

2017年08月23日

# 沧州明珠 (002108)

——业绩符合预期，看好下半年 BOPA 价格回升以及湿法隔膜产能释放

报告原因：有业绩公布需要点评

## 增持 (维持)

投资要点：

- **公司发布 2017 年半年报：**2017H1 实现营业收入 16.35 亿元 (YoY +34.46%)，实现归母净利润 2.85 亿元 (YoY +10.97%)，其中 Q2 现净利润 1.48 亿元 (YoY -3.3%，QoQ +8.0%)，业绩符合预期。公司预计 1-9 月归母净利润 4.26-4.84 亿 (YoY +10-25%)。
- **上半年干法隔膜量价齐跌影响业绩，下半年湿法隔膜产能陆续释放环比将显著改善。**锂电隔膜业务收入 2.11 亿元，同比减少 11.5%，毛利率 58.0%，同比下降 11.5 pct。上半年受新能源客车市场低迷影响，公司干法隔膜销量与价格同比预计均有 20% 的下降，湿法隔膜方面 4 月新增一条 3000 万平的产线，湿法占比提升，而目前公司湿法毛利率较干法尚有差距，因此导致整体毛利率下降幅度较大。公司七月底投产两条湿法产线，产能分别为 3000 万平和 3500 万平，加上 4 月投产的产线，下半年湿法隔膜环比有望翻倍增长，同时随着新能源汽车行业的回暖，干法隔膜销量环比也有改善。公司到 2018 年湿法产能将达到 1.9 亿平，客户导入顺利，产品供不应求，随着产能规模和技术成熟度的提升，湿法隔膜毛利率有较大提升空间，未来将支撑公司产期发展。
- **BOPA 价格维持高位，盈利水平长期向好。**BOPA 薄膜业务收入 4.49 亿元，同比增长 30.4%，毛利率 34.2%，同比下降 4.4 pct。公司 BOPA 一直处于满产满销状态，收入增长主要来自于价格的提升。去年上半年 BOPA 含税均价约 2.6 万/吨，今年一季度价格在 4 万/吨的高位，二季度虽然回落至 2.6 万元/吨，但整体均价预计在 3.4 万/吨左右。由于在价格回落过程中，产品与原料间价差逐渐收窄，导致毛利率同比有所下滑。下半年以来 BOPA 价格逐渐回升，目前价格 3.45 万/吨，较 6 月低点上涨 33%，并且与原材料价差逐渐拉大，预计三季度毛利率将环比提升，BOPA 短期无新增产能，预计价格将维持高位，盈利水平持续向好。
- **PE 管材直接受益“煤改气”工程，收入大幅增长，长期仍有发展空间。**公司 PE 管材业务收入 9.35 亿元，同比增长 52.9%，毛利率 21.7%，基本维持稳定。主要是受益于京津冀地区“煤改气”改造工程，公司 PE 管道产品供不应求，公司通过对设备改造升级以及新增生产线积极应对，保障了 PE 管材业务需求的大幅增长。公司地处河北沧州，邻近雄安，未来有望长期受益雄安新区建设，同时公司产品高端化延伸将打开新的应用空间。
- **投资建议：**维持盈利预测，预计 2017-19 年归母净利润 5.94、7.10、7.82 亿元，对应 EPS 0.54、0.65、0.72 元，PE 29X、24X、22X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**湿法隔膜产能释放不及预期，BOPA 价格大幅下跌，PE 管材需求下滑

市场数据：2017年08月22日

收盘价(元)	15.8
一年内最高/最低(元)	29.97/12.66
市净率	5.9
息率(分红/股价)	1.01
流通A股市值(百万元)	16504
上证指数/深证成指	3290.23 /10653.98

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	2.66
资产负债率%	28.78
总股本/流通A股(百万)	1091/1045
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《沧州明珠(002108)深度：三大业务亮点纷呈，湿法隔膜保障长期成长》

2017/07/26

《晨会推荐 170724》 2017/07/24

证券分析师

宋涛 A0230516070001  
songtao@swsresearch.com

研究支持

沈衡 A0230117050016  
shenheng@swsresearch.com

联系人

马昕晔  
(8621)23297818x7433  
maxy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,765	1,635	3,397	3,944	4,229
同比增长率(%)	27.10	34.46	22.87	16.10	7.23
净利润(百万元)	487	285	594	710	782
同比增长率(%)	127.05	10.97	21.89	19.53	10.14
每股收益(元/股)	0.76	0.26	0.54	0.65	0.72
毛利率(%)	32.9	29.5	30.6	32.1	31.9
ROE(%)	18.0	9.8	18.0	17.7	16.3
市盈率	21	29	24	24	22

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE。

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,090	2,175	2,765	3,397	3,944	4,229
营业收入同比增长率 (yoy)	5.39%	4.08%	27.10%	22.87%	16.10%	7.23%
减: 营业成本	1,669	1,654	1,856	2,358	2,679	2,880
毛利率 (%)	20.15%	23.94%	32.86%	30.60%	32.10%	31.90%
减: 营业税金及附加	13	10	26	16	18	21
主营业务利润	409	511	882	847	-	-
主营业务利润率 (%)	19.55%	23.48%	31.92%	25.50%	-	-
减: 销售费用	100	109	123	146	198	190
减: 管理费用	55	75	94	112	138	140
减: 财务费用	41	50	46	16	16	11
经营性利润	213	277	619	587	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	5.96%	30.05%	123.40%	38.10%	-	-
经营性利润率 (%)	10.20%	12.74%	22.39%	17.70%	-	-
减: 资产减值损失	-1	14	10	0	0	0
加: 投资收益及其他	5	4	5	0	0	0
营业利润	219	267	615	748	895	986
加: 营业外净收入	8	4	-2	0	0	0
利润总额	226	271	613	748	895	986
减: 所得税	57	56	126	155	186	205
净利润	169	215	487	593	709	781
少数股东损益	2	1	-1	-1	-1	-1
归属于母公司所有者的净利润	167	215	487	594	710	782
净利润同比增长率 (yoy)	11.88%	28.44%	127.05%	21.89%	19.53%	10.14%
全面摊薄总股本	364	618	642	1,091	1,091	1,091
每股收益 (元)	0.49	0.35	0.76	0.54	0.65	0.72
归属母公司所有者净利润率 (%)	8.00%	9.87%	17.63%	17.49%	18.00%	18.49%
ROE	10.47%	11.98%	17.96%	18.00%	17.70%	16.30%

资料来源: Wind, 申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读完整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失,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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险,投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有,属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。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。