



东兴证券
DONGXING SECURITIES

湿法隔膜持续释放，BOPA膜盈利提升

——沧州明珠（002108）财报点评

2017 年 03 月 28 日

强烈推荐/维持

沧州明珠

财报点评

刘宇卓	分析师	执业证书编号：S1480516110002	
	liuyuzhuo@dxzq.net.cn	010-66554030	
杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	

事件：

沧州明珠发布 2016 年年报：实现营业收入 27.65 亿元，YoY+27.1%，归属净利润 4.87 亿元，YoY+127.1%，EPS 0.76 元，符合预期。其中，第四季度单季实现营业收入 7.70 亿元，YoY+29.2%，归属净利润 1.00 亿元，YoY+68.1%，主要由于湿法隔膜产能同比增加所致。公司每 10 股派息 1.6 元并转增 7 股。

公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入（百万元）	571.81	606.12	596.36	490.42	725.53	778.43	770.44
增长率（%）	-4.08%	2.98%	11.29%	22.31%	26.88%	28.43%	29.19%
毛利率（%）	23.86%	23.99%	25.74%	36.63%	34.47%	31.16%	30.66%
期间费用率（%）	8.87%	9.51%	14.12%	10.09%	7.53%	9.08%	11.50%
营业利润率（%）	13.33%	13.86%	10.71%	25.95%	25.37%	21.33%	17.82%
净利润（百万元）	58.87	65.70	59.04	103.65	153.11	130.44	99.38
增长率（%）	11.53%	40.69%	24.88%	226.14%	160.09%	98.53%	68.32%
每股盈利（季度，元）	0.09	0.11	0.10	0.17	0.25	0.21	0.16
资产负债率（%）	35.22%	35.45%	26.43%	31.02%	34.94%	35.05%	23.66%
净资产收益率（%）	3.46%	3.75%	3.30%	5.47%	7.85%	6.27%	3.58%
总资产收益率（%）	2.24%	2.42%	2.42%	3.77%	5.11%	4.07%	2.74%

观点：

锂电池隔膜产能持续扩张，产品结构不断优化。公司干法隔膜总产能 5000 万平米，工艺水平和产能利用率进一步提高，产销量大幅增长。公司湿法隔膜取得突破，2500 万平米湿法隔膜项目于 2016 年 1 月投产，目前已导入 6、7 家客户，产品良率和涂覆比例不断提升。在建的 6000 万平米湿法隔膜项目预计 2017 年 2 季度投产；1.05 亿平米湿法隔膜项目第一条线预计上半年试生产，全部产能预计 2018 年 1 季度投产。届时公司湿法隔膜总产能将达到 1.9 亿平米。

BOPA 薄膜供不应求，价格大幅上涨带动毛利率提升 26ppt 至 40.16%。由于需求良好、竞争对手产能退出，

2016 年 BOPA 薄膜产品价格从年初的 2.45 万元/吨上涨 63%至年末的 4 万元/吨, 至今继续上涨 3%至 4.1 万元/吨。原料 PA6 价格在 2016 年下半年由 1.07 万元/吨上涨 76%至年末的 1.88 万元/吨, 在 2017 年 2 月末攀升 13%至 2.13 万元/吨, 3 月大幅回落 27%至 1.55 万元/吨, 使得 BOPA 产品价差扩大。预计 BOPA 薄膜产品短期内仍有望保持较高盈利水平。同时公司紧抓市场机遇与需求, 及时调整销售策略, 重点开发高端客户。

燃气管道产品销量同比提升 22%。受京津冀地区因雾霾严重进行“煤改气”改造工程的影响, 公司燃气管道产品出现供不应求的局面。我们预计该业务未来将保持平稳增长。

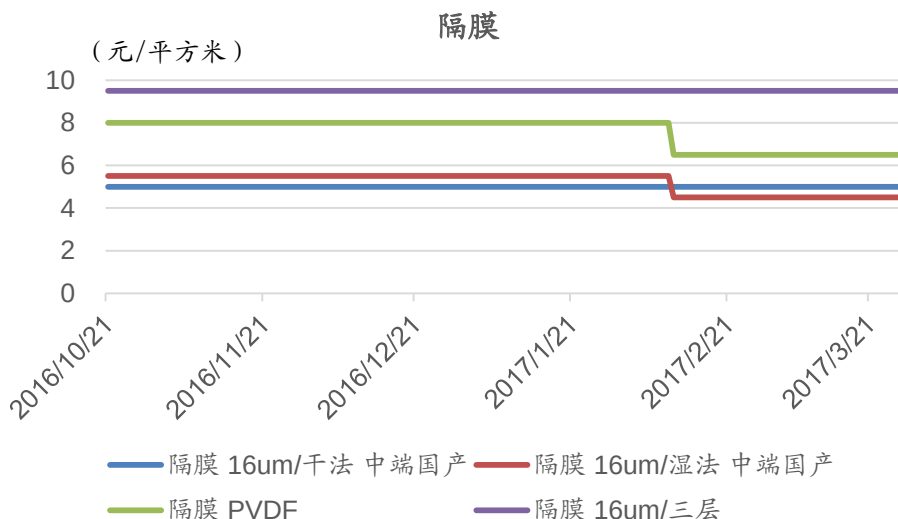
结论:

我们预计2017~2019年净利润分别为5.79亿元、6.69亿元、6.97亿元, EPS分别为0.90元、1.04元、1.09元。目前股价对应P/E分别为26倍、23倍、22倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

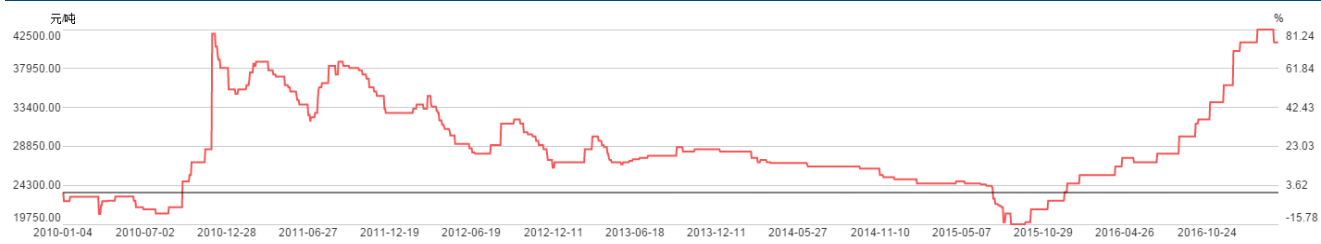
新能源汽车推广不及预期; 锂电池隔膜产品价格下滑; 新建产能投放进度不及预期。

图 1: 锂电池隔膜产品价格



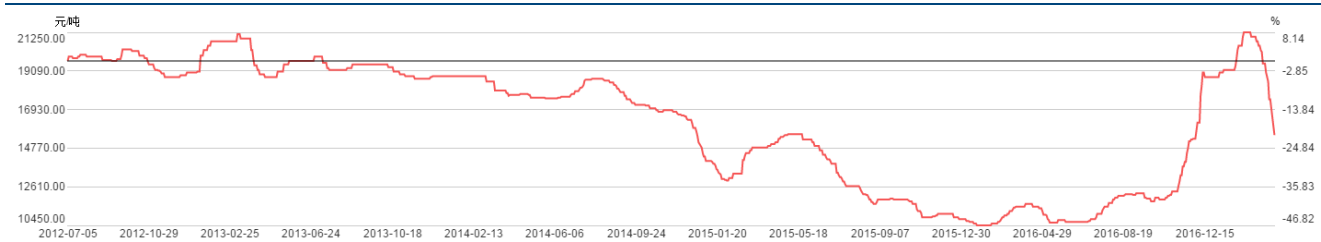
资料来源: 中国化学与物理电源行业协会, 东兴证券研究所

图 2: BOPA 产品价格



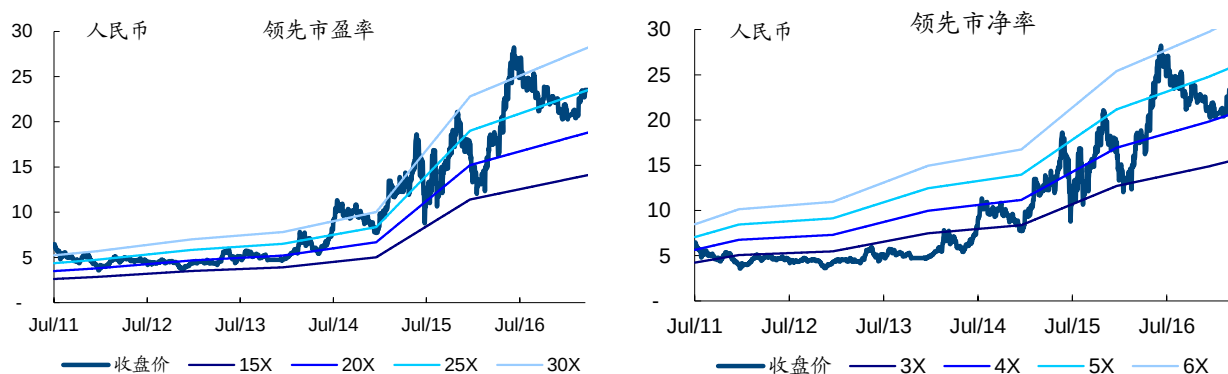
资料来源: 卓创资讯, 东兴证券研究所

图 3: PA6 产品价格



资料来源: 卓创资讯, 东兴证券研究所

图 4: P/E 和 P/B 区间



资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1324	2163	2470	3039	3662	营业收入	2175	2765	3061	3467	3617
货币资金	157	620	769	1118	1659	营业成本	1665	1882	2064	2326	2429
应收账款	628	728	806	913	952	营业税金及附加	10	26	29	33	34
其他应收款	54	25	63	71	74	营业费用	109	123	136	155	161
预付款项	37	57	28	32	33	管理费用	75	94	104	117	122
存货	219	291	319	360	376	财务费用	50	46	20	20	18
其他流动资产	230	441	485	545	568	资产减值损失	14	10	0	0	0
非流动资产合计	1112	1468	1665	1690	1646	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	8	6	6	6	6	投资净收益	4	5	0	0	0
固定资产	788	866	1026	1143	1173	营业利润	267	615	737	850	886
无形资产	80	121	118	115	112	营业外收入	11	8	0	0	0
其他非流动资产	235	476	515	426	355	营业外支出	7	9	9	9	9
资产总计	2435	3631	4135	4729	5307	利润总额	271	613	727	840	876
流动负债合计	609	610	640	681	698	所得税	56	126	150	173	180
短期借款	363	309	309	309	309	净利润	215	487	578	667	696
应付账款	158	178	195	220	230	少数股东损益	-1	1	1	1	1
预收款项	18	20	22	25	26	归属母公司净利润	215	487	579	669	697
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	320	660	749	861	896
非流动负债合计	34	249	249	249	249	BPS (元)	0.33	0.76	0.90	1.04	1.09
长期借款	0	176	176	176	176	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	644	859	888	930	947	成长能力					
少数股东权益	0	58	57	56	54	营业收入增长	4.08%	27.10%	10.72%	13.26%	4.31%
实收资本(或股本)	618	642	642	642	642	营业利润增长	22.29%	129.86	19.86%	15.33%	4.26%
资本公积	450	450	450	450	450	归属于母公司净利润	28.44%	127.05	18.81%	15.48%	4.29%
未分配利润	724	1623	2099	2652	3215	获利能力					
归属母公司股东权	1792	2714	3190	3743	4307	毛利率(%)	23.48%	31.92%	32.58%	32.92%	32.84%
负债和所有者权	2435	3631	4135	4729	5307	净利率(%)	9.90%	17.60%	18.87%	19.24%	19.24%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	8.81%	13.42%	14.00%	14.14%	13.14%
						ROE(%)	12.02%	17.93%	18.10%	17.82%	16.16%
经营活动现金流	132	173	591	655	813	偿债能力					
净利润	215	487	579	669	697	资产负债率(%)	26%	24%	21%	20%	18%
折旧摊销	74	104	123	145	164	流动比率	2.17	3.54	3.86	4.46	5.25
财务费用	50	46	20	20	18	速动比率	1.81	3.07	3.36	3.93	4.71
应收账款减少	73	381	159	220	82	营运能力					
预收帐款增加	-6	55	29	42	16	总资产周转率	2.07	2.14	1.95	2.07	2.17
投资活动现金流	-222	-358	-320	-170	-120	应收账款周转率	3.85	4.08	3.99	4.03	3.88
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	12.94	14.82	14.75	15.42	15.67
长期股权投资减少	-227	-414	-320	-170	-120	每股指标(元)					
投资收益	4	5	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.76	0.90	1.04	1.09
筹资活动现金流	-192	635	-123	-135	-152	每股净现金流(最新)	-0.44	0.70	0.23	0.54	0.84
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.79	4.23	4.97	5.83	6.71
长期借款增加	-243	121	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	593	0	0	0	P/E	70.31	30.97	26.06	22.57	21.64
资本公积增加	-183	0	0	0	0	P/B	8.42	5.56	4.73	4.03	3.50
现金净增加额	-281	452	148	349	541	EV/EBITDA	37.45	19.56	16.98	14.36	13.12

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士，CFA 持证人，2013 年起就职于中金公司，2016 年加入东兴证券。

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。