

# 沧州明珠 (002108) \化工

## ——锂电隔膜、BOPA 景气持续，全年业绩靓丽

### 事件：

公司发布2016年三季报，前三季度实现营业收入19.94亿元，同比增长26.31%，实现归母净利润3.87亿元，同比增长149.7%，扣非后净利润3.82亿元，同比增长148.3%，基本每股收益0.63元。公司预计16年全年归母净利润将达到4.83亿元到5.37亿元，同比增长125-150%。

### 投资要点：

#### > 三大业务趋势向好，业绩持续高增长

公司三季度实现收入7.78亿元，归母净利润1.3亿元，同比增长98.5%。公司营收增速较二季度进一步加快，但净利润比二季度有所回落。根据公司的盈利预测，公司四季度盈利中值1.28亿元，与三季度基本持平。

#### > 综合毛利率有所回落

公司综合毛利率31.16%，相比二季度下降3.31个百分点，主要原因为湿法隔膜处于导入期可能，毛利率相对干法隔膜偏低，随着公司产能规模的提升。我们预计毛利率有回升空间。

#### > 锂电隔膜产能继续释放，盈利强劲。

根据动力电池行业发展的要求，公司锂电池隔膜重心已经在湿法隔膜上，新投产产能基本为湿法隔膜。按照公司规划后续1.65亿平米湿法隔膜扩产项目正在分批进行。16年以来新能源汽车受到政策影响，增速明显放缓，动力电池行业产销量增速也明显下降，特别三季度来部分公司报表业绩已有体现。但公司作为行业龙头，目前仍然满产，因此受到行业冲击影响较小。当前锂电隔膜行业产能投资大幅增加，多家上市公司大力布局，从实际情况来看，认证周期仍然比较长，一致性要求是一大门槛，公司超过50%的净利润率是壁垒的充分体现。我们预计锂电隔膜的景气高点仍将持续1-2年。

#### > BOPA隔膜业务盈利能力处于顶峰

根据动力公司BOPA隔膜业务16年以来盈利能力大幅提升。上半年BOPA隔膜的子公司净利润率可达15%-24%之间。我们认为BOPA盈利叠加了低油价和行业内竞争格局的改变两个因素，导致了结构性的紧张。随着油价的温和回升，油价的有利影响将越来越小。同时BOPA隔膜企业的扩产周期在1年左右，预计17年供需将趋于平衡，BOPA的盈利能力也将逐步回归到正常水平。但BOPA隔膜行业格局的改变将使得行业扩产趋于谨慎，也难以再回到14年左右的微利状态。

投资建议：

**推荐  
维持**

当前价格：

23.43 元

目标价格：

元

### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	614/618
流通A股市值（百万元）	13,567
每股净资产（元）	3.15
资产负债率（%）	34.94
一年内最高/最低（元）	28.88/11.81

### 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

➤ **维持“推荐”评级**

公司业绩符合预期，维持此前的盈利预测，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 29 倍、24 和 21 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**

1、锂电隔膜产能过剩风险；2、油价大幅回升；3、汇率大幅贬值。

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）	86.98	67.71	28.99	24.00	20.73
市净率（P/B）	9.11	8.11	6.95	5.92	5.05
EV/EBITDA	27.21	40.30	20.46	17.26	15.19

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1：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	2,089.9	2,175.2	2,578.1	3,063.5	3,462.0
应收账款+票据	840.77	877.91	1,120.3	869.37	1,203.9	营业成本	1,668.9	1,654.3	1,660.8	2,023.7	2,273.8
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	1,469.3	1,260.7	1,542.3	1,393.4	1,776.5	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	1,111.5	公允价值变动收	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	1,095.9	1,179.0	1,351.8	1,580.4	营业外净收益	13.74	7.99	15.00	18.00	20.00
资产总计	2,447.7	2,356.6	2,721.3	2,745.3	3,356.9	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	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	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	1,024.4	1,387.8	1,808.5	毛利率	20.15%	23.94%	35.58%	33.94%	34.32%
股东权益合计	1,627.0	1,791.8	2,093.6	2,459.0	2,882.7	净利率	8.10%	9.90%	19.48%	19.84%	20.34%
负债和股东权益总	2,447.7	2,356.6	2,721.3	2,745.3	3,356.9	ROE	10.47%	11.98%	23.95%	24.66%	24.37%
现金流量表						ROIC	10.55%	12.02%	23.79%	24.59%	28.57%
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力					
净利润	164.42	217.14	490.72	593.45	688.37	资产负债率	33.53%	23.97%	23.07%	10.43%	14.13%
折旧摊销	62.76	74.92	56.93	63.18	73.43	流动比率	2.02	2.23	2.46	4.87	3.75
财务费用	36.72	46.06	17.81	7.02	0.61	速动比率	1.70	1.79	2.06	3.79	3.03
存货减少	35.52	-19.44	0.26	-56.80	-32.64	营运能力					
营运资金变动	-77.17	-197.64	-199.04	278.99	-318.01	应收账款周转率	2.50	2.64	2.38	3.69	3.01
其它	3.79	38.18	10.00	10.00	10.00	存货周转率	8.38	7.57	7.60	7.35	7.39
经营活动现金流	226.04	159.23	376.67	895.84	421.76	总资产周转率	0.85	0.92	0.95	1.12	1.03
资本支出	226.86	227.15	150.00	246.00	312.00	每股指标 (元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.27	0.35	0.81	0.98	1.13
其他	86.49	5.02	11.55	14.22	15.80	每股经营现金流	0.37	0.26	0.61	1.45	0.68
投资活动现金流	-140.38	-222.13	-138.45	-231.78	-296.20	每股净资产	2.58	2.90	3.38	3.97	4.65
债权融资	-109.31	-123.09	13.44	-376.44	161.39	估值比率					
股权融资	326.53	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率	86.98	67.71	28.99	24.00	20.73
其他	-99.16	-69.18	-218.32	-249.29	-281.08	市净率	9.11	8.11	6.95	5.92	5.05
筹资活动现金流	118.06	-192.27	-204.87	-625.73	-119.69	EV/EBITDA	27.21	40.30	20.46	17.26	15.19
现金净增加额	203.83	-253.80	33.35	38.32	5.87	EV/EBIT	33.70	50.57	22.20	18.67	16.44

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/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，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门、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/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。

### 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