

## 沧州明珠(002108.SZ)

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **30**

 首席分析师 联系人  
 曾朵红 尹斌

S0740514080001

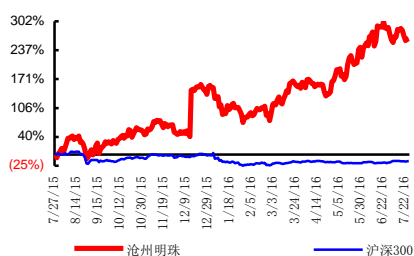
 zengdh@r.qlzq.com.cn yinbin@r.qlzq.com.cn  
 2016年07月26日

### 隔膜放量超预期, BOPA 盈利回升

#### 基本状况

总股本(百万股)	618
流通股本(百万股)	614
市价(元)	25.46
市值(百万元)	15,746
流通市值(百万元)	15,644

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,089.96	2,175.26	2,757.58	3,237.26	3,809.87
营业收入增速	5.39%	4.08%	26.77%	17.40%	17.69%
归属于母公司的净利润	167.10	214.63	508.51	632.15	773.43
净利润增长率	11.88%	28.44%	136.92%	24.31%	22.35%
摊薄每股收益(元)	0.46	0.35	0.82	1.02	1.25
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	28.96	50.92	30.96	24.91	20.36
PEG	2.44	1.79	0.22	1.00	0.89
每股净资产(元)	4.39	2.90	3.72	4.74	5.99
每股现金流量	0.61	0.21	0.62	0.76	0.89
净资产收益率	10.47%	11.98%	22.11%	21.56%	20.87%
市净率	3.03	6.10	6.68	5.24	4.15
总股本(百万股)	363.80	618.46	618.46	618.46	618.46

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 2016年上半年增长185%，符合预期：**公司发布业绩快报，2016年上半年实现营业收入12.16亿元，同比增长25%，实现归属母公司净利润2.57亿元，同比增长185.39%，对应EPS为0.42元。其中2季度实现营业收入7.26亿元，同比增长26.88%，预计实现归属母公司净利润1.53亿元，同比增长161.03%，环比增长47.70%，对应EPS为0.25元。此前公司业绩预告中修正半年报业绩增长区间为180%-200%，此次业绩快报符合预期。随着旺季来临，公司三季度有望延续高增长。
- 隔膜产销两旺，BOPA盈利回升，高增长如期而至：**上半年公司净利2.57亿元，同比增长185%：1)隔膜方面，虽然锂电行业整体受核查骗补结果公布延后影响，但公司隔膜产品仍供不应求，测算上半年出货6000-7000万平方米以上，贡献利润约1.1-1.4亿元，是公司业绩增长的主要动力。公司干法隔膜供货给各大主流电池厂商，湿法隔膜也在陆续送样测试，将逐步打开市场。预计全年隔膜将维持高增长态势，有望出货超1.2亿平米，贡献净利超2.4亿；2) BOPA隔膜方面，行业供给偏紧，价格走高带动盈利能力大幅回升。测算上半年BOPA出货1.5-1.7万吨，贡献净利润8-9千万元。目前公司BOPA薄膜产能达3.4万吨，2016年全年有望出货3.3万吨，测算2016年将贡献利润超1.6亿元，同比翻番；3)传统的PE管材方面，受原材料价格影响，盈利能力略有下降，总体维持稳定，测算上半年出货约4万吨，贡献利润4-5千万元。目前产能10.5万吨左右，预计全年销量10万吨以上，预计2016年贡献1.0亿元净利，维持稳定增长。
- 隔膜产能高速扩张，预期2016年销量1-1.2亿平米，盈利水平处于高位：**公司现有干法、湿法隔膜产能分别为6500万平米、2500万平米。另有自筹资金新建的6000万平米湿法隔膜产能项目建设稳步推进，预计2016年底第一条3000万平米投产，2017年中第二条3000万平米投产。此外，公司2016年1月公

告的 1.05 亿平米湿法隔膜募投项目将于 2017 年部分投产，有望于 2018 年全部投产，届时公司湿法隔膜产能将达到 2 亿平米。销售方面，公司干法隔膜主要供货给 ATL、比亚迪等各大主流电池厂商，湿法隔膜也在陆续送样测试，即将迎来放量。预计 2016 年隔膜出货量在 1-1.2 亿平米，同比翻番。预计将贡献净利润超 1.8 亿元，成为公司业绩高增长最大驱动力。

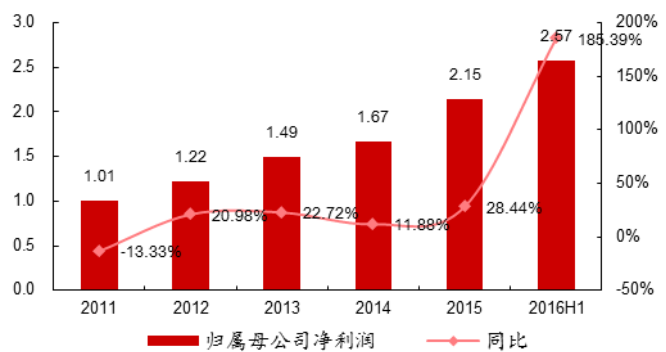
- **投资建议：**基于隔膜行业景气高企，公司作为龙头企业其产品量增价稳，盈利有望翻倍，未来三年产能持续投放持续高增长可期；BOPA 膜盈利能力大幅回升，PE 管材保持稳定，且均是所在领域的龙头，我们看好公司的持续成长。预计公司 2016/2017/2018 年 EPS 分别为 0.82/1.02/1.25 元，同比增长 137%/24%/22%，对应 PE 分别为 30/24/20 倍，给予 2016 年 37 倍 PE，目标价 30 元，维持买入评级。
- **风险提示：**新能源汽车产销不达预期；公司隔膜扩产不达预期；隔膜产能过剩导致价格下跌风险；汇率波动风险；原料价格波动风险

图表 1：2016H1 收入 12.16 亿元，同比增长 25%



来源：中泰证券研究所

图表 2：2016 盈利 2.57 亿元，同比增长 185.39%



来源：中泰证券研究所

图表 3：沧州明珠的三张表

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1,983	2,090	2,175	2,758	3,237	3,810
增长率	12.52%	5.4%	4.1%	26.8%	17.4%	17.7%
营业成本	-1,607	-1,669	-1,654	-1,874	-2,201	-2,602
% 销售收入	81.1%	79.9%	76.1%	68.0%	68.0%	68.3%
毛利	376	421	521	884	1,037	1,208
% 销售收入	18.9%	20.1%	23.9%	32.0%	32.0%	31.7%
营业税金及附加	-6	-13	-10	-14	-16	-19
% 销售收入	0.3%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-100	-100	-109	-127	-139	-152
% 销售收入	5.1%	4.8%	5.0%	4.6%	4.3%	4.0%
管理费用	-49	-55	-75	-88	-97	-107
% 销售收入	2.4%	2.6%	3.4%	3.2%	3.0%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	221	254	327	655	784	929
% 销售收入	11.1%	12.2%	15.0%	23.7%	24.2%	24.4%
财务费用	-20	-41	-50	-20	-10	6
% 销售收入	1.0%	2.0%	2.3%	0.7%	0.3%	-0.2%
资产减值损失	-9	1	-14	-7	-5	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	5	4	6	8	10
% 税前利润	3.2%	2.0%	1.6%	0.9%	1.0%	1.1%
营业利润	199	219	267	633	777	938
营业利润率	10.0%	10.5%	12.3%	23.0%	24.0%	24.6%
营业外收支	5	8	4	5	7	9
税前利润	204	226	271	638	784	947
利润率	10.3%	10.8%	12.5%	23.2%	24.2%	24.9%
所得税	-52	-57	-56	-128	-149	-171
所得税率	25.6%	25.3%	20.5%	20.0%	19.0%	18.0%
净利润	152	169	215	511	635	777
少数股东损益	3	2	1	2	3	3
归属于母公司的净利润	149	167	215	509	632	773
净利率	7.5%	8.0%	9.9%	18.4%	19.5%	20.3%
				24%		22%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	218	436	157	604	744	1,202
应收款项	835	841	878	1,031	1,202	1,414
存货	236	199	219	236	277	328
其他流动资产	36	52	70	75	80	85
流动资产	1,324	1,528	1,324	1,946	2,303	3,030
% 总资产	61.7%	60.7%	54.3%	63.7%	67.5%	73.2%
长期投资	44	63	62	62	62	62
固定投资	692	807	928	928	928	928
% 总资产	32.2%	32.0%	38.1%	30.4%	27.2%	22.4%
无形资产	73	93	84	80	80	80
非流动资产	822	991	1,112	1,108	1,108	1,108
% 总资产	38.3%	39.3%	45.7%	36.3%	32.5%	26.8%
<b>资产总计</b>	<b>2,146</b>	<b>2,519</b>	<b>2,435</b>	<b>3,054</b>	<b>3,411</b>	<b>4,138</b>
短期借款	565	513	363	436	110	0
应付款项	172	215	202	231	271	320
其他流动负债	31	38	45	51	59	70
流动负债	768	765	609	717	440	389
长期贷款	148	93	0	0	0	0
其他长期负债	31	34	34	34	34	34
负债	946	892	644	751	474	423
普通股股东权益	1,171	1,596	1,792	2,300	2,933	3,706
少数股东权益	29	31	0	2	5	8
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,146</b>	<b>2,519</b>	<b>2,435</b>	<b>3,054</b>	<b>3,411</b>	<b>4,138</b>

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益(元)	0.439	0.459	0.347	0.822	1.022	1.251
每股净资产(元)	3.443	4.388	2.897	3.720	4.742	5.992
每股经营现金净流(元)	0.137	0.610	0.214	0.620	0.757	0.892
每股股利(元)	0.000	0.000	0.160	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	12.75%	10.47%	11.98%	22.11%	21.56%	20.87%
总资产收益率	6.96%	6.63%	8.81%	16.65%	18.53%	18.69%
投入资本收益率	9.97%	10.94%	13.43%	25.26%	28.33%	31.10%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	12.52%	5.39%	4.08%	26.77%	17.40%	17.69%
EBIT增长率	20.61%	14.92%	28.82%	100.14%	19.73%	18.55%
净利润增长率	22.72%	11.88%	28.44%	136.92%	24.31%	22.35%
总资产增长率	20.58%	17.38%	-3.32%	25.39%	11.70%	21.30%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	91.9	92.4	94.8	95.0	94.0	94.0
存货周转天数	43.8	47.6	46.1	46.0	46.0	46.0
应付账款周转天数	26.2	31.6	36.5	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	92.8	108.1	119.3	104.3	88.9	75.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	41.23%	10.46%	11.51%	-7.28%	-21.60%	-32.36%
EBIT利息保障倍数	11.1	6.2	6.5	32.4	79.6	-156.7
资产负债率	44.09%	35.41%	26.43%	24.60%	13.89%	10.24%

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%—+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上

**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。