

研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人：陈博 S0300116010021
010-88576597 chenb05@ghzq.com.cn

PE 管道业务有望保持高增长，期待锂电池湿法

隔膜下半年放量增长

——沧州明珠（002108）半年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
沧州明珠	-5.6	18.3	9.8
沪深 300	1.6	9.5	16.0

市场数据 2017-09-01

当前价格（元）	15.27
52 周价格区间（元）	11.39 - 17.51
总市值（百万）	16655.16
流通市值（百万）	15950.21
总股本（万股）	109071.09
流通股（万股）	104454.56
日均成交额（百万）	458.02
近一月换手（%）	79.84

相关报告

《沧州明珠（002108）2016 年半年报点评：业绩超预期，锂电隔膜放量助力公司快速发展》——2016-08-23

《沧州明珠（002108）：BOPA 膜价差扩大，湿法隔膜放量助力业绩超预期（买入）*化工行业*代鹏举》——2016-04-27

《沧州明珠（002108）调研简报：湿法隔膜持续加码，助力公司高速发展（买入）*化工行业*代鹏举》——2016-03-21

《沧州明珠（002108）：业绩符合预期，加码湿

事件：

公司 2017 年上半年实现营业收入 16.35 亿元，同比增长 34.46%；归属上市公司股东净利润 2.85 亿元，同比增长 10.97%；基本每股收益 0.26 元。公司对 2017 年前三季度业绩预测范围：归属于上市公司股东的净利润在 4.26~4.84 亿元，同比增长 10%~25%。

投资要点：

■ 受京津冀地区“煤改气”改造工程等相关政策的影响，公司 PE 管道产品供不应求。PE 管道产品主要应用于燃气、给水等地下管网的建设，随着我国城市化进程加快，全面推进新型城镇化建设，塑料管材的市场空间广阔。公司作为国内领先的 PE 燃气、给水用管材和管件生产基地之一，产品种类和规格配套齐全，产销两旺。2017 年上半年该业务实现营业收入 9.35 亿元，同比增长 55.59%；毛利率达 21.67%，同比增长 0.77%。

■ 锂电隔膜营收和毛利率同比下降，未来新增湿法隔膜产能达产将助力业绩增长。2017 年上半年公司隔膜产品营业收入 2.12 亿元，同比下降 11.54%；毛利率 57.96%，同比下降 11.49%，这主要受政策及市场需求的影响，干法隔膜产品销量有所减少。公司作为国内少数生产中高端锂电隔膜企业，目前拥有干法隔膜 5000 万平米，湿法隔膜 2500 万平米。两种隔膜已经通过比亚迪、中航锂电、天津力神等众多企业产品认证。公司“年产 6000 万平方米湿法锂离子隔膜项目”按计划顺利完成，两条生产线分别于四月和八月建设完成并投产，“年产 10,500 万平米湿法锂离子电池隔膜项目”其中一条生产线于七月建设完成并投产，其余按计划实施中，预计 2018 年公司将拥有年产 1.9 亿平米湿法隔膜产能。由于新增产能的增加，使得隔膜产品的产品结构更加完善，市场份额得到提高，行业地位进一步凸显。在价格方面，由于锂离子电池隔膜的技术壁垒高，市场成寡头垄断格局。国内企业主要占据低端市场，而高端市场主要被日本旭化成、日本东燃化学以及美国 Celgard 三巨头占据，因此进口价格较高。公司近年来通过自主研发，目前已经掌握锂电隔膜核心技术，有望实现进口替代。

法隔膜助力公司高速增长（买入）*化工行业*代鹏举》——2016-02-01

《沧州明珠(002108):定增加码高端湿法隔膜,未来高速增长可期(买入)*化工行业*代鹏举》

——2016-01-26

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

- **BOPA 薄膜产销平衡，受益同行产能退出。**BOPA 薄膜主要应用于产品的包装，它是近几年世界上发展最快的高档包装材料之一，已成为继 BOPP、BOPET 薄膜之后应用比重第三大的薄膜包装材料，而且新用途也不断被开发出来。目前，国内主流的 BOPA 生产工艺分为分步拉伸法和同步拉伸法，尤尼吉克是同步拉伸的代表企业，2015 年 12 月底，日本尤尼吉可宣布关停位于江苏子公司的 4500 吨 BOPA 膜同步法产能，而公司拥有的 BOPA 产能 2.85 万吨，其中同步法拉伸 BOPA 膜产能为 1.95 万吨，尤尼吉克的退出导致 BOPA 供需格局改善。2017 年上半年公司 BOPA 薄膜及制品营业收入 4.49 亿元，同比增长 30.39%。
- **盈利预测和投资评级：**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、未来新增湿法隔膜产能达产以及 BOPA 薄膜供需向好等因素，我们看好公司未来发展前景，但近期原材料价格涨幅较大，影响公司部分产品毛利率，预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.60、0.77、0.86 元，给予增持评级。
- **风险提示：**锂电隔膜新增产能投放和需求低于预期风险；原材料价格大幅上涨；同行业竞争加剧风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2765	3548	4364	4846
增长率(%)	27.1%	28.3%	23.0%	11.0%
净利润(百万元)	487	650	840	938
增长率(%)	127%	33%	29%	12%
摊薄每股收益(元)	0.76	0.60	0.77	0.86
ROE(%)	17.58%	19.34%	20.46%	19.02%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 沧州明珠盈利预测表

证券代码:	002108.sz				股票价格:	15.27	投资评级:	增持		日期:	2017/9/1
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标						
ROE	18%	19%	20%	19%	EPS		0.76	0.60	0.77	0.86	
毛利率	33%	32%	33%	33%	BVPS		4.23	3.02	3.70	4.46	
期间费率	10%	9%	9%	9%	估值						
销售净利率	18%	18%	19%	19%	P/E		20.10	25.64	19.84	17.75	
成长能力					P/B		3.61	5.05	4.13	3.43	
收入增长率	27%	28%	23%	11%	P/S		3.54	4.70	3.82	3.44	
利润增长率	127%	33%	29%	12%	利润表 (百万元)		2016	2017E	2018E	2019E	
营运能力					营业收入		2765	3548	4364	4846	
总资产周转率	0.76	0.79	0.81	0.78	营业成本		1856	2414	2916	3238	
应收账款周转率	2.37	2.39	2.42	2.39	营业税金及附加		26	28	32	40	
存货周转率	6.37	6.06	6.37	6.16	销售费用		123	138	175	194	
偿债能力					管理费用		94	106	135	153	
资产负债率	24%	25%	24%	20%	财务费用		46	44	46	38	
流动比	3.54	3.11	3.47	4.20	其他费用/(-收入)		(4)	(4)	(7)	(5)	
速动比	3.07	2.67	3.04	3.69	营业利润		615	813	1053	1178	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支		(2)	3	2	1	
现金及现金等价物	620	848	1291	1687	利润总额		613	816	1055	1179	
应收款项	1166	1486	1804	2030	所得税费用		126	163	211	236	
存货净额	291	403	463	532	净利润		487	653	844	943	
其他流动资产	85	110	126	150	少数股东损益		(1)	3	4	5	
流动资产合计	2163	2847	3684	4400	归属于母公司净利润		487	650	840	938	
固定资产	866	1024	1268	1283	现金流量表 (百万元)		2016	2017E	2018E	2019E	
在建工程	286	256	76	126	经营活动现金流		173	398	653	792	
无形资产及其他	121	133	145	172	净利润		487	653	844	943	
长期股权投资	6	7	7	8	少数股东权益		(1)	3	4	5	
资产总计	3631	4499	5418	6199	折旧摊销		104	92	105	126	
短期借款	309	509	559	509	公允价值变动		0	0	0	0	
应付款项	181	265	328	347	营运资金变动		(417)	(351)	(300)	(281)	
预收帐款	20	35	43	48	投资活动现金流		(358)	(264)	(175)	(164)	
其他流动负债	101	107	130	145	资本支出		(224)	(220)	(170)	(190)	
流动负债合计	610	916	1060	1048	长期投资		3	(1)	0	(1)	
长期借款及应付债券	176	176	186	136	其他		(136)	(43)	(5)	27	
其他长期负债	73	47	69	81	筹资活动现金流		635	135	(41)	(213)	
长期负债合计	249	223	255	217	债务融资		121	200	60	(100)	
负债合计	859	1139	1315	1265	权益融资		593	0	0	0	
股本	642	1091	1091	1091	其它		(79)	(65)	(101)	(113)	
股东权益	2772	3360	4103	4934	现金净增加额		450	269	437	416	
负债和股东权益总计	3631	4499	5418	6199							

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

代鹏举，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。