

沧州明珠 (002108) \ 化工

——BOPA 盈利大增，锂电隔膜持续放量

事件：

锂电隔膜放量、BOPA 隔膜利润大增，三季度预增 140-180%。公司二季度实现收入 7.26 亿元，同比增长 26.88%，环比增长 47.9%，增速较一季度进一步加快。锂电隔膜放量和 BOPA 盈利大增是主因，特别是 BOPA 隔膜盈利超预期。

投资要点：

➤ 锂电隔膜放量、BOPA隔膜利润大增，三季度预增140-180%

公司二季度实现收入7.26亿元，同比增长26.88%，环比增长47.9%，增速较一季度进一步加快。锂电隔膜放量和BOPA盈利大增是主因，特别是BOPA隔膜盈利超预期。

➤ 锂电隔膜放量增长，盈利能力进一步提升

上半年公司锂电隔膜实现收入2.39亿元，同比增长233.56%，毛利率达到69.45%，同比增加1.29个百分点。根据公司披露的子公司财务数据，公司与锂电隔膜相关的两个公司沧州明珠隔膜科技有限公司和德州东鸿制膜科技有限公司上半年共实现净利润1.44亿元，如此算来，公司的净利润率可达60%。以生产干法隔膜为主的沧州明珠隔膜科技公司为例，公司上半年实现营收2.23亿元，净利润1.22亿元，净利润率也高达54.7%，比2015年44.8%又上升了10个百分点，展现了锂电隔膜业务超高的净利润率水平，也表明了优质锂电材料公司的溢价能力。公司16年新量产的湿法隔膜虽然处于市场开拓阶段，但也已经实现盈利，根据量产湿法隔膜的德州东鸿的财务数据来看，湿法隔膜初期的盈利也达到了20%左右。公司锂电隔膜已经有4000万平方米干法隔膜和2500万平方米湿法隔膜产能，三四季度产能释放后将继续放量增长。

➤ BOPA隔膜受益国内竞争格局改变，盈利大幅上升

公司 BOPA 隔膜业务实现营业收入 3.44 亿元，同比增长 19.17%，毛利率达到 38.63%，同比增加 27.31 个百分点，超出市场预期。BOPA 隔膜的下游为医药、食品、日化、电子等行业，需求稳定增长，在经过几年的激烈竞争后，国内 BOPA 格局已经稳定，15 年底日本尤尼吉可退出中国市场，标志着行业洗牌已经接近结束，因此 16 年虽然油价处于低位，但公司 BOPA 隔膜销售价格仍然保持强势。未来 BOPA 隔膜行业将呈现强者恒强的格局，

投资建议：

推荐

维持

当前价格：

24.64 元

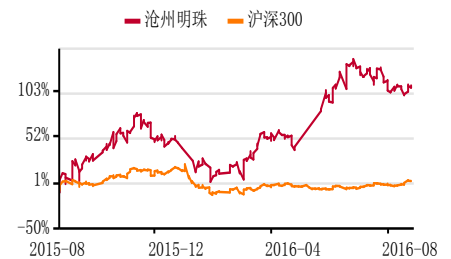
目标价格：

元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	618/618
流通 A 股市值 (百万元)	15,201
每股净资产 (元)	3.06
资产负债率 (%)	31.02
一年内最高/最低 (元)	28.88/10.42

一年内股价相对走势



马松

分析师

执业证书编号：S0590515090002

电话：0510-85613713

邮箱：mas@glsc.com.cn

马松

电话：0510-85613713

邮箱：mas@glsc.com.cn

相关报告

沧州明珠(002108)业绩修正公告点评：锂电隔膜和 BOPA 隔膜发力，业绩再超预期-2016/7/13

沧州明珠作为国内 BOPA 隔膜领域具备领先技术实力和规模优势的公司将持续受益。上半年,公司生产 BOPA 隔膜的子公司盈利能力都大幅提高,净利润率可达 15%-24% 之间。

图表 1: 公司 BOPA 隔膜子公司盈利强劲

子公司	收入 (万元)	营业利润 (万元)	净利润 (万元)	净利润率 (%)
沧州东鸿包装	19210.6	3864	2927.8	15.2%
德州东鸿薄膜	4026.2	1292.4	969.3	24.1%
沧州东鸿制膜	7810.5	1987.2	1500.2	19.2%

来源: 公司公告 国联证券研究所

➤ PE 管道维稳

上半年公司 PE 管道业务实现收入 6.12 亿元,同比增长 5.95%,毛利率 20.9%,同比下降 2.9 个百分点。公司在 PE 塑料管道市场属于区域细分市场龙头,行业整体竞争较激烈,公司议价能力较弱。随着天然气消费的增长,公司长期来看能有稳定增长,15 年以来重庆项目产能释放,公司收入保持了 6% 左右的增长。

➤ 维持“推荐”评级

公司 BOPA 隔膜盈利水平超出预期,我们上调公司盈利预测,预计 16-18 年公司净利润分别为 5.01 亿元,6.06 元和 7.01 亿元,EPS 分别为 0.81、0.98 和 1.13 元,PE 分别为 30 倍、25 和 22 倍,维持“推荐”评级。

➤ 风险提示

1、新能源汽车推广政策落地不达预期; 2、产能过剩风险;

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	2,089.96	2,175.26	2,578.10	3,063.50	3,462.00
增长率 (%)	5.39%	4.08%	18.52%	18.83%	13.01%
EBITDA (百万元)	325.82	368.83	727.03	839.41	965.39
净利润 (百万元)	167.10	214.63	501.27	605.67	701.17
增长率 (%)	11.88%	28.44%	133.55%	20.83%	15.77%
EPS (元/股)	0.27	0.35	0.81	0.98	1.13
市盈率 (P/E)	91.19	71.00	30.40	25.16	21.73
市净率 (P/B)	9.55	8.50	7.28	6.20	5.30
EV/EBITDA	28.48	42.21	21.43	18.10	15.92

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表2：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	379.20	95.56	128.90	167.23	173.10	营业收入	2,089.96	2,175.26	2,578.10	3,063.50	3,462.00
应收账款+票据	840.77	877.91	1,120.32	869.37	1,203.92	营业成本	1,668.90	1,654.39	1,660.81	2,023.75	2,273.84
预付账款	20.76	36.91	43.00	50.00	60.00	营业税金及附加	12.51	10.15	12.89	15.32	17.31
存货	199.22	218.66	218.40	275.20	307.84	营业费用	99.64	109.04	131.48	150.11	169.64
其他	29.39	31.67	31.67	31.67	31.67	管理费用	54.93	74.50	92.81	101.10	114.25
流动资产合计	1,469.34	1,260.70	1,542.30	1,393.46	1,776.53	财务费用	40.89	50.04	32.81	12.02	5.61
长期股权投资	8.17	8.18	8.18	8.18	8.18	资产减值损失	-0.97	14.14	10.00	10.00	10.00
固定资产	633.29	788.12	864.82	945.31	1,111.54	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	173.49	139.96	150.00	246.00	312.00	投资净收益	-1.33	0.01	0.00	0.00	0.00
无形资产	88.47	80.36	78.54	76.73	74.91	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	75.03	79.36	77.51	75.67	73.82	营业利润	212.74	263.01	637.29	751.21	871.35
非流动资产合计	978.45	1,095.99	1,179.06	1,351.88	1,580.45	营业外净收益	13.74	7.99	15.00	18.00	20.00
资产总计	2,447.79	2,356.69	2,721.35	2,745.35	3,356.98	利润总额	226.47	271.00	652.29	769.21	891.35
短期借款	501.22	363.00	376.44	0.00	161.39	所得税	57.19	55.61	150.03	161.53	187.18
应付账款+票据	176.63	160.72	208.35	241.38	263.92	净利润	169.29	215.40	502.27	607.67	704.17
其他	49.91	41.12	42.96	44.96	48.96	少数股东损益	2.19	0.76	1.00	2.00	3.00
流动负债合计	727.75	564.85	627.75	286.34	474.27	归属于母公司净利润	167.10	214.63	501.27	605.67	701.17
长期带息负债	93.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	93.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	5.39%	4.08%	18.52%	18.83%	13.01%
负债合计	820.75	564.85	627.75	286.34	474.27	EBIT	12.83%	11.72%	128.00%	15.84%	14.91%
少数股东权益	30.84	0.00	1.00	3.00	6.00	EBITDA	13.09%	13.20%	97.12%	15.46%	15.01%
股本	363.80	618.46	618.46	618.46	618.46	归属于母公司净利润	22.72%	28.44%	133.55%	20.83%	15.77%
资本公积	632.42	449.73	449.73	449.73	449.73	获利能力					
留存收益	599.97	723.66	1,024.42	1,387.82	1,808.52	毛利率	20.15%	23.94%	35.58%	33.94%	34.32%
股东权益合计	1,627.03	1,791.84	2,093.60	2,459.01	2,882.71	净利率	8.10%	9.90%	19.48%	19.84%	20.34%
负债和股东权益总计	2,447.79	2,356.69	2,721.35	2,745.35	3,356.98	ROE	10.47%	11.98%	23.95%	24.66%	24.37%
						ROIC	10.55%	12.02%	23.79%	24.59%	28.57%
						偿债能力					
						资产负债率	33.53%	23.97%	23.07%	10.43%	14.13%
						流动比率	2.02	2.23	2.46	4.87	3.75
						速动比率	1.70	1.79	2.06	3.79	3.03
						营运能力					
						应收账款周转率	2.50	2.64	2.38	3.69	3.01
						存货周转率	8.38	7.57	7.60	7.35	7.39
						总资产周转率	0.85	0.92	0.95	1.12	1.03
						每股指标(元)					
						每股收益	0.27	0.35	0.81	0.98	1.13
						每股经营现金流	0.37	0.26	0.61	1.45	0.68
						每股净资产	2.58	2.90	3.38	3.97	4.65
						估值比率					
						市盈率	91.19	71.00	30.40	25.16	21.73
						市净率	9.55	8.50	7.28	6.20	5.30
						EV/EBITDA	28.48	42.21	21.43	18.10	15.92
						EV/EBIT	35.28	52.97	23.25	19.57	17.23

现金流量表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	164.42	217.14	490.72	593.45	688.37
折旧摊销	62.76	74.92	56.93	63.18	73.43
财务费用	36.72	46.06	17.81	7.02	0.61
存货减少	35.52	-19.44	0.26	-56.80	-32.64
营运资金变动	-77.17	-197.64	-199.04	278.99	-318.01
其它	3.79	38.18	10.00	10.00	10.00
经营活动现金流	226.04	159.23	376.67	895.84	421.76
资本支出	226.86	227.15	150.00	246.00	312.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	86.49	5.02	11.55	14.22	15.80
投资活动现金流	-140.38	-222.13	-138.45	-231.78	-296.20
债权融资	-109.31	-123.09	13.44	-376.44	161.39
股权融资	326.53	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-99.16	-69.18	-218.32	-249.29	-281.08
筹资活动现金流	118.06	-192.27	-204.87	-625.73	-119.69
现金净增加额	203.83	-253.80	95.56	128.90	167.23

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	张鸿韵	010-68790949-8006
北京	管峰	010-68790949-8007
北京	窦红丽	010-68790949-8030
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064