

强烈推荐-A (维持)

沧州明珠 002108.SZ

当前股价: 15.8 元  
2017 年 08 月 22 日

中报业绩符合预期, 锂电规模稳步推进

基础数据

|             |           |
|-------------|-----------|
| 上证综指        | 3290      |
| 总股本 (万股)    | 109071    |
| 已上市流通股 (万股) | 104455    |
| 总市值 (亿元)    | 172       |
| 流通市值 (亿元)   | 165       |
| 每股净资产 (MRQ) | 2.7       |
| ROE (TTM)   | 17.8      |
| 资产负债率       | 28.8%     |
| 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 | 34 | 12  |
| 相对表现 | 10 | 27 | 1   |



相关报告

- 1、《沧州明珠 (002108) —湿法隔膜项目顺利投产, 确保盈利稳步增长》2017-07-20
- 2、《沧州明珠 (002108) —公司经营稳健, 业务全面向好》2017-04-25
- 3、《沧州明珠 (002108) —一季报实现 1.37 亿元, 公司保持良好发展势头》2017-04-16

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 2017 年中报: 报告期内公司实现营业收入 16.35 亿元, 同比增长 34.46%; 实现营业利润 3.55 亿元, 同比增长 14.07%; 实现归属于上市公司股东扣非后净利润 2.76 亿元, 同比增长 9.50%; 实现每股收益 0.26 元, 每股净资产 2.66 元。

公司同时发布 2017 年 1-9 月份业绩预告, 归属于上市公司股东的净利润变动区间为 4.26-4.84 亿元, 去年同期净利润为 3.87 亿元, 预计同比增幅 10%-25%。

评论:

1、公司业绩增长, 得益于 PE 管材和锂电隔膜销量增加。

报告期内公司实现净利润 2.76 亿元, 同比增长 9.5%, 其中 1Q/2Q 分别实现收入 6.99/9.36 亿元, 同比增长 43%/29%; 分别实现归属净利润 1.37/1.48 亿元, 同比增长 32%/-4%。其中 1Q 净利润同比增长主要因为锂电隔膜、PE 管材管件的销量的增长和 BOPA 薄膜价格的上涨带来, 二季度净利润同比小幅下滑主要是 BOPA 毛利率比去年同期下降。1-6 月总体而言, 净利润同比增长 9.5% 主要因为 PE 管材和湿法隔膜销量增加; 综合毛利率 29.49%, 较去年同期 35.34% 下滑 5.85 个百分点, 我们认为主要由于 BOPA 毛利率下降和隔膜干湿结构调整带来。

2、湿法隔膜生产线投放进度略超预期。

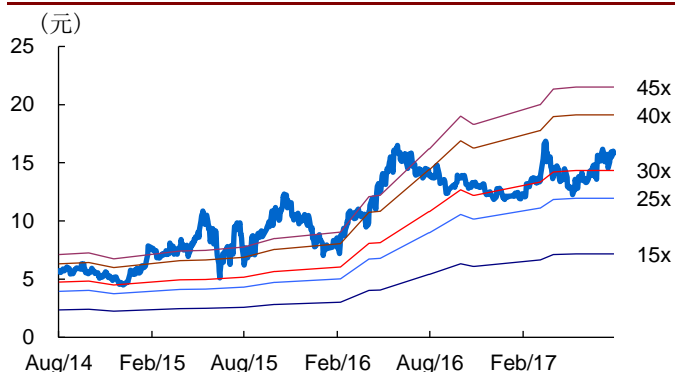
公司 PE 管材管件盈利比较稳定, BOPA 薄膜二季度平均分步复合级的市场价为 30000 元/吨, 同步法 32000 元/吨, 我们判断毛利率在 30% 上下, 符合我们在 16 年做出“BOPA 行业在 17 年维持景气”的判断。公司未来产能投放集中在湿法隔膜领域, 6000 万平湿法隔膜分两期投产, 整个进度符合我们今年的预期。但 1.05 亿平第一条生产线在 7 月份完成试生产, 现已正式投产还是超出之前的假设。根据公司 2016 年年报中对于 17 年的经营计划“锂电电子电池隔膜产品产销量 15940 万平米, 其中干法隔膜产销量 10000 万平米, 湿法隔膜产销量 5940 万平米”, 公司去年同期湿法隔膜 2500 万平投产后经历了一个逐步调试的过程, 目前产销良好, 按照目前生产线投产进度, 完成全年销售目标难度不大, 或将超出经营计划水平。

3、公司业绩增长稳健, 维持“强烈推荐-A”的投资评级。

我们发现, 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 0.57 元、0.69 元、0.77 元, 相应市盈率为 27 倍、23 倍、21 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。

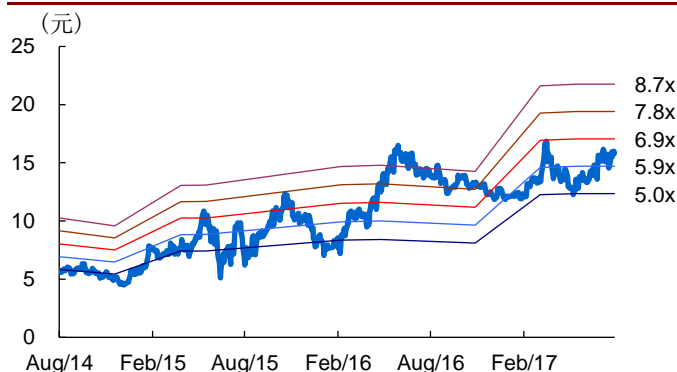
4、风险提示。公司项目未能如期投产风险, 客户需求大幅低于预期风险。

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) 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
- 2、《沧州明珠 (002108) 深度报告: 时来易失, 趁机在速》2016/4/7。
- 3、《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。
- 4、《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。
- 5、《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
- 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: 公司归母净利润同比增长 185%》2016/7/26
- 8、《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
- 9、《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
- 10、《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
- 11、《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
- 12、《沧州明珠 (002108) 点评报告: 锂电隔膜产能有序释放, BOPA 盈利实质转好》2017/3/28
- 13、《沧州明珠 (002108) -一季报实现 1.37 亿元, 公司保持良好发展势头》2017/4/16
- 14、《沧州明珠 (002108) -公司经营稳健, 业务全面向好》2017/4/25
- 15、《沧州明珠 (002108) -湿法隔膜项目顺利投产, 确保盈利稳步增长》2017/7/20

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2015        | 2016        | 2017E       | 2018E       | 2019E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 1324        | 2163        | 2555        | 3063        | 3652        |
| 现金             | 157         | 620         | 734         | 1170        | 1612        |
| 交易性投资          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收票据           | 196         | 412         | 498         | 524         | 566         |
| 应收款项           | 628         | 728         | 834         | 877         | 948         |
| 其它应收款          | 54          | 25          | 31          | 32          | 35          |
| 存货             | 219         | 291         | 354         | 354         | 377         |
| 其他             | 70          | 85          | 104         | 105         | 113         |
| <b>非流动资产</b>   | 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         |
| <b>资产总计</b>    | <b>2435</b> | <b>3631</b> | <b>4083</b> | <b>4644</b> | <b>5279</b> |
| <b>流动负债</b>    | 609         | 610         | 545         | 545         | 561         |
| 短期借款           | 363         | 309         | 200         | 200         | 200         |
| 应付账款           | 158         | 178         | 216         | 217         | 230         |
| 预收账款           | 18          | 20          | 24          | 24          | 25          |
| 其他             | 70          | 104         | 105         | 105         | 105         |
| <b>长期负债</b>    | 34          | 249         | 249         | 249         | 249         |
| 长期借款           | 0           | 176         | 176         | 176         | 176         |
| 其他             | 34          | 73          | 73          | 73          | 73          |
| <b>负债合计</b>    | <b>644</b>  | <b>859</b>  | <b>794</b>  | <b>794</b>  | <b>810</b>  |
| 股本             | 618         | 642         | 1091        | 1091        | 1091        |
| 资本公积金          | 450         | 960         | 511         | 511         | 511         |
| 留存收益           | 724         | 1112        | 1630        | 2192        | 2812        |
| 少数股东权益         | 0           | 58          | 58          | 56          | 55          |
| 归属于母公司所有者权益    | 1792        | 2714        | 3232        | 3793        | 4414        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>2435</b> | <b>3631</b> | <b>4083</b> | <b>4644</b> | <b>5279</b> |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2015         | 2016       | 2017E      | 2018E      | 2019E      |
|----------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 132          | 173        | 519        | 810        | 851        |
| 净利润            | 215          | 487        | 621        | 748        | 845        |
| 折旧摊销           | 75           | 106        | 119        | 126        | 133        |
| 财务费用           | 46           | 45         | 20         | 15         | 11         |
| 投资收益           | (4)          | (5)        | (5)        | (5)        | (5)        |
| 营运资金变动         | (178)        | (476)      | (240)      | (74)       | (135)      |
| 其它             | (21)         | 17         | 5          | 1          | 3          |
| <b>投资活动现金流</b> | (222)        | (358)      | (179)      | (179)      | (179)      |
| 资本支出           | (227)        | (414)      | (179)      | (179)      | (179)      |
| 其他投资           | 5            | 57         | 0          | 0          | 0          |
| <b>筹资活动现金流</b> | (192)        | 635        | (226)      | (196)      | (230)      |
| 借款变动           | (165)        | 103        | (109)      | 0          | 0          |
| 普通股增加          | 255          | 23         | 449        | 0          | 0          |
| 资本公积增加         | (183)        | 511        | (449)      | 0          | 0          |
| 股利分配           | (55)         | 0          | (103)      | (186)      | (224)      |
| 其他             | (45)         | (2)        | (15)       | (9)        | (6)        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(282)</b> | <b>450</b> | <b>114</b> | <b>436</b> | <b>442</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位：百万元           | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 2175 | 2765 | 3338  | 3510  | 3797  |
| 营业成本             | 1654 | 1856 | 2256  | 2258  | 2401  |
| 营业税金及附加          | 10   | 26   | 31    | 33    | 36    |
| 营业费用             | 109  | 123  | 154   | 161   | 175   |
| 管理费用             | 75   | 94   | 100   | 105   | 114   |
| 财务费用             | 50   | 46   | 20    | 15    | 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     |
| <b>营业利润</b>      | 267  | 615  | 783   | 943   | 1065  |
| 营业外收入            | 11   | 8    | 8     | 8     | 8     |
| 营业外支出            | 7    | 9    | 9     | 9     | 9     |
| <b>利润总额</b>      | 271  | 613  | 781   | 941   | 1063  |
| 所得税              | 56   | 126  | 161   | 194   | 220   |
| <b>净利润</b>       | 215  | 487  | 620   | 747   | 844   |
| 少数股东损益           | 1    | (1)  | (1)   | (1)   | (1)   |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 215  | 487  | 621   | 748   | 845   |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.35 | 0.76 | 0.57  | 0.69  | 0.77  |

主要财务比率

|                 | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入            | 4%    | 27%   | 21%   | 5%    | 8%    |
| 营业利润            | 22%   | 130%  | 27%   | 20%   | 13%   |
| 净利润             | 28%   | 127%  | 27%   | 21%   | 13%   |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率             | 23.9% | 32.9% | 32.4% | 35.7% | 36.8% |
| 净利率             | 9.9%  | 17.6% | 18.6% | 21.3% | 22.3% |
| ROE             | 12.0% | 18.0% | 19.2% | 19.7% | 19.1% |
| ROIC            | 11.7% | 16.1% | 17.4% | 18.0% | 17.6% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 26.4% | 23.7% | 19.4% | 17.1% | 15.3% |
| 净负债比率           | 14.9% | 13.3% | 9.2%  | 8.1%  | 7.1%  |
| 流动比率            | 2.2   | 3.5   | 4.7   | 5.6   | 6.5   |
| 速动比率            | 1.8   | 3.1   | 4.0   | 5.0   | 5.8   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产周转率           | 0.9   | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.7   |
| 存货周转率           | 7.9   | 7.3   | 7.0   | 6.4   | 6.6   |
| 应收帐款周转率         | 3.9   | 4.1   | 4.3   | 4.1   | 4.2   |
| 应付帐款周转率         | 10.0  | 11.0  | 11.4  | 10.4  | 10.7  |
| <b>每股资料 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.35  | 0.76  | 0.57  | 0.69  | 0.77  |
| 每股经营现金          | 0.21  | 0.27  | 0.48  | 0.74  | 0.78  |
| 每股净资产           | 2.90  | 4.23  | 2.96  | 3.48  | 4.05  |
| 每股股利            | 0.00  | 0.16  | 0.17  | 0.21  | 0.00  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| PE              | 39.1  | 17.9  | 27.7  | 22.9  | 20.5  |
| PB              | 4.7   | 3.2   | 4.6   | 3.9   | 3.4   |
| EV/EBITDA       | 23.3  | 11.9  | 9.8   | 8.3   | 7.5   |

## 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。

**周铮：**招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

**姚鑫：**招商证券基础化工行业分析师。北京理工大学经济学硕士，工学学士。2016 年加入招商证券，曾供职于天相投顾、太平洋证券。

**孙维容：**招商证券基础化工行业分析师。上海财经大学投资学&会计学双学士，CPA，2016 年加入招商证券，曾供职于四大会计事务所、中金公司。

**于庭泽：**招商证券基础化工行业分析师。清华大学环境工程本硕，2016 年加入招商证券，曾就职于大型保险资管、公募基金。

## 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。