

沧州明珠 (002108)

BOPA 薄膜盈利超预期, 湿法隔膜指引未来发展方向

行业名称	化工
投资建议	买入 (维持)
当前价格:	23.45元
目标价格:	31元

证券研究报告

公司点评

上半年业绩超预期

公司披露16年半年报, 实现营收12.16亿元, 较去年同期增加25%; 实现归母净利润2.57亿元, 较去年同期增加185%; 公司预计16年1~9月实现归母净利润3.72亿元~4.34亿元, 较去年同期增长140%~180%。PE管道业务保持稳定; BOPA薄膜实现营收3.44亿元, 同比上升19%, 毛利率大幅提升至39%; 锂电池隔膜收入2.39亿元, 同比增长234%, 毛利率高达69%。上半年公司净利润大幅增长的主要原因是BOPA膜盈利向好和锂电池隔膜产销量大增。

干法隔膜产销量大增助推业绩大涨, 湿法隔膜指引未来发展方向

公司目前拥有锂电池隔膜年产能8000万平方米, 其中干法隔膜5500万平方米, 湿法隔膜2500万平方米。上半年干法隔膜产量达到5000万平方米 (50%供货给比亚迪), 远超出市场预期, 湿法隔膜产量达1200万平方米 (目前处于客户导入期, 未达产满销); 公司年产6000万平方米湿法隔膜项目预计年底投产, 年产1.05亿平方米的湿法隔膜项目预计2018年投产 (与中航锂电合资), 届时公司将拥有1.9亿平方米湿法隔膜产能, 生产工艺提高→隔膜收率提高→产能提升→单位成本下降, 预计未来公司盈利能力将大幅增长。

PE管材业务保持稳定, BOPA薄膜盈利能力大幅提升

公司PE管材业务保持稳定, 年产能10.5万吨, 预计今年产销量约9.5万吨; 公司拥有2.8万吨BOPA薄膜设计产能 (2015年实际产量3.3万吨), 其中两同步拉伸法0.9万吨/年, 同步拉伸法1.9万吨/年, 随着2015年底BOPA薄膜标杆企业日本尤尼吉可宣布退出中国市场, 关停其在江苏的4500吨产能 (同步拉伸法), 国内同步拉伸法BOPA薄膜供需格局发生变化, 价格一路上涨, 同时原材料端尼龙6价格却在下跌, 在此双重利好作用下, 公司上半年BOPA膜毛利率提升至39%, 贡献约7000万净利润, 我们预计下半年BOPA薄膜高景气度仍将持续, 预计全年将贡献1.4亿净利润。

盈利预期

公司目前是国内少数同时掌握干湿法隔膜生产技术的企业, 也是BOPA 薄膜同步拉伸法龙头之一。我们预计公司16-18年EPS分别为0.87元、0.95元和1.12元, 对应PE为27倍、25倍和21倍, 维持“买入”评级, 目标价31元。

风险提示

隔膜市场竞争激烈、价格下降超出预期; 新能源汽车发展不及预期。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	618/614
流通 A 股市值 (百万元)	14,409
每股净资产 (元)	3.15
资产负债率 (%)	34.94
一年内最高/最低 (元)	28.88/10.81

一年内股价相对走势



李振永 分析师
 执业证书编号: S1110513070001
 电话: 021-68376098
 邮箱: lizhy@sh.tfzq.com

李扬 联系人
 电话:
 邮箱: liyang@sh.tfzq.com

相关报告

1、《沧州明珠 (002108) \化工行业》
 2016.08.24

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	2,089.96	2,175.26	2,719.07	3,126.93	3,658.51
增长率 (%)	5.39%	4.08%	25.00%	15.00%	17.00%
EBITDA (百万元)	321.14	391.14	738.92	789.87	917.99
净利润 (百万元)	167.10	214.63	540.67	586.06	691.87
增长率 (%)	11.88%	28.44%	151.91%	8.39%	18.05%
EPS (元/股)	0.27	0.35	0.87	0.95	1.12
市盈率 (P/E)	86.79	67.57	26.82	24.75	20.96
市净率 (P/B)	9.09	8.09	6.75	5.67	4.85
EV/EBITDA	15.42	28.22	19.79	17.85	15.45

数据来源: 公司公告, 天风证券研究所



报告信息

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	436.03	156.77	217.53	332.84	292.68	营业收入	2,089.96	2,175.26	2,719.07	3,126.93	3,658.51
应收账款	506.27	681.49	746.13	734.34	997.82	营业成本	1,668.90	1,654.39	1,794.59	2,126.31	2,487.79
预付账款	20.76	36.91	34.13	41.91	49.48	营业税金及附加	12.51	10.15	12.38	14.70	17.20
存货	199.22	218.66	231.86	309.88	316.52	营业费用	99.64	109.04	137.50	158.12	185.12
其他	365.59	229.79	513.04	353.56	627.45	管理费用	54.93	74.50	71.46	78.17	91.46
流动资产合计	1,527.87	1,323.61	1,742.69	1,772.53	2,283.94	财务费用	40.89	50.04	18.66	9.41	0.15
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	7.30	6.82	9.42
固定资产	633.29	788.12	832.44	872.77	897.70	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	173.44	139.89	119.93	119.96	101.98	投资净收益	4.61	4.41	5.16	5.16	5.16
无形资产	88.47	80.36	78.12	75.87	73.63	其他	-9.23	-8.82	-10.32	-10.32	-10.32
其他	87.87	95.32	82.74	86.14	85.89	营业利润	218.68	267.41	682.36	738.56	872.54
非流动资产合计	991.24	1,111.87	1,121.42	1,162.92	1,167.38	营业外收入	8.34	10.86	8.64	9.28	9.60
资产总计	2,519.11	2,435.49	2,864.11	2,935.45	3,451.33	营业外支出	0.54	7.27	3.09	3.63	4.67
短期借款	501.22	363.00	410.48	0.00	41.55	利润总额	226.47	271.00	687.91	744.21	877.47
应付账款	194.84	181.24	181.85	266.85	264.43	所得税	57.19	55.61	141.16	152.71	180.06
其他	69.37	65.24	85.52	68.27	103.01	净利润	169.29	215.40	546.75	591.50	697.41
流动负债合计	765.43	609.48	677.85	335.12	408.99	少数股东损益	2.19	0.76	6.08	5.44	5.54
长期借款	93.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	167.10	214.63	540.67	586.06	691.87
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益 (元)	0.27	0.35	0.87	0.95	1.12
其他	33.65	34.16	32.77	33.53	33.49						
非流动负债合计	126.65	34.16	32.77	33.53	33.49	主要财务比率					
负债合计	892.08	643.64	710.62	368.65	442.48		2014	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	30.84	0.00	5.77	11.12	16.54	成长能力					
股本	363.80	618.46	618.46	618.46	618.46	营业收入	5.39%	4.08%	25.00%	15.00%	17.00%
资本公积	632.42	449.73	449.73	449.73	449.73	营业利润	9.97%	22.29%	155.18%	8.24%	18.14%
留存收益	1,232.40	1,173.39	1,529.26	1,937.22	2,373.85	归属于母公司净利润	11.88%	28.44%	151.91%	8.39%	18.05%
其他	-632.42	-449.73	-449.73	-449.73	-449.73	获利能力					
股东权益合计	1,627.03	1,791.84	2,153.49	2,566.80	3,008.85	毛利率	20.15%	23.94%	34.00%	32.00%	32.00%
负债和股东权益总计	2,519.11	2,435.49	2,864.11	2,935.45	3,451.33	净利率	8.00%	9.87%	19.88%	18.74%	18.91%
						ROE	10.47%	11.98%	25.17%	22.93%	23.12%
						ROIC	11.58%	14.76%	29.28%	26.21%	32.21%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	35.41%	26.43%	24.81%	12.56%	12.82%
净利润	169.29	215.40	540.67	586.06	691.87	净负债率	0.95%	-8.38%	5.75%	3.05%	1.01%
折旧摊销	62.76	74.92	37.91	41.91	45.31	流动比率	2.00	2.17	2.57	5.29	5.58
财务费用	36.72	46.06	18.66	9.41	0.15	速动比率	1.74	1.81	2.23	4.36	4.81
投资损失	-4.61	-4.41	-5.16	-5.16	-5.16	营运能力					
营运资金变动	-76.98	-221.41	-330.61	149.47	-516.89	应收账款周转率	3.88	3.66	3.81	4.22	4.22
其它	34.56	21.54	6.08	5.44	5.54	存货周转率	9.61	10.41	12.07	11.54	11.68
经营活动现金流	221.74	132.09	267.54	787.12	220.82	总资产周转率	0.90	0.88	1.03	1.08	1.15
资本支出	158.69	186.38	61.39	79.25	50.04	每股指标 (元)					
长期投资	-35.58	0.01	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.27	0.35	0.87	0.95	1.12
其他	-263.49	-408.52	-116.23	-154.08	-94.88	每股经营现金流	0.36	0.21	0.43	1.27	0.36
投资活动现金流	-140.38	-222.13	-54.84	-74.84	-44.84	每股净资产	2.58	2.90	3.47	4.13	4.84
债权融资	606.22	363.00	414.81	5.44	44.81	估值比率					
股权融资	285.01	21.93	-18.66	-9.41	-0.15	市盈率	86.79	67.57	26.82	24.75	20.96
其他	-773.17	-577.20	-548.10	-593.00	-260.80	市净率	9.09	8.09	6.75	5.67	4.85
筹资活动现金流	118.06	-192.27	-151.95	-596.96	-216.15	EV/EBITDA	15.42	28.22	19.79	17.85	15.45
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	19.08	34.77	20.86	18.85	16.26
现金净增加额	199.42	-282.30	60.76	115.32	-40.16						

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

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：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)