

沧州明珠（002108）点评报告

2017 年 3 月 28 日

隔膜与 BOPA 膜双轮驱动，助力公司业绩增长 买入（维持）

首席证券分析师曾朵红

S0600516080001

zengdh@dwzq.com.cn

021-60199789

投资要点

■ 2016 年公司营收 27.65 亿元，同比增长 27.1%，归母净利润 4.87 亿元，同比增长 127.1%，符合市场预期。2016 年营收 27.65 亿元，同比增长 27.1%；营业利润 6.15 亿元，同比上升 129.9%；归母净利润 4.87 亿元，同比上升 127.1%，基本每股收益 0.79 元。公司业绩高增长主要受益于 BOPA 膜价格上涨带来盈利能力提升以及隔膜出货量的增长。第四季度公司实现营收 7.7 亿，同比增长 29.2%；第四季度毛利率为 30.7%，净利率为 12.9%；净利润 1 亿，同比增长 68.1%，四季度业绩略低于预期，一是隔膜销量减少，公司整体毛利率略微降低，二是公司销售费用及财务费用略有增长。2016 年利润方案方面，公司拟以 6.42 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.6 元（含税），并以资本公积金向全体股东每 10 股转增 7 股。

■ 2016 年隔膜业务营收 119.34% 增长，占比提升至 13.65%；BOPA 膜毛利率大幅提升。2016 年公司实现隔膜销量 1.1 亿平（预计干法 0.9 亿平，湿法 0.2 亿平），同比增长 141.3%，营收 3.77 亿，同比增长 119.34%，产品综合毛利率 63.61%，较 15 年下降 4.4%，主要是湿法隔膜投产时间较短，毛利率较低所致。2016 年隔膜科技、锂电隔膜、德州东鸿三家公司共实现净利润 1.82 亿。BOPA 膜方面，2016 年出货量 3.32 万吨，同比增长 2.03% 基本持平，但由于产品均价上涨 27%，达到 2.36 万/吨（不含税），毛利率水平提升 27.85% 至 40.2%，盈利能力大幅提升，预计该项业务 2016 年净利润达到 2 亿。PE 管道方面，公司销量达到 11.33 万吨，同比增长 21.97%，均价略有下降（-4%），营业收入达到 15.39 亿，同比增长 17.33%，毛利率为 22.79%，略微下降 0.79%。预计公司 PE 管材 2016 年实现净利润 1.3 亿左右。

■ 公司毛利率 32.9%，提升 8.91%，净利率 23.9%，提升 7.7%，受益于隔膜业务占比提升及 BOPA 膜涨价。基于良好的成本控制，公司费用规模维持较低水平。2016 年管理费用 0.94 亿，同比增长 25.7%，管理费用率为 3.4%，减少 0.5%，基本稳定。销售费用为 1.23 亿，同比增长 13%，销售费用率为 4.5%，与 2015 年持平。2016 年公司财务费用为 0.46 亿，同比下降 7.2%。2016 年公司营业外收入为 0.16 亿，同比增长 117%，主要来自政府补贴增加。

股价表现



市场数据

收盘价（元）	23.52
一年最低价/最高价	20.26/23.52
市净率（倍）	5.41
流通 A 股市值（百万元）	14451.60

基础数据

每股净资产（元）	4.23
资产负债率（%）	23.66
总股本（百万股）	641.59
流通 A 股（百万股）	614.44

相关研究

1. 《同比增长 1.5 倍符合预期，湿法隔膜开启成长之路》2016-10-23
2. 《隔膜、BOPA 驱动增长，全年有望翻番》2016-08-22

- **公司经营活动净现金流为 1.73 亿，同比增长 31%，流动性充足。**报告期末公司存货 2.9 亿，较年初增长 33%，增速略高于营收增长，其中原材料 1.86 亿，较年初增长 53.7%，公司存货周转天数为 57 天。报告期末公司应收账款为 7.28 亿，同比增长 16%，应收票据 4.12 亿，同比增长 110%，应收账款周转天数为 103 天，较 2015 年略有下降。预收账款 0.2 亿，同比增长 8%。**现金流方面**，公司经营活动净现金流为 1.73 亿，同比增长 31%；由于公司隔膜产能建设，资本性支出增加，公司投资活动净现金流为-3.58 亿；2016 年公司定增募资 5.93 亿，故筹资活动净现金流 6.35 亿，报告期末公司账面现金为 6.2 亿，是营业收入的 22.4%。
- **公司湿法隔膜市场拓展顺利，产能逐步爬坡。**2016 年公司隔膜出货量达到 1.1 亿平，预计干法 0.9 亿平，湿法 0.2 亿平。预计二季度公司 6000 万平湿法隔膜产能投产，另有 1.05 亿平湿法隔膜下半年将逐步投产。预计 2017 年公司干法隔膜出货量 1 亿平，湿法隔膜 0.7 亿平。价格方面，由于新能源汽车补贴下调幅度较大，隔膜降价压力较大，公司目前价格维持稳定，预计今年价格将调整至干法隔膜价格 3.5 元/平，湿法隔膜 4 元/平，降价幅度或超过 10%。公司湿法隔膜市场拓展顺利，客户包括比亚迪、中航锂电、沃特玛、妙盛等电池厂商。
- **BOPA 价格有支撑，高盈利水平将维持。**BOPA 膜 2016 年均价 2.36 万/吨（不含税），同比增长 27%，且成本下降 11%，因此公司 BOPA 膜毛利率水平从 14%提升至 40.2%，预计净利润 2 亿左右。目前 BOPA 膜价格依然小幅上涨，行业全年新增产能有限，价格将高位企稳，公司该项业务有望稳步增长。
- **投资建议：**我们预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润为 5.72 亿、6.42 亿、7.09 亿元，EPS 为 0.86/0.97/1.07 元，同比增长 17/12/10%。考虑公司湿法隔膜产能逐步释放，未来增长潜力较大，我们给以目标价 30 元，对应 2017 年 35 倍 PE，维持买入评级。
- **风险提示：**新能源汽车政策支持不达预期，新能源汽车产销不达预期，公司隔膜出货量不达预期，隔膜价格下滑幅度超预期，BOPA 膜价格下滑超预期。

附盈利预测表

资产负债表 (百万元)

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,163	2,640	2,864	3,399
现金	620	917	950	1,264
应收账款	728	798	908	1,015
其他应收款	25	25	25	25
预付账款	57	63	72	81
存货	291	318	366	411
其他	441	519	543	603
非流动资产	1,468	1,675	1,965	1,992
长期投资	6	6	6	6
固定资产	866	1,030	1,179	1,215
无形资产	121	118	214	208
其他	476	522	567	563
资产总计	3,631	4,315	4,829	5,391
流动负债	610	327	372	414
短期借款	309	0	0	0
应付账款	178	194	223	251
其他	124	133	148	163
非流动负债	249	249	249	249
长期借款	176	176	176	176
其他	73	73	73	73
负债合计	859	576	620	663
少数股东权益	58	60	61	62
股本	642	665	665	665
资本公积	960	1,486	1,486	1,486
留存收益	1,112	1,529	1,998	2,515
归属母公司股东权益	2,714	3,680	4,149	4,666
负债和股东权益	3,631	4,315	4,830	5,391

现金流量表 (百万元)

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	173	522	610	658
净利润	487	573	643	710
折旧摊销	106	93	110	124
财务费用	45	17	9	8
投资损失	-5	-5	-5	-5
营运资金变动	-468	-160	-155	-187
其他经营现金流	10	5	8	8
投资活动现金流	-358	-295	-395	-145
资本支出	364	300	400	150
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	7	5	5	5
筹资活动现金流	635	69	-182	-200
短期借款	0	-309	0	0
长期借款	176	0	0	0
普通股增加	593	549	0	0
资本公积金增长	511	526	0	0
其他筹资现金流	-133	-171	-182	-200
现金净增加额	450	297	33	314

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

利润表 (百万元)

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,765	3,029	3,449	3,854
营业成本	1,856	2,024	2,330	2,619
营业税金及附加	26	28	32	36
销售费用	123	135	154	172
管理费用	94	104	119	133
财务费用	46	17	9	8
资产减值损失	10	5	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	5	5	5
营业利润	615	721	802	884
营业外收入	8	10	17	20
营业外支出	9	9	9	9
利润总额	613	721	810	894
所得税	126	149	167	184
净利润	487	573	643	710
少数股东损益	-1	1	1	1
归属母公司净利润	487	572	642	709
EBITDA	767	830	921	1,016
EPS (元)	0.76	0.86	0.97	1.07

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	27.1%	9.6%	13.9%	11.8%
营业利润	129.9%	17.3%	11.3%	10.2%
归属于母公司净利润	127.0%	17.3%	12.3%	10.4%
获利能力				
毛利率(%)	32.9%	33.2%	32.4%	32.1%
净利率(%)	17.6%	18.9%	18.6%	18.4%
ROE(%)	18.0%	15.5%	15.5%	15.2%
ROIC(%)	18.4%	18.0%	17.2%	17.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	23.7%	13.3%	12.8%	12.3%
净负债比率	56.4%	30.5%	28.3%	26.5%
流动比率	3.54	8.08	7.71	8.21
速动比率	3.07	7.10	6.72	7.21
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.70	0.70	0.71
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	10.43	10.43	10.43	10.43
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.86	0.97	1.07
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.79	0.92	0.99
每股净资产(最新摊薄)	4.23	5.54	6.24	7.02
估值比率				
P/E	30.97	27.35	24.36	22.06
P/B	5.56	4.10	3.64	3.23
EV/EBITDA	20	19	17	15

附录

图表 1：沧州明珠 2016 年单季度业绩情况

	一季度	二季度	三季度	四季度	2016 年
营业收入(亿)	4.90	7.26	7.78	7.70	27.65
同比	22.31%	26.88%	28.43%	29.19%	27.10%
毛利率	36.63%	34.47%	31.16%	30.66%	32.86%
归母净利润(亿)	1.04	1.53	1.30	1.00	4.87
同比	231.00%	161.06%	100.37%	68.07%	127.05%
净利率	21.14%	21.10%	16.76%	12.90%	17.60%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 2：沧州明珠 2016 年分行业营收情况

	营业收入 (亿)	营收同比	毛利率	毛利率 同比	销量(万吨)	销量同比
PE 管道	15.39	17.33%	22.79%	-0.79%	11.33	21.97%
BOPA 膜	7.85	29.53%	40.16%	25.76%	3.32	2.03%
锂电隔膜	3.77	119.34%	63.61%	-4.42%	0.14 (1.1 亿平)	141.29%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 3：沧州明珠 2016 年费用率情况

项目	规模(亿元)	规模同比(%)	费用率	费用率同比
管理费用	0.94	25.70%	3.40%	-0.50%
销售费用	1.23	13%	4.50%	0.00%
财务费用	0.46	-7.20%	1.70%	-0.60%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

