 YoY +11%

公司发布 2017 年半年报, 17H1 实现营业收入 16.35 亿元, 同比增长 34.46%; 17H1 实现归母净利润 2.85 亿元, 同比增长 10.97%; 17H1 每股收益 0.26 元, 同比增长 8.33%, 符合我们预期。

PE 管道和 BOPA 薄膜业绩大幅增长, 隔膜业绩略有下滑

上半年各项业务来看, 主要收入增长来源于 PE 管道制品和 BOPA 薄膜制品, 17H1 收入分别为 9.35 亿元和 4.5 亿元, 同比增长 53%和 30%, PE 管道业务增长主要受京津冀地区“煤改气”改造工程需求拉动; 锂电池隔膜业务上半年受新能源商用车销售平淡影响, 17H1 实现收入 2.12 亿元, 同比下滑 12%。

受产品价格下滑影响, 隔膜 17H1 毛利率同比下滑

公司 17H1 整体毛利率 29.48%, 同比下滑 6 个百分点, 其中 PE 管道毛利率 21.67%, 与去年同期基本持平; BOPA 薄膜毛利率 34.21%, 同比下滑 4 个百分点, 主要受原材料价格上涨所致; 锂电池隔膜毛利率 57.96%, 同比下滑 11.49 个百分点, 主要由于隔膜产品价格下滑影响。公司 17H1 期间费用率较为稳定, 其中财务费用率同比有所下降, 因为公司报告期汇率损失减少。

下半年新能源车销量反弹, 公司业绩有望加速增长

上半年国内新能源汽车销量乏善可陈, 主要是因为补贴政策和目录调整影响, 所以公司上半年隔膜业绩出现下滑也是情理之中。进入 Q3 以来新能源车销量已经明显回暖, 拉动锂电池出货量增长, 我们判断公司隔膜业务下半年业绩将大幅回升。国内高端湿法隔膜的新增有效产能释放较慢, 我们预计在下半年需求反弹的背景下, 高端湿法隔膜供应仍然偏紧。公司目前拥有 1.15 亿平米湿法隔膜产能, 下半年新增产能释放将拉动公司业绩增长, 公司预计 17 年 1-9 月归母净利润同比增长 10-25%。

目标价 16.36~19.64 元, 维持“增持”评级

我们预计公司 2017-2019 年实现归母净利润 6.1 亿元、7.14 亿元、8.59 亿元, EPS 预计分别为 0.56 元、0.65 元、0.79 元, 目前股价对应 28 倍、24 倍、20 倍 PE, 目标价区间 16.36~19.64 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 新能源汽车和动力锂电池销量不及预期; 国家新能源汽车发展政策波动给行业造成负面影响; 国内隔膜产能快速提升导致供给过剩。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,091
流通 A 股 (百万股)	1,045
52 周内股价区间 (元)	12.82-28.86
总市值 (百万元)	17,233
总资产 (百万元)	3,944
每股净资产 (元)	2.61

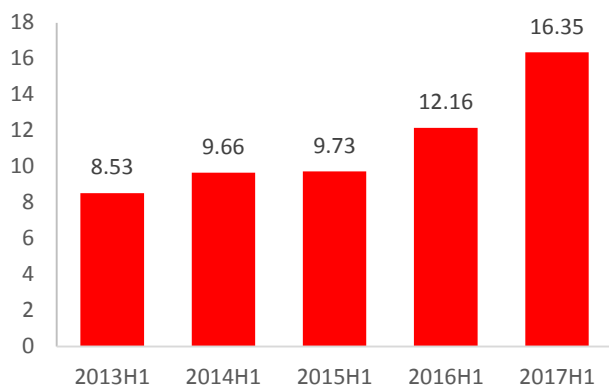
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,175	2,765	3,307	3,698	4,226
+/-%	4.08	27.10	19.61	11.81	14.28
归属母公司净利润 (百万元)	214.63	487.32	609.58	713.93	858.91
+/-%	28.44	127.05	25.09	17.12	20.31
EPS (元, 最新摊薄)	0.20	0.45	0.56	0.65	0.79
PE (倍)	80.29	35.36	28.27	24.14	20.06

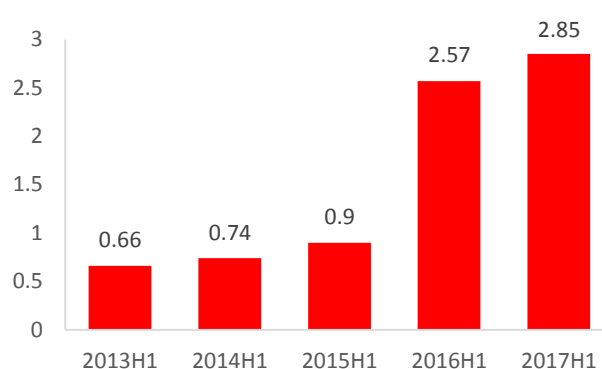
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司营业收入 (单位: 亿元)



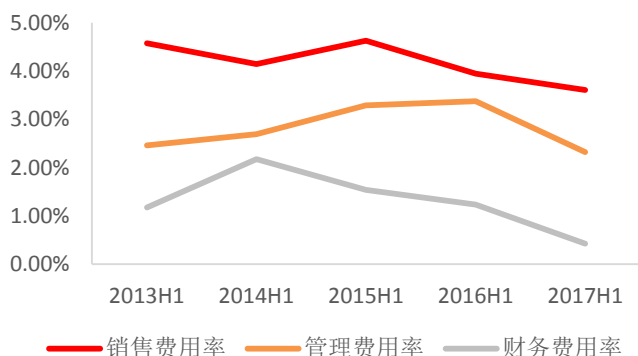
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司归母净利润 (单位: 亿元)



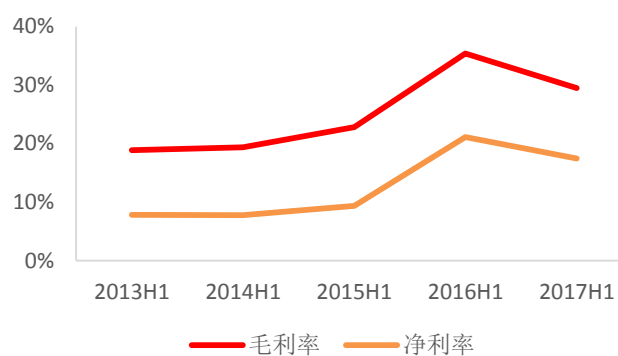
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 公司期间费用率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

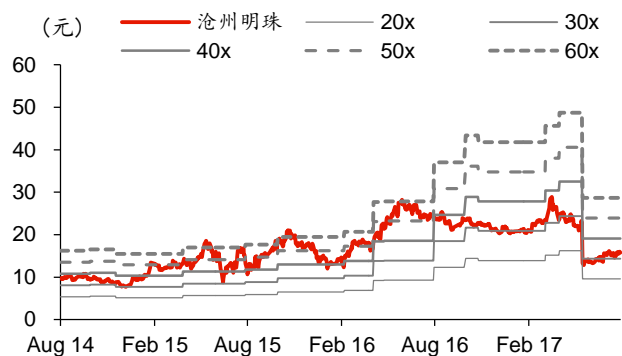
图表4: 公司毛利率和净利率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

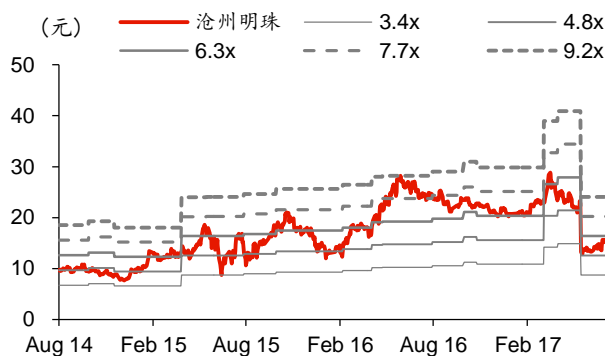
PE/PB - Bands

图表5: 沧州明珠历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 沧州明珠历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,324	2,163	2,923	3,599	4,371
现金	156.77	620.39	1,162	1,624	2,121
应收账款	627.96	728.10	886.03	997.77	1,133
其他应收账款	53.53	25.34	42.65	50.07	53.21
预付账款	36.91	57.41	55.12	64.33	72.60
存货	218.66	291.25	314.30	353.12	397.53
其他流动资产	229.79	440.57	462.42	510.01	593.05
非流动资产	1,112	1,468	1,331	1,239	1,137
长期投资	8.18	5.58	6.88	6.66	6.55
固定投资	788.12	865.75	918.72	889.81	819.96
无形资产	80.36	121.31	121.31	121.31	121.31
其他非流动资产	235.21	475.70	284.41	221.35	189.35
资产总计	2,435	3,631	4,254	4,838	5,508
流动负债	609.48	610.41	751.07	784.77	792.28
短期借款	363.00	308.76	424.89	432.32	406.04
应付账款	158.27	178.04	214.33	234.08	262.31
其他流动负债	88.21	123.61	111.85	118.37	123.93
非流动负债	34.16	248.67	222.51	226.95	232.71
长期借款	0.00	175.52	175.52	175.52	175.52
其他非流动负债	34.16	73.15	46.99	51.43	57.19
负债合计	643.64	859.08	973.57	1,012	1,025
少数股东权益	0.00	58.46	59.97	60.92	61.97
股本	618.46	641.59	1,091	1,091	1,091
资本公积	449.73	960.24	511.12	511.12	511.12
留存公积	723.66	1,112	1,619	2,164	2,819
归属母公司股	1,792	2,714	3,221	3,766	4,421
负债和股东权益	2,435	3,631	4,254	4,838	5,508

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	132.09	172.79	544.25	639.99	742.46
净利润	215.40	486.58	611.09	714.87	859.97
折旧摊销	74.92	105.65	90.15	100.47	105.63
财务费用	50.04	46.45	21.44	22.37	20.28
投资损失	(4.41)	(5.42)	(4.95)	(5.01)	(5.06)
营运资金变动	(217.08)	(471.92)	(207.54)	(197.67)	(250.71)
其他经营现金	13.23	11.44	34.05	4.97	12.35
投资活动现金	(222.13)	(357.66)	6.02	5.40	5.20
资本支出	227.15	414.17	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	(2.32)	1.97	(0.38)	(0.14)
其他投资现金	5.02	54.18	7.99	5.01	5.06
筹资活动现金	(192.27)	634.93	(8.17)	(183.92)	(250.43)
短期借款	(138.22)	(54.24)	116.13	7.43	(26.28)
长期借款	(93.00)	175.52	0.00	0.00	0.00
普通股增加	254.66	23.14	449.12	0.00	0.00
资本公积增加	(182.69)	510.51	(449.12)	0.00	0.00
其他筹资现金	(33.02)	(19.99)	(124.30)	(191.35)	(224.15)
现金净增加额	(280.93)	452.20	542.10	461.46	497.23

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,175	2,765	3,307	3,698	4,226
营业成本	1,654	1,856	2,207	2,427	2,716
营业税金及附加	10.15	25.96	23.97	27.84	32.73
营业费用	109.04	123.28	158.74	177.48	207.05
管理费用	74.50	93.63	115.75	134.22	156.34
财务费用	50.04	46.45	21.44	22.37	20.28
资产减值损失	14.14	9.88	9.49	10.40	10.01
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.41	5.42	4.95	5.01	5.06
营业利润	267.41	614.67	775.37	903.66	1,088
营业外收入	10.86	7.55	8.79	8.72	8.55
营业外支出	7.27	9.47	7.25	8.00	7.99
利润总额	271.00	612.75	776.91	904.38	1,089
所得税	55.61	126.17	165.82	189.51	228.92
净利润	215.40	486.58	611.09	714.87	859.97
少数股东损益	0.76	(0.74)	1.51	0.94	1.06
归属母公司净利润	214.63	487.32	609.58	713.93	858.91
EBITDA	392.37	766.77	886.95	1,026	1,214
EPS (元)	0.35	0.76	0.56	0.65	0.79

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	4.08	27.10	19.61	11.81	14.28
营业利润	22.29	129.86	26.14	16.54	20.44
归属母公司净利润	28.44	127.05	25.09	17.12	20.31
获利能力 (%)					
毛利率	23.94	32.86	33.26	34.37	35.73
净利率	9.87	17.63	18.43	19.31	20.33
ROE	11.98	17.96	18.93	18.96	19.43
ROIC	13.04	20.84	23.87	26.97	30.74
偿债能力					
资产负债率 (%)	26.43	23.66	22.88	20.91	18.61
净负债比率 (%)	56.40	56.37	61.67	60.08	56.74
流动比率	2.17	3.54	3.89	4.59	5.52
速动比率	1.81	3.07	3.47	4.14	5.01
营运能力					
总资产周转率	0.88	0.91	0.84	0.81	0.82
应收账款周转率	3.60	3.80	3.82	3.66	3.70
应付账款周转率	9.99	11.04	11.25	10.82	10.94
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.45	0.56	0.65	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.16	0.50	0.59	0.68
每股净资产(最新摊薄)	1.64	2.49	2.95	3.45	4.05
估值比率					
PE (倍)	80.29	35.36	28.27	24.14	20.06
PB (倍)	9.62	6.35	5.35	4.58	3.90
EV_EBITDA (倍)	43.28	22.15	19.15	16.54	13.99

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com