



2016-11-24

公司跟踪报告

买入/维持

沧州明珠(002108)

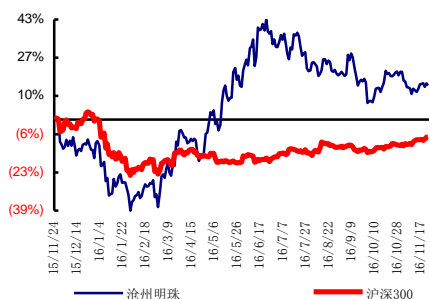
目标价: 29.00

昨收盘: 22.22

化工 塑料 II

增发落地, BOPA 坚挺上涨, 订单排至明年 2 月份, 坚定“买入”

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	642/614
总市值/流通(百万元)	14,513/13,899
12 个月最高/最低(元)	28.22/12.11

相关研究报告:

《湿法隔膜业务持续推进, BOPA 锦上添花》--2016/08/31

《上半年业绩出色, 全年有望再超预期》--2016/07/17

《两膜业绩亮眼, 主营攻守并进》--2016/04/27

证券分析师: 杨林

电话: 010-88321817

E-MAIL: yangl@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190516100002

研究助理: 陈振华

电话: 010-88321630

研究助理: 王亮

电话: 010-88321566

研究助理: 段一帆

电话: 010-88321827

事件: 公司非公开发行最终价格确定为 23.72 元/股。

BOPA 价格坚挺上涨, 截至上周 BOPA 价格分步复合级 33500 元/吨, 分步印刷级 35000 元/吨, 同步法 36000 元/吨。

BOPA 下半年以来坚挺上涨, 价差不断扩大。年初受日本 unitika 退出影响, 价格开启上涨模式, 二季度淡季高位维持后在三季度迎来旺季, 需求推动下 9 月份开始 BOPA 薄膜开启跳涨模式。目前货紧价高的局面仍然维持, 工厂排单已到明年 2 月份, 预计后期仍将维持高价。全年价格涨幅接近 10000 元/吨, 涨幅 35% 以上, 且涨幅主要由四季度贡献, 因此明年 BOPA 板块增长可由上半年的高价来提供, 较为乐观。公司是国内 BOPA 膜龙头, 现有产能 2.85 万吨, 弹性上最大可产 3.2 万吨。相比同行, 公司产品质量优异, 同步法膜相比同行报价都高 1000 元/吨以上。原料面上看, 虽然下半年 PA6 膜级切片价格也有上涨, 但涨幅远没有 BOPA 膜大, 引致价差空间不断扩大, 我们看好明年 BOPA 继续支撑公司业绩增长。

湿法为矛, 干法为盾, 定增落地, 锂电隔膜放量。公司目前有 5000 万平米干法隔膜产能, 2500 万平米湿法产能今年投产, 下半年已基本达产状态。由于后期干法隔膜无扩产计划, 未来干法成为该板块的支撑, 成长性主要靠工艺提升之后产能利用率带来的涨幅, 今年上半年公司干法隔膜实际产能利用率就达到了 200%。湿法隔膜产能未来两年均有产能释放, 今年的一条产线为公司培育团队和新增客户提供了基础, 整体上属于稳扎稳打型, 在核查骗补风暴之后回头看更显理性。从出端看, 客户基础坚实, 销售不会成为问题。

维持“买入”投资评级。根据 Wind 资讯数据显示, 下半年锂电池指数从最高点至今整体回调 10%, 同期公司股价回调 18%, 我们认为属于回调过度, 尤其在 BOPA 三四季度大涨的情况下更显低估。公司三大业务板块均不同程度稳步增长, 即使公认稳定的管材业务上市以来毛利复合年均增长率也达到了 24%, 我们看好公司各业务发展情况, 上调前次公司 2016-2018 年预测归属于母公司股东净利润到 5.31 亿, 6.21 亿和 7.17 亿, EPS 分别为 0.83 元, 0.97 元和 1.12 元。对应 PE 分别为 27 倍、23 倍和 20 倍。当前价格相比增发价已折价 6%, 同时具备安

全边际，维持“买入”评级，目标价 29 元不变。

■ 主要财务指标

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2175.26	2652.00	2911.00	3258.00
净利润(百万元)	214.63	530.96	620.84	716.99
摊薄每股收益(元)	0.335	0.828	0.968	1.118

资料来源：Wind，太平洋证券

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	379.20	95.56	530.40	582.20	651.60	营业收入	2089.96	2175.26	2652.00	2911.00	3258.00
应收和预付款项	861.53	914.82	1240.58	1123.85	1521.74	营业成本	1668.90	1654.39	1690.02	1816.57	2014.97
存货	199.22	218.66	205.11	250.39	254.86	营业税金及附加	12.51	10.15	12.37	13.58	15.20
其他流动资产	29.39	31.67	31.67	31.67	31.67	销售费用	99.64	109.04	119.34	116.44	114.03
流动资产合计	1,469.34	1,260.70	2,007.76	1,988.11	2,459.86	管理费用	54.93	74.50	106.08	133.91	162.90
长期股权投资	8.17	8.18	8.18	8.18	8.18	财务费用	40.89	50.04	13.72	-0.22	-8.49
投资性房地产	20.10	19.10	16.89	14.69	12.49	资产减值损失	-0.97	14.14	0.00	0.00	0.00
固定资产	633.29	788.12	800.25	943.54	983.58	投资收益	4.61	4.41	0.00	0.00	0.00
在建工程	173.49	139.96	301.24	220.00	261.00	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产开发支出	88.47	80.36	71.28	62.19	53.11	营业利润	218.68	267.41	710.47	830.73	959.39
长期待摊费用	4.82	3.74	1.87	0.00	0.00	其他非经营损益	7.80	3.59	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	54.93	60.27	58.40	56.53	56.53	利润总额	226.47	271.00	710.47	830.73	959.39
资产总计	2447.79	2356.69	3264.00	3293.24	3834.76	所得税	57.19	55.61	177.62	207.68	239.85
短期借款	501.22	363.00	418.94	44.16	159.05	净利润	169.29	215.40	532.85	623.04	719.54
应付和预收款项	214.54	201.85	191.17	228.93	232.57	少数股东损益	2.19	0.76	1.89	2.21	2.55
长期借款	93.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归母股东净利润	167.10	214.63	530.96	620.84	716.99
其他负债	12.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
负债合计	820.75	564.85	610.12	273.09	391.62						
股本	363.80	618.46	657.66	657.66	657.66						
资本公积	632.42	449.73	959.33	959.33	959.33						
留存收益	599.97	723.66	1035.01	1399.07	1819.51						
归母公司股东权益	1596.19	1791.84	2652.00	3016.05	3436.49						
少数股东权益	30.84	0.00	1.89	4.10	6.65						
股东权益合计	1627.03	1791.84	2653.89	3020.15	3443.14						
负债和股东权益	2447.79	2356.69	3264.00	3293.24	3834.76						
现金流量表(百万)						预测指标					
经营性现金流	226.04	159.23	364.67	903.14	503.58	毛利率	20.15%	23.94%	36.27%	37.60%	38.15%
投资性现金流	-140.38	-222.13	-301.24	-220.00	-261.00	销售净利率	8.10%	9.90%	20.09%	21.40%	22.09%
融资性现金流	118.06	-192.27	371.41	-631.34	-173.18	销售收入增长率	9.35%	10.74%	9.02%	8.59%	8.24%
现金增加额	203.83	-253.80	434.84	51.80	69.40	EBIT 增长率	12.83%	11.72%	146.40%	14.68%	14.50%
						净利润增长率	11.43%	27.24%	147.38%	16.93%	15.49%
						ROE	10.47%	11.98%	20.02%	20.58%	20.86%
						ROA	10.75%	12.47%	22.19%	25.22%	24.80%
						ROIC	9.99%	10.51%	25.61%	20.50%	23.54%
						EPS (X)	0.260	0.335	0.828	0.968	1.118
						PE (X)	85.31	66.42	26.85	22.96	19.88
						PB (X)	8.93	7.96	5.38	4.73	4.15
						PS (X)	6.82	6.55	5.38	4.90	4.38
						EV/EBITDA (X)	26.62	38.15	17.34	14.60	12.91

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。