

强烈推荐-A (维持)

沧州明珠 002108.SZ

当前股价：16.75 元

2017 年 09 月 11 日

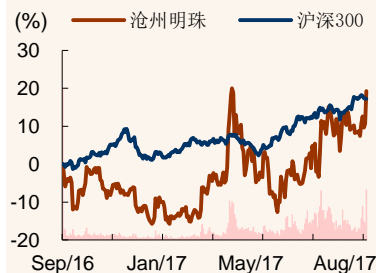
PE 管道规模继续扩张，湿法隔膜“量+利”启航

基础数据

上证综指	3376
总股本 (万股)	109071
已上市流通股 (万股)	104455
总市值 (亿元)	183
流通市值 (亿元)	175
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	3	19	7
相对表现	-0	8	-7



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《沧州明珠 (002108) — 中报业绩符合预期，锂电规模稳步推进》2017-08-23
- 2、《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
- 3、《沧州明珠 (002108) — 公司经营稳健，业务全面向好》2017-04-25

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：

公司发布投资建设公告：公司由全资子公司芜湖明珠塑料有限责任公司投资 3.2 亿元建设“聚乙烯 (PE) 燃气、给水管道产品扩产项目”。该项目分两期建设，首期项目在 2018 年 6 月份之前建成投产。

评论：

1、PE 管道产品近年来持续扩产，产品盈利良好且波动性小。

公司 PE 燃气管道产品市场份额居国内第一，产品质量优异，盈利能力良好且稳定，近十年产能持续增加。2007-2017 年，油价出现大幅波动，我国 GDP 增速也有较大变化的背景下，公司 PE 管材、管道业务毛利率持续稳定在 20% 上下，显示出该业务很强的抗周期性，公司也在持续扩大该业务的销售规模，2007 年 PE 管材产能仅 1.9 万吨，到 2016 年产能规模达 11 万吨。目前产品销售状况良好，产品满产满销，规模已经不能适应下游需求的增长，所以规模持续扩张符合公司未来发展需要，项目分两期建设，首期项目预计在明年 6 月份之前投产。

2、湿法隔膜生产线投放进度略超预期。

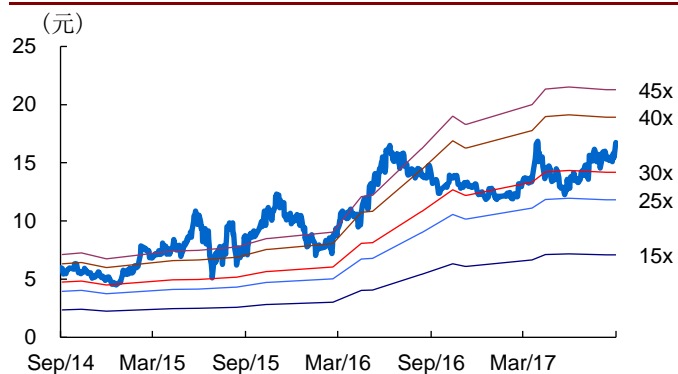
公司 2500 万平湿法隔膜生产线运行稳定，毛利率持续提升，目前毛利率已经达到 50%。6000 万平湿法隔膜分两期投产，整个进度符合我们今年的预期。但 1.05 亿平第一条生产线在 7 月份完成试生产，并已正式投产，剩余产能也将于 2018 年一季度投产，整个产能投放进度还是超出之前的假设。根据公司 2016 年年报中对于 17 年的经营计划“锂电电子电池隔膜产品产销量 15940 万平米，其中干法隔膜产销量 10000 万平米，湿法隔膜产销量 5940 万平米”，按照目前生产线投产进度，完成全年销售目标难度不大，或将超出全年经营计划水平。价格方面，湿法隔膜销售价格相对稳定，没有很大波动，未来生产线陆续投产后，湿法毛利率将会有提升趋势，所以锂电隔膜业务有望实现销量和盈利同步提升。

3、公司业绩增长稳健，维持“强烈推荐-A”的投资评级。

公司经营十分稳健，PE 管材和隔膜业务规模持续扩张，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 年净利润 6.12 亿元、7.79 亿元、8.55 亿元，除权后每股收益分别为 0.56 元、0.72 元、0.78 元，相应市盈率为 29.8 倍、23.4 倍、21.3 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。

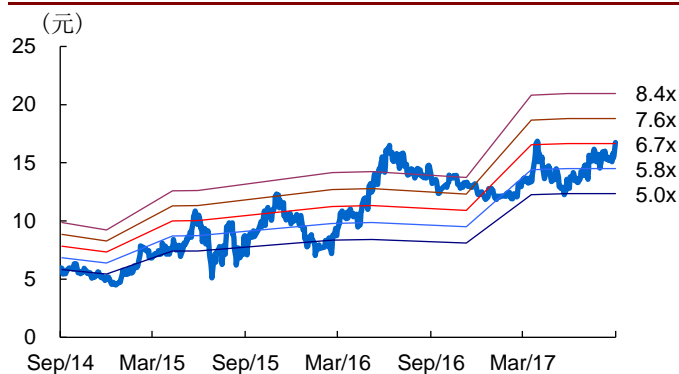
4、风险提示。公司项目未能如期投产风险，客户需求大幅低于预期风险。

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
- 16、《沧州明珠（002108）-中报业绩符合预期，锂电规模稳步推进》2017/8/23

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1324	2163	2536	3102	3698
现金	157	620	785	1118	1546
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	196	412	480	549	596
应收款项	628	728	804	919	997
其它应收款	54	25	29	34	37
存货	219	291	338	372	402
其他	70	85	99	111	120
非流动资产	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
资产总计	2435	3631	4065	4683	5325
流动负债	609	610	534	558	579
短期借款	363	309	200	200	200
应付账款	158	178	207	227	246
预收账款	18	20	23	25	27
其他	70	104	105	105	106
长期负债	34	249	249	249	249
长期借款	0	176	176	176	176
其他	34	73	73	73	73
负债合计	644	859	783	806	828
股本	618	642	1091	1091	1091
资本公积金	450	960	511	511	511
留存收益	724	1112	1623	2219	2841
少数股东权益	0	58	58	56	55
归属于母公司所有者权益	1792	2714	3224	3820	4442
负债及权益合计	2435	3631	4065	4683	5325

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	132	173	570	705	848
净利润	215	487	613	780	856
折旧摊销	75	106	119	126	133
财务费用	46	45	20	15	12
投资收益	(4)	(5)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	(178)	(476)	(180)	(216)	(150)
其它	(21)	17	3	5	3
投资活动现金流	(222)	(358)	(179)	(179)	(179)
资本支出	(227)	(414)	(179)	(179)	(179)
其他投资	5	57	0	0	0
筹资活动现金流	(192)	635	(226)	(193)	(240)
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)	(184)	(234)
其他	(45)	(2)	(15)	(10)	(6)
现金净增加额	(282)	450	165	333	429

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
营业收入	2175	2765	3219	3679	3992
营业成本	1654	1856	2156	2372	2565
营业税金及附加	10	26	30	35	37
营业费用	109	123	148	169	184
管理费用	75	94	97	110	120
财务费用	50	46	20	15	12
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
营业利润	267	615	773	984	1079
营业外收入	11	8	8	8	8
营业外支出	7	9	9	9	9
利润总额	271	613	771	982	1077
所得税	56	126	159	203	223
净利润	215	487	612	779	855
少数股东损益	1	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	215	487	613	780	856
EPS (元)	0.35	0.76	0.56	0.72	0.78

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	4%	27%	16%	14%	9%
营业利润	22%	130%	26%	27%	10%
净利润	28%	127%	26%	27%	10%
获利能力					
毛利率	23.9%	32.9%	33.0%	35.5%	35.7%
净利率	9.9%	17.6%	19.1%	21.2%	21.4%
ROE	12.0%	18.0%	19.0%	20.4%	19.3%
ROIC	11.7%	16.1%	17.2%	18.6%	17.7%
偿债能力					
资产负债率	26.4%	23.7%	19.3%	17.2%	15.5%
净负债比率	14.9%	13.3%	9.2%	8.0%	7.1%
流动比率	2.2	3.5	4.7	5.6	6.4
速动比率	1.8	3.1	4.1	4.9	5.7
营运能力					
资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
存货周转率	7.9	7.3	6.8	6.7	6.6
应收帐款周转率	3.9	4.1	4.2	4.3	4.2
应付帐款周转率	10.0	11.0	11.2	10.9	10.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.35	0.76	0.56	0.72	0.78
每股经营现金	0.21	0.27	0.52	0.65	0.78
每股净资产	2.90	4.23	2.96	3.50	4.07
每股股利	0.00	0.16	0.17	0.21	0.00
估值比率					
PE	48.3	22.1	29.8	23.4	21.3
PB	5.8	4.0	5.7	4.8	4.1
EV/EBITDA	23.7	12.1	10.1	8.2	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。