



## 沧州明珠 (002108)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-03-29

### 股价走势:



研究员: 宫模恒

0551-65161836

gongmoheng@163.com

S0010512060001

联系人: 蒋园园

0551-65161836

jiangyy\_1987@163.com

联系人: 李超齐

0551-65161591

lichaoqi.2008@163.com

## 业绩符合预期, 看好湿法隔膜

**事件:** 公司发布 2016 年年报, 报告期内公司实现营业总收入 276,481.75 万元, 较上年增长 27.10%; 实现归属于母公司所有者的净利润 48,731.95 万元, 分别较上年提高 127.05%。此外公司向全体股东每 10 股派发现金红利 1.60 元 (含税), 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 7 股。

### □ 隔膜产品需求旺盛, 大幅拉升公司业绩

2016 年我国新能源汽车发展迅速, 动力锂电池需求快速增长。公司作为少数同时拥有干法和湿法隔膜生产能力的企业, 下游需求旺盛, 业绩得到大幅提升。2016 年公司锂电隔膜销量达到 1436 吨, 实现营业收入 3.77 亿元, 同比增长 119.34%, 毛利率 63.61%。销量大幅增长主要得益于干法隔膜技改后产能实现较大提升, 以及 2500 万平方米湿法隔膜项目的部分产能释放。目前国内一线电池生产企业大多都是公司客户, 随着公司产能的逐步释放, 业绩有望继续维持高增长, 2017 年公司干法隔膜、湿法隔膜产销量的经营目标分别为 1 亿平方米和 5940 万平方米。

### □ 补贴新政利好湿法隔膜, 公司产能快速扩张

2016 年 12 月 30 日, 四部委发布了“关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知”, 通知明确将调整完善推广应用补贴政策, 在新的补贴政策中, 电池能量密度成为补贴的重要指标, 三元电池凭借其高能量密度的特点未来将成为主流, 而湿法隔膜涂覆技术可解决三元电池的安全问题。目前公司已有 2500 万平米湿法隔膜产能投产, 新增的 6000 万平米将于近期投产, 此外 16 年定增的 1.05 亿隔膜项目将于 2018 年投产, 其中 80% 以上的产品将直接供应给合作伙伴中航锂电。伴随着产能的快速释放, 未来公司的市场份额有望大大提升, 进一步提高公司在隔膜材料领域的龙头地位。

### □ PE 管道和 BOPA 薄膜价格上涨

公司是我国最大的 BOPA 薄膜制造企业, 是国内第一家通过自主研发全面掌握 BOPA 薄膜同步双向拉伸工艺的企业。2016 年日本 BOPA 龙头尤尼吉退出国内市场, 以及下游市场需求回暖, 导致 BOPA 薄膜供货紧缺, 产品价格持续提升, 2016 年全年公司 BOPA 薄膜生产 3.35 万吨, 销售 3.32 万吨, 实现营业收入 7.85 亿元, 同比增长 29.53%, 毛利率 40.16%, 增长 25.76%。随着我国城市化进程加快, 塑料管材的需求量不断增加, 2016 年公司 PE 管道产量 11.5 万吨, 销量 11.3 万吨, 实现营业收入 15.23 亿元, 同比增长 17.33%。随着 BOPA 薄膜和 PE 管道供需关系改善以及下游市场的回暖, 公司这两块业务有望在 2017 年继续维持较高的盈利水平。

### □ 盈利预测与估值

我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.93 元、1.04 元、1.13 元, 对应

的 PE 分别为 25.39 倍、22.69 倍、20.76 倍，维持“买入”评级。

**盈利预测：**

单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2765	3124	3468	3849
收入同比(%)	27%	13%	11%	11%
归属母公司净利润	487	616	689	753
净利润同比(%)	127%	26%	12%	9%
毛利率(%)	32.9%	34.0%	33.0%	32.0%
ROE(%)	17.6%	18.1%	16.8%	15.5%
每股收益(元)	0.76	0.93	1.04	1.13
P/E	30.97	25.39	22.69	20.76
P/B	5.56	4.50	3.73	3.15
EV/EBITDA	17	18	16	14

资料来源：wind、华安证券研究所

**附录：财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2,163	2,805	3,555	4,374	<b>营业收入</b>	2,765	3,124	3,468	3,849
现金	620	1,116	1,637	2,202	营业成本	1,856	2,062	2,324	2,618
应收账款	753	862	996	1,072	营业税金及附加	26	14	16	17
其他应收款	25	37	53	47	销售费用	123	141	139	135
预付账款	57	66	86	106	管理费用	94	109	104	115
存货	291	281	329	379	财务费用	46	19	17	15
其他流动资产	415	442	454	567	资产减值损失	10	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1,468	1,487	1,466	1,455	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	6	7	7	7	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	866	811	756	701	<b>营业利润</b>	615	780	869	949
无形资产	121	113	106	99	营业外收入	8	0	0	0
其他非流动资产	476	556	597	648	营业外支出	9	6	6	6
<b>资产总计</b>	3,631	4,292	5,021	5,829	<b>利润总额</b>	613	774	863	943
<b>流动负债</b>	610	617	643	679	所得税	126	155	173	189
短期借款	309	308	307	305	<b>净利润</b>	487	619	691	755
应付账款	178	203	225	254	少数股东损益	(1)	3	2	1
其他流动负债	124	106	112	120	<b>归属母公司净利润</b>	487	616	689	753
<b>非流动负债</b>	249	261	273	290	EBITDA	766	861	948	1,026
长期借款	176	176	176	176	EPS (元)	0.76	0.93	1.04	1.13
其他非流动负	73	85	97	115					
<b>负债合计</b>	859	878	916	969					
少数股东权益	58	62	63	65					
股本	642	665	665	665					
资本公积	960	960	960	960					
留存收益	1,112	1,728	2,417	3,170					
归属母公司股东权	2,714	3,353	4,042	4,795					
<b>负债和股东权益</b>	3,631	4,292	5,021	5,829					

  

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	173	525	541	581
净利润	487	616	689	753
折旧摊销	106	63	62	62
财务费用	45	19	17	15
投资损失	(5)	0	0	0
营运资金变动	(521)	(175)	(229)	(250)
其他经营现金	63	3	2	1
<b>投资活动现金流</b>	(358)	33	0	0
资本支出	0	0	0	0
长期投资	3	(2)	0	0
其他投资现金	(360)	34	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	635	8	(21)	(17)
短期借款	(54)	(1)	(1)	(2)
长期借款	176	0	0	0
普通股增加	23	23	0	0
资本公积增加	511	0	0	0
其他筹资现金	(20)	(15)	(20)	(14)
<b>现金净增加额</b>	450	565	520	565

  

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入	27.10%	13.00%	11.00%	11.00%
营业利润	129.86%	26.82%	11.50%	9.23%
归属于母公司净利润	127.05%	26.35%	11.88%	9.33%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	32.86%	34.00%	33.00%	32.00%
净利率(%)	17.63%	19.71%	19.87%	19.57%
ROE(%)	17.55%	18.12%	16.82%	15.53%
ROIC(%)	27.78%	25.70%	21.82%	22.41%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	23.66%	20.45%	18.24%	16.63%
净负债比率(%)	-12.25%	-5.60%	-4.65%	-3.93%
流动比率	3.54	4.55	5.53	6.44
速动比率	3.07	4.09	5.02	5.88
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.91	0.79	0.74	0.71
应收账款周转率	4.08	4.02	3.92	3.91
应付账款周转率	16.44	16.40	16.23	16.09
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.93	1.04	1.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.82	0.84	0.91
每股净资产(最新摊薄)	4.23	5.23	6.30	7.47
<b>估值比率</b>				
P/E	31.0	25.4	22.7	20.8
P/B	5.6	4.5	3.7	3.1
EV/EBITDA	16.75	18.01	15.83	14.10

资料来源：华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。