

沧州明珠 (002108.SZ)

上半年业绩平稳增长, PE 管材表现亮眼, 湿法隔膜下半年放量

买入 (维持)

2017 年 8 月 23 日

证券分析师 曾朵红

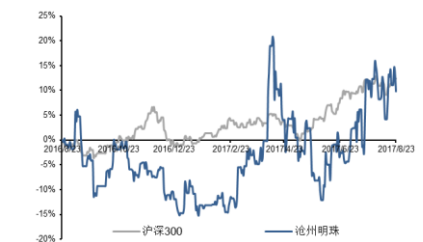
执业证号: S0600516080001

zengdh@dwzq.com.cn

021-60199798

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,765	3,209	3,717	4,200
同比 (%)	27.1	16.1	15.8	13.0
净利润 (百万元)	487	636	741	839
同比 (%)	127.0	30.6	16.4	13.3
毛利率 (%)	32.9	34.	34.2	34.1
ROE (%)	18.0	20.0%	19.9	19.4
每股收益 (元)	0.45	0.58	0.68	0.77
P/E	34.29	26.26	22.56	19.91
P/B	6.16	5.26	4.49	3.86

股价走势



投资要点

- 2017 年上半年公司营收 16.35 亿元, 同比增长 34.46%, 归母净利润 2.85 亿元, 同比增长 10.97%, 基本符合市场预期。一季度营收 6.99 亿元, 同比增长 42.53%, 净利润 1.37 亿元, 同比增长 32.44%; 二季度营收 9.36 亿元, 同比增长 29.00%, 净利润 1.48 亿元, 同比下降 3.56%, 环比增长 8.03%。上半年公司业绩较大上涨, PE 管和 BOPA 薄膜有良好表现: 受益北方煤改气建设管路, PE 管供不应求, 销量大增; BOPA 薄膜供给依然偏紧, 利润稳步上升。受政策影响商用车至 6 月才开始明显起量, 公司干法隔膜表现欠佳, 但下半年新能源汽车放量将带动隔膜的需求增长, 且今年已新增 0.95 亿平湿法产能, 下半年隔膜业务业绩环比大增可期。公司发布 2017 年前三季度业绩预告预计前三季度归母净利润 4.26-4.84 亿元, 变动幅度 10%-25%, 表现较好。

市场数据

收盘价 (元)	15.32
一年最低/最高价	11.39/17.51
市净率 (倍)	5.77
流通 A 股市值 (百万元)	16002.44

基础数据

每股净资产 (元)	2.66
资产负债率 (%)	28.78
总股本 (百万股)	1090.71
流通 A 股 (百万股)	1044.55

相关研究

1. 沧州明珠业绩维持较高增速, 符合预期 2017-04-25

图表1: 沧州明珠分季度业绩情况

	1Q2016年	2Q2016年	1H2016年	1Q2017年	2Q2017年	1H2017年
营业收入(亿元)	4.90	7.26	12.16	6.99	9.36	16.35
-同比	22.31%	26.88%	25.00%	42.53%	29.00%	34.46%
毛利率	36.63%	34.47%	35.34%	32.12%	27.53%	29.49%
归母净利润(亿元)	1.04	1.53	2.57	1.37	1.48	2.85
-同比	231.00%	161.06%	185.40%	32.44%	-3.56%	10.97%
净利率	21.14%	21.10%	21.12%	19.66%	15.79%	17.44%

数据来源: 公司 2017 年半年报, 东吴证券研究所

- 上半年 PE 管道业务及 BOPA 业务收入大增, 锂电隔膜及 BOPA 膜毛利率均有所下调。上半年 PE 管业务营收 9.35 亿元 (占公司营收 57.20%), 同比增长 52.91%, 主要受益北方煤改气项目, 出货量大幅上升, 毛利率上升 0.77 个百分点至 21.67%, 业绩表现亮眼, 预计下半年高景气度将延续。BOPA 薄膜业务营收 4.49 亿元 (占公司营收 27.47%), 同比增长 30.39%, 毛利率为 34.21%, 较去年同期下降 4.4 个百分点, 但利润依然维持平稳增长。锂电隔膜业务营收 2.12 亿

元，同比下降 11.54%，毛利率降低 11.49 个百分点至 57.96%，主要原因为干法隔膜上半年需求下滑，且价格降幅超过 15%，预计上半年隔膜利润为 0.89 亿，同比下滑超过 35%。预计下半年商用车放量，干法隔膜需求将大幅提升，且公司今年公司已新增 0.95 亿平湿法隔膜，目前湿法产能超过 1.2 亿平，预计全年湿法出货量有望达到 7000 万平，因此下半年公司隔膜业务增长值得期待。

图表2：沧州明珠 2017 上半年主要产品盈利情况（单位：亿元）

	1H2017			2H2016		1H2016	
	收入	同比	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
PE 管道塑料制品	9.35	52.91%	21.67%	9.27	24.03%	6.12	20.90%
BOPA 薄膜塑料制品	4.49	30.39%	34.21%	4.40	41.36%	3.44	38.63%
锂离子电池隔膜新能源材料	2.12	-11.54%	57.96%	1.38	53.50%	2.39	69.45%

数据来源：公司 2017 年半年报，东吴证券研究所

图表3：沧州明珠子公司营收情况（单位：亿元）

公司名称	公司类型	主要业务	营业收入	净利润	净利润同比	1H2016净利润
沧州东鸿包装材料有限公司	子公司	BOPA 薄膜产品的生产与销售	2.43	0.36	22.80%	0.29
德州东鸿制膜科技有限公司	子公司	BOPA 薄膜产品的生产与销售	0.91	0.30	210.09%	0.10
芜湖明珠塑料有限责任公司	子公司	PE 燃气给水管道产品的生产与销售	2.19	0.20	-21.63%	0.25
重庆明珠塑料有限公司	子公司	PE 燃气给水管道产品和 BOPA 薄膜产品的生产与销售	1.93	0.34	51.87%	0.23
沧州明珠隔膜科技有限公司	子公司	锂离子电池隔膜产品的生产与销售	1.17	0.52	-57.31%	1.22
沧州明珠锂电隔膜有限公司	子公司	锂离子电池隔膜产品的生产与销售	0.03	0.03	—	0.00
沧州东鸿制膜科技有限公司	子公司	BOPA 薄膜产品的生产与销售	0.92	0.16	3.46%	0.15
德州东鸿薄膜科技有限公司	子公司	锂离子电池隔膜产品的生产与销售	1.54	0.34	55.17%	0.22
沧州银行股份有限公司	参股公司	人民币业务；吸收公众存款；发放短期、中期和长期贷款；办理国内结算；办理票据贴现；发行金融债券等	16.75	6.84	41.78%	4.82
黄骅中燃天然气输配有限公司	参股公司	黄骅市小韩庄至沧州市渤海新区天然气输气管道的建设与经营	0.03	0.00	—	0.00
沧州渤海新区中燃城市燃气发展有限公司	参股公司	在沧州渤海新区内加工和销售管道天然气相关的设计、安装、抢修服务	0.21	0.02	184.85%	0.01

数据来源：公司 2017 年半年报，东吴证券研究所

- **费用率下降，维持较高盈利水平。**2017 年上半年公司毛利率 29.49%，同比下降 5.85 个百分点，主要系干法隔膜和 BOPA 膜价格下滑，造成盈利水下降。上半年净利率 17.44%，下降 3.68 个百分点。费用率方面，上半年公司费用同比增长 1.17%至 1.05 亿元，费用率减少 2.21 个百分点至 6.44%。其中，由于销售规模扩大，销售同比增长 23.25%至 0.59 亿元，费用率 3.63%，同比下降 0.33 个百分点；管理费用下降 2.67%至 0.38 亿元，费用率下降 1.04 个百分点至 2.35%；财务费用为 0.07 亿元，同比下降

48.94%，主要系汇率损失减少，费用率 0.46%，下降 0.75 个百分点。

图表4：沧州明珠 2017 年上半年费用率

项目	规模 (亿元)	规模同比 (%)	费用率	费用率同比
销售费用	0.59	23.25%	3.63%	-0.33%
管理费用	0.38	-2.67%	2.35%	-1.04%
财务费用	0.07	-48.94%	0.46%	-0.75%

数据来源：公司 2017 年半年报，东吴证券研究所

- **上半年公司流动性略有下降。**期末公司存货 3.69 亿，较年初上涨 26.8%。报告期末公司应收账款为 10.62 亿，较年初上涨 45.88%，回款期略有增加。预收账款 0.36 亿，较年初上涨 82.64%，说明公司订单增加。现金流方面，公司经营活动净现金流为 0.58 亿元，同比减少 0.64 亿元，由于经营性应付项目同比减少；由于公司积极进行湿法隔膜产能建设，资本开支 2.30 亿，投资活动净现金流为-2.26 亿；期内筹资活动净现金流为 0.53 亿，主要通过借款方式。报告期末公司短期借款额为 5.39 亿，较年初增加 74.43%，账面现金为 5.46 亿元，较年初减少 12%。
- **湿法隔膜产能逐步释放，增强核心竞争力。**下游电池需求旺季来临，受益于商用车销量大幅提升，6 月商用车销量 1.6 万台，环比增长 149%，超市场预期，7 月走稳，同时由于下游公交客车大规模采购启动，且物流车加速回暖，预计商用车将进一步走强，而乘用车保持良好增速，预计 8 月销量环比增幅大幅提升，且去年三季度基数低，故而动力电池隔膜需求同比环比都将大幅提升，预计下半年公司干法隔膜出货量将大幅增加，全年销量预期 1 亿平，且干法价格已企稳为 3 元/左右，盈利水平保持稳定。另外湿法产能已达 1.2 亿平，逐步达产，由于今年湿法隔膜加速替代，供不应求，价格坚挺，公司客户拓展顺利，包括中航锂电、比亚迪、沃特玛、CATL 等一线电池企业，且下半年公司另有两条线合计 0.7 亿平湿法产能投产，预计全年湿法隔膜销量将达 0.7 亿平，且随规模效应显现，毛利率有望稳中有升，全年隔膜利润有望超过 2.3 亿。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润为 6.36 亿、7.41 亿、8.39 亿元，EPS 为 0.58/0.68/0.77 元，同比增长 31/16/13%，对应 PE 为 26x/23x/20x。由于公司湿法隔膜产能逐步释放，市场拓展顺利，业绩稳步提升，因此我们给以目标价 20 元，对应 2018 年 29 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新能源汽车政策支持不达预期，新能源汽车产销不达预期，公司隔膜出货量不达预期，隔膜价格不及预期，BOPA 膜价格不及预期。

沧州明珠三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,163	2,159	2,454	3,090	营业收入	2,765	3,209	3,717	4,200
现金	620	321	408	784	营业成本	1,856	2,102	2,447	2,767
应收账款	728	845	979	1,106	营业税金及附加	26	30	35	39
其他应收款	25	25	25	25	销售费用	123	143	166	187
预付账款	57	65	76	86	管理费用	94	111	128	145
存货	291	330	384	434	财务费用	46	17	10	9
其他	441	573	583	655	资产减值损失	10	9	10	9
非流动资产	1,468	1,675	1,965	1,992	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	6	6	6	6	投资净收益	5	5	5	5
固定资产	866	1,030	1,179	1,215	营业利润	615	802	927	1,048
无形资产	121	118	214	208	营业外收入	8	10	17	20
其他	476	522	567	563	营业外支出	9	9	9	9
资产总计	3,631	3,835	4,420	5,082	利润总额	613	803	935	1,059
流动负债	610	348	391	439	所得税	126	165	192	218
短期借款	309	8	0	0	净利润	487	638	742	841
应付账款	178	202	235	265	少数股东损益	-1	1	1	2
其他	124	138	156	173	归属母公司净利润	487	636	741	839
非流动负债	249	249	249	249	EBITDA	767	913	1,047	1,181
长期借款	176	176	176	176	EPS (元)	0.45	0.58	0.68	0.77
其他	73	73	73	73					
负债合计	859	597	640	687					
少数股东权益	58	60	61	63					
股本	642	1,091	1,091	1,091					
资本公积	960	511	511	511					
留存收益	1,112	1,576	2,117	2,730					
归属母公司股东权益	2,714	3,178	3,719	4,332					
负债和股东权益	3,631	3,835	4,420	5,082					

现金流量表				
	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	173	485	700	757
净利润	487	638	742	841
折旧摊销	106	93	110	124
财务费用	45	17	10	9
投资损失	-5	-5	-5	-5
营运资金变动	-468	-266	-167	-221
其他经营现金流	10	9	10	9
投资活动现金流	-358	-295	-395	-145
资本支出	364	300	400	150
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	7	5	5	5
筹资活动现金流	635	-490	-218	-236
短期借款	0	-300	-8	0
长期借款	176	0	0	0
普通股增加	593	0	0	0
资本公积金增长	511	-449	0	0
其他筹资现金流	-133	-189	-210	-236
现金净增加额	450	-299	87	376

主要财务比率				
	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	27.1%	16.1%	15.8%	13.0%
营业利润	129.9%	30.5%	15.6%	13.1%
归属于母公司净利润	127.0%	30.6%	16.4%	13.3%
获利能力				
毛利率(%)	32.9%	34.5%	34.2%	34.1%
净利率(%)	7.3%	17.6%	19.9%	20.0%
ROE(%)	18.0%	20.0%	19.9%	19.4%
ROIC(%)	18.4%	19.3%	19.2%	20.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	23.7%	15.6%	14.5%	13.5%
净负债比率	56.4%	30.8%	27.4%	25.5%
流动比率	3.54	6.20	6.28	7.04
速动比率	3.07	5.25	5.30	6.05
营运能力				
总资产周转率(次)	0.76	0.84	0.84	0.84
应收账款周转率(次)	4	4	4	4
应付账款周转率(次)	10.43	10.43	10.43	10.43
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.58	0.68	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.44	0.64	0.69
每股净资产(最新摊薄)	4.23	2.91	3.41	3.97
估值比率				
P/E	34.29	26.26	22.56	19.91
P/B	6.16	5.26	4.49	3.86
EV/EBITDA	23	19	16	15

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 公司报表

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

