

## 沧州明珠(002108)/塑料

## 中报业绩稳步增长, 期待下半年销量释放

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 15.8

目标价格: 18

分析师: 邵晶鑫

执业证书编号: S0740517010005

电话:

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

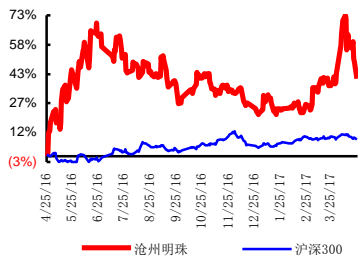
联系人: 陈亚琼

电话: 021-20315201

Email: chenyaq@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,091
流通股本(百万股)	1,045
市价(元)	15.8
市值(百万元)	17,233
流通市值(百万元)	16,504

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2175	2765	3237	3675	4237
增长率 yoy%	4%	27%	17%	14%	15%
净利润	215	487	626	715	852
增长率 yoy%	28%	127%	28%	14%	19%
每股收益(元)	0.20	0.45	0.98	1.11	1.33
净资产收益率	12.0%	17.6%	18.6%	17.5%	17.3%
P/E	80	35	28	24	20
PEG	1.6	1.7	0.5	0.5	1.0
P/B	10	6	5	4	3

**投资要点**

- **事件:** 公司发布 2017 年中报, 实现营业收入 16.35 亿元, 同比增长 34.46%; 归属于上市公司股东的净利润为 2.85 亿元, 同比增长 10.97%, 基本每股收益 0.26 元。同时公司预计 1-9 月实现净利润 4.26-4.84 亿元, 同比增长 10%-25%。
- **湿法隔膜陆续投产, 期待后续产销增长。** 锂电隔膜 H1 营收 2.12 亿元, 同比下滑 11.54%, 毛利率 57.96%, 同比下滑 11.49%。上半年在国补退坡压力及下游需求增速较慢的影响下, 隔膜价格出现下滑, 公司毛利率也从去年同期的 69% 下降到 58%。在降价大趋势下, 公司积极推进高端湿法产能扩张, “年产 6,000 万平方米湿法锂离子电池隔膜项目” 两条生产线分别于 4、8 月建设完成并投产, “年产 10,500 万平米湿法锂离子电池隔膜项目” 中一条生产线于 7 月建设完成并投产。在传统干法隔膜的优势下, 湿法隔膜产能释放有望助力公司抓住锂电高端化发展大趋势, 增强下游客户粘性并继续拓展新客户, 后续产销增长值得期待。
- **BOPA 薄膜继续高增长。** BOPA 薄膜 H1 营收 4.49 亿元, 同比增长 30.39%, 毛利率 34.21%, 同比小幅下滑 4.42%。公司是国内最大 BOPA 薄膜制造企业之一, 率先掌握同步双向拉伸工艺, 产品定位高端。BOPA 经过去年涨价潮后, 今年价格出现小幅下滑, 但今年行业新增产能有限, 在需求继续增加下供给仍然偏紧。我们判断下半年 BOPA 价格有望继续维持较高位置, 公司销量有望继续实现同比增长。
- **上半年 PE 管道供不应求, 下半年高景气度有望延续。** PE 管道 H1 营收 9.35 亿元, 同比增长 52.91%, 毛利率 21.67%, 同比增长 0.77%。公司是 PE 管道的领军企业, 2016 年积极配合京津冀地区“煤改气”工程, 向燃气管道业务倾斜。2017 上半年“煤改气”工程等相关政策带动公司 PE 管道产品销量大增, 产品供不应求下公司通过对设备改造升级、新增生产线来积极应对。预期下半年 PE 管道业务有望继续保持高景气。
- **积极推进新产品研发, 致力提高综合竞争实力。** 除了现有产品外, 公司积极推进专用尼龙膜、RTP 管新产品研发。专用尼龙膜主要适用于锂电池铝塑包装以及药品包装, 具备较大进口替代空间, 公司已完成工艺调整, 产业化后将大幅提高 BOPA 薄膜产品的综合竞争力。RTP 管(热塑性增强塑料管)主要适用于海陆油气田的开采与集输, 目前其生产技术只有国外极少数厂家掌握, 该项目已具备进入实质性阶段的条件, 该产品将作为 PE 管道产品的升级及战略储备开发。
- **三季度业绩有望继续实现高增长。** 公司预计 1-9 月有望实现净利润 4.26-4.84 亿元, 同比增长 10%-25%。业绩继续增长的主要原在于 PE 管道产品、BOPA

薄膜产品和湿法锂离子电池隔膜产品销量增加。

- **投资建议：**预计 2017-2019 年分别实现净利 6.26、7.15、8.52 亿元，同比分别增长 28%、14%、19%，当前股价对应三年 PE 分别为 28、24、20 倍，给予目标价 18 元，“买入”评级。
- **风险提示事件：**宏观经济下行，新能源汽车发展增速减缓或停滞，湿法隔膜产能释放不及预期，BOPA 产品价格大幅下跌。

图表 1: 公司财务数据预测 (百万元)

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2175	2765	3237	3675	4237	成长性					
减: 营业成本	1654	1856	2197	2509	2864	营业收入增长率	4%	27%	17%	14%	15%
营业税费	10	26	26	26	30	营业利润增长率	22%	130%	21%	14%	19%
销售费用	109	123	146	165	191	净利润增长率	28%	127%	28%	14%	19%
管理费用	75	94	97	110	127	EBITDA增长率	22%	96%	18%	12%	17%
财务费用	50	46	30	18	15	EBIT增长率	22%	108%	17%	12%	19%
资产减值损失	14	10	5	5	5	NOPLAT增长率	30%	108%	25%	12%	19%
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	投资资本增长率	11%	29%	0%	10%	-3%
投资和汇兑收益	4	5	6	6	6	净资产增长率	10%	55%	39%	19%	19%
营业利润	267	615	742	847	1011	利润率					
加: 营业外净收支	4	(2)	2	2	2	毛利率	24%	33%	32%	32%	32%
利润总额	271	613	744	849	1013	营业利润率	12%	22%	23%	23%	24%
减: 所得税	56	126	112	127	152	净利润率	10%	18%	19%	19%	20%
净利润	215	487	626	715	852	EBITDA/营业收入	18%	28%	28%	28%	28%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	15%	24%	24%	24%	24%
货币资金	157	620	1303	1778	2695	运营效率					
交易性金融资产	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	118	108	102	95	80
应收帐款	681	753	955	984	1229	流动营业资本周转天数	146	141	139	140	138
应收票据	196	412	307	510	432	流动资产周转天数	236	227	283	325	361
预付帐款	37	57	16	68	28	应收帐款周转天数	98	93	95	95	94
存货	219	291	319	336	380	存货周转天数	35	33	34	32	30
其他流动资产	33	28	30	30	30	总资产周转天数	410	395	439	452	463
可供出售金融资产	34	34	34	34	34	投资资本周转天数	299	283	273	252	225
持有至到期投资	0	0	0	0	0	投资回报率					
长期股权投资	8	6	6	6	6	ROE	12.0%	17.6%	16.4%	15.8%	15.8%
投资性房地产	19	18	17	17	17	ROA	8.8%	13.4%	14.8%	14.6%	14.5%
固定资产	788	866	966	976	896	ROIC	14.8%	27.6%	26.8%	30.0%	32.5%
在建工程	140	286	133	26	0	费用率					
无形资产	80	121	117	112	107	销售费用率	5.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
其他非流动资产						管理费用率	3.4%	3.4%	3.0%	3.0%	3.0%
资产总额	2435	3631	4270	4957	5944	财务费用率	2.3%	1.7%	0.9%	0.5%	0.4%
短期债务	363	309	20	20	20	三费/营业收入	10.7%	9.5%	8.4%	8.0%	7.9%
应付帐款	181	202	286	241	360	偿债能力					
应付票据	2	3	3	4	4	资产负债率	26.4%	23.7%	9.8%	7.7%	8.5%
其他流动负债						负债权益比	35.9%	31.0%	10.8%	8.3%	9.3%
长期借款	0	176	0	0	0	流动比率	2.17	3.54	7.57	10.56	10.03
其他非流动负债						速动比率	1.81	3.07	6.75	9.60	9.24
负债总额	644	859	417	381	508	利息保障倍数	6.34	14.23	25.73	49.13	66.65
少数股东权益	0	58	65	72	81	分红指标					
股本	618	642	1091	1091	1091	DPS(元)	0.09	0.09	-	-	-
留存收益	1173	2072	2698	3413	4265	分红比率	46.1%	21.1%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1792	2772	3854	4575	5437	股息收益率	0.6%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	215	487	626	715	852	EPS(元)	0.20	0.45	0.57	0.66	0.78
加: 折旧和摊销	75	106	128	147	155	BVPS(元)	1.64	2.49	3.47	4.13	4.91
资产减值准备	14	10	0	0	0	PE(X)	80	35	28	24	20
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	PB(X)	10	6	5	4	3
财务费用	46	45	30	18	15	P/FCF	-77.6	274.7	109.0	35.9	18.7
投资收益	(4)	(5)	(6)	(6)	(6)	P/S	7.9	6.2	5.3	4.7	4.1
少数股东损益	1	(1)	6	7	9	EV/EBITDA	28.2	16.7	17.7	15.2	12.3
营运资金的变动	(221)	(490)	5	(349)	(56)	CAGR(%)	49.6%	21.0%	55.2%	49.6%	21.0%
经营活动产生现金	132	173	790	532	970	PEG	1.6	1.7	0.5	0.5	1.0
投资活动产生现金	(222)	(358)	(63)	(39)	(39)	ROIC/WACC	1.2	2.3	2.3	2.5	2.7
融资活动产生现金	(192)	635	(45)	(18)	(15)	REP	4.7	2.2	2.9	2.3	2.0

来源: WIND, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。