

# 沧州明珠 (002108)

证券研究报告

2017年03月13日

## BOPA 景气反转，湿法隔膜快速放量

### 塑料加工行业龙头，技术规模领先

沧州明珠主要产品是聚乙烯压力管道、双向拉伸尼龙 (BOPA) 薄膜和锂电池隔膜三大系列产品，是国内目前最大的塑料管道及 BOPA 薄膜专业生产基地。公司现有 PE 管产能 10 万吨，2.8 万吨 BOPA 薄膜产能，1.25 亿平米锂电池隔膜产能。

### 干法隔膜龙头，湿法隔膜快速放量

锂电隔膜需求快速增长，2011 年中国产量不足 1 亿平，2016 年已经突破 8 亿平，5 年增长 7 倍。随着电动汽车产量快速增长，未来动力电池隔膜需求仍将保持快速增长。公司是干法隔膜龙头，现有产能 1 亿平米，进入比亚迪等大客户供应链，国内份额仅次于星源材质。规模和成本优势明显，隔膜持续降价，公司隔膜盈利能力不降反升，2016 年中期毛利率高达 69%。2016 年 1 季度，公司 2500 万平米湿法隔膜投产，到 2018 年湿法隔膜产能将达到接近 2 亿平米。公司湿法隔膜定位高端，已经进入力神、比亚迪、中航锂电等国内一线大厂的供应链，与中航锂电合资建厂，未来隔膜订单有保障。

### BOPA 景气反转，价格持续上涨

过去 3 年 BOPA 行业景气低迷，产能退出，需求保持 10% 左右增长。2016 年行业景气反转，BOPA 复合膜价格 2 万元/吨至 4.5 万元/吨，吨净利接近 1 万元。BOPA 薄膜设备依赖进口，投资周期 2 年以上，今年行业没有新增产能，价格仍将高位运行。我们测算，BOPA 价格每涨 1000 元，EPS 增厚 0.04 元。

### 燃气管需求稳定增长

公司是国内燃气管龙头企业，国内市场份额第一，超过 30%。行业需求保持 10% 增长，盈利稳定，公司毛利率长年维持在 20-25%。公司现有产能 2.8 万吨，实际产量超过 3.2 万吨。北方地区为治理雾霾大力推动煤改气工程，公司燃气管需求有望超预期。

### 维持“买入”评级，上调盈利预测

预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.76/1.07/1.23 元，维持买入评级，上调目标价至 32.7 元。

**风险提示：**产能投产进度低于预期；隔膜和 BOPA 降价；电动汽车产业政策风险。

### 投资评级

行业	化工/塑料
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	22.63 元
目标价格	32.7 元
上次目标价	31 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	641.59
流通 A 股股本(百万股)	614.44
A 股总市值(百万元)	14,519.29
流通 A 股市值(百万元)	13,904.74
每股净资产(元)	3.36
资产负债率(%)	35.05
一年内最高/最低(元)	28.88/16.05

### 作者

冶小梅	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100001	
yexiaomei@tfzq.com	
赵宗原	联系人
zhaozongyuan@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《沧州明珠-公司点评:BOPA 薄膜盈利超预期，湿法隔膜指引未来发展方向》 2016-09-04

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	2,664.65	3,435.19	3,987.47
增长率(%)	5.39	4.08	22.50	28.92	16.08
EBITDA(百万元)	321.14	391.14	669.66	933.51	1,092.44
净利润(百万元)	167.10	214.63	486.51	688.09	792.02
增长率(%)	11.88	28.44	126.67	41.43	15.10
EPS(元/股)	0.26	0.33	0.76	1.07	1.23
市盈率(P/E)	86.89	67.65	29.84	21.10	18.33
市净率(P/B)	9.10	8.10	6.74	5.51	4.55
市销率(P/S)	6.95	6.67	5.45	4.23	3.64
EV/EBITDA	15.42	28.22	21.93	15.82	13.35

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	436.03	156.77	186.53	240.46	279.12	营业收入	2,089.96	2,175.26	2,664.65	3,435.19	3,987.47
应收账款	506.27	681.49	798.87	1,109.57	1,105.69	营业成本	1,668.90	1,654.39	1,801.11	2,238.06	2,592.48
预付账款	20.76	36.91	33.14	53.90	46.92	营业税金及附加	12.51	10.15	15.99	20.61	23.92
存货	199.22	218.66	231.62	327.89	320.23	营业费用	99.64	109.04	123.91	161.45	187.41
其他	365.59	229.79	417.78	396.49	546.54	管理费用	54.93	74.50	98.59	130.54	151.52
<b>流动资产合计</b>	<b>1,527.87</b>	<b>1,323.61</b>	<b>1,667.93</b>	<b>2,128.31</b>	<b>2,298.50</b>	财务费用	40.89	50.04	21.41	24.41	23.97
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	0.00	0.00	0.00
固定资产	633.29	788.12	847.64	979.89	1,149.77	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	143.93	266.36	339.82	投资净收益	4.61	4.41	4.50	0.00	0.00
无形资产	88.47	80.36	126.72	123.08	119.44	其他	(9.23)	(8.82)	(9.00)	0.00	0.00
其他	87.87	95.32	82.74	86.14	85.89	<b>营业利润</b>	<b>218.68</b>	<b>267.41</b>	<b>608.14</b>	<b>860.12</b>	<b>1,008.17</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>991.24</b>	<b>1,111.87</b>	<b>1,209.22</b>	<b>1,463.65</b>	<b>1,703.11</b>	营业外收入	8.34	10.86	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>2,519.11</b>	<b>2,435.49</b>	<b>2,877.15</b>	<b>3,591.96</b>	<b>4,001.61</b>	营业外支出	0.54	7.27	0.00	0.00	0.00
短期借款	501.22	363.00	433.18	575.48	420.32	<b>利润总额</b>	<b>226.47</b>	<b>271.00</b>	<b>608.14</b>	<b>860.12</b>	<b>1,008.17</b>
应付账款	194.84	181.24	188.99	271.05	261.85	所得税	57.19	55.61	121.63	172.02	201.63
其他	69.37	65.24	66.70	74.73	79.86	<b>净利润</b>	<b>169.29</b>	<b>215.40</b>	<b>486.51</b>	<b>688.09</b>	<b>806.53</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>765.43</b>	<b>609.48</b>	<b>688.87</b>	<b>921.27</b>	<b>762.03</b>	少数股东损益	2.19	0.76	0.00	0.00	14.52
长期借款	93.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>167.10</b>	<b>214.63</b>	<b>486.51</b>	<b>688.09</b>	<b>792.02</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.26	0.33	0.76	1.07	1.23
其他	33.65	34.16	32.77	33.53	33.49						
<b>非流动负债合计</b>	<b>126.65</b>	<b>34.16</b>	<b>32.77</b>	<b>33.53</b>	<b>33.49</b>						
<b>负债合计</b>	<b>892.08</b>	<b>643.64</b>	<b>721.65</b>	<b>954.80</b>	<b>795.51</b>						
少数股东权益	30.84	0.00	0.00	0.00	14.52	<b>主要财务比率</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
股本	363.80	618.46	641.56	641.56	641.56	<b>成长能力</b>					
资本公积	632.42	449.73	449.73	449.73	449.73	营业收入	5.39%	4.08%	22.50%	28.92%	16.08%
留存收益	1,232.40	1,173.39	1,513.94	1,995.61	2,550.02	营业利润	9.97%	22.29%	127.42%	41.43%	17.21%
其他	(632.42)	(449.73)	(449.73)	(449.73)	(449.73)	归属于母公司净利润	11.88%	28.44%	126.67%	41.43%	15.10%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,627.03</b>	<b>1,791.84</b>	<b>2,155.50</b>	<b>2,637.17</b>	<b>3,206.09</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,519.11</b>	<b>2,435.49</b>	<b>2,877.15</b>	<b>3,591.96</b>	<b>4,001.61</b>	毛利率	20.15%	23.94%	32.41%	34.85%	34.98%
						净利率	8.00%	9.87%	18.26%	20.03%	19.86%
						ROE	10.47%	11.98%	22.57%	26.09%	24.82%
						ROIC	11.58%	14.76%	26.47%	30.51%	28.61%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	35.41%	26.43%	25.08%	26.58%	19.88%
						净负债率	0.95%	-8.38%	5.75%	3.87%	4.33%
						流动比率	2.00	2.17	2.42	2.31	3.02
						速动比率	1.74	1.81	2.09	1.95	2.60
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	3.88	3.66	3.60	3.60	3.60
						存货周转率	9.61	10.41	11.84	12.28	12.30
						总资产周转率	0.90	0.88	1.00	1.06	1.05
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.26	0.33	0.76	1.07	1.23
						每股经营现金流	0.35	0.21	0.39	0.69	1.18
						每股净资产	2.49	2.79	3.36	4.11	4.97
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	86.89	67.65	29.84	21.10	18.33
						市净率	9.10	8.10	6.74	5.51	4.55
						EV/EBITDA	15.42	28.22	21.93	15.82	13.35
						EV/EBIT	19.08	34.77	23.32	16.70	14.13

资料来源:公司公告, 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。

### 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，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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com