

## 锂电隔膜放量，BOPA 薄膜高景气

### ——沧州明珠 (002108) 点评报告

增持

日期：2017 年 03 月 30 日

	2015 年	2016 年	2017E	2018E
营业收入(亿元)	21.75	27.65	34.84	41.80
增长比率(%)	4.08	27.10	26.00	20.00
净利润(亿元)	2.15	4.87	5.76	6.69
增长比率(%)	28.44	127.05	18.15	16.21
每股收益(元)	0.35	0.79	0.90	1.04
市盈率(倍)	50.49	25.78	25.42	22.00

**事件:** 沧州明珠发布 2016 年度报告, 公司全年实现营业收入 27.65 亿元, 同比增长 27.10%; 归属于上市公司股东的净利润 4.87 亿元, 同比增长 127.05%; 经营活动产生的现金流量净额为 1.73 亿元, 基本每股收益 0.79 元, 加权平均净资产收益率 24.10%。

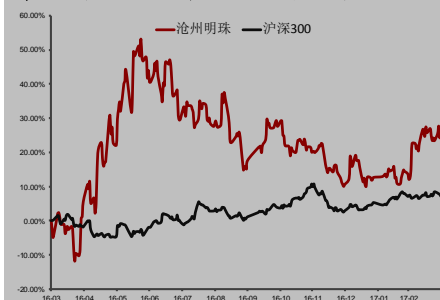
#### 投资要点:

- 营收稳步增长, 毛利率提升带动业绩大幅增长:** 公司主营业务包括 PE 塑料管道制品、BOPA 薄膜和锂离子电池隔膜材料三大板块。2016 年公司各项产品的销售情况良好, PE 塑料管道制品销量同比增加 21.97%, 占当期营业收入的比重为 55.66%。BOPA 薄膜销量同比增长 2.03%, 占当期营业收入的比重为 28.38%。锂离子电池隔膜材料销量同比增加 141.29%, 在营业收入的比重是 13.65% 比 2015 年提高了 5.74 个百分点。隔膜和 PE 塑料管道销售表现强劲是带动公司营业收入实现较快增长的主要原因。公司归属于上市公司股东的净利润增长 127.05%, 远超营业收入的增长主要由于综合毛利率的大幅提高。2016 年公司总毛利率为 32.86%, 相较于 2015 年的总毛利率 23.94% 提高了 8.92 个百分点。分产品来看, PE 塑料管道、BOPA 薄膜、锂离子电池隔膜的毛利率分别为 22.79%、40.16% 和 63.61%。报告期 BOPA 薄膜的价格大幅上涨, 毛利率较去年增加了 25.76%, 是驱动公司总毛利率大幅提高的关键因素。此外财务费用减少 7.17%, 资产减值损失减少了 30.13%, 投资收益增加 22.75% 也对业绩的超高增长起到一定的作用。报告期公司经营活动产生的现金流量净额为 1.73 亿元, 和公司净利润指标相比差异较大。主要体现在公司应收票据和应收账款项目上, 公司应收票据增加了 2.16 亿元, 应收账款增加了 1.0 亿元, 应收资产比重的提升一定程度上加大了公司面临的信用风险。
- 隔膜产品逐渐放量, 提供公司成长空间:** 公司是我国少数同时掌握干法、湿法和陶瓷涂覆生产工艺并能量产的锂离子电池隔膜生产商。公司干法隔膜原设计产能是 5000 万吨/年, 技改完成后产能接近一亿平方米, 基本处于满产满销的状态。湿法隔膜方面, 公司现有产能 2500 万平方米, 另有 6000 万平方米/年的湿法隔膜在建项目目前处于投料试车阶段, 预计二季度将实现正常化生产。公司 2016 年 11 月非公开发行募投产 1.05 亿平方米湿法隔膜项目也正有序进行中, 按

#### 基础数据

收盘价(元)	22.88
市净率(倍)	5.41
流通市值(亿元)	140.58
每股净资产(元)	4.23
每股经营现金流(元)	0.27
营业利润率(%)	22.23
净资产收益率(%)	24.10
资产负债率(%)	23.66
总股本(万股)	64,159
流通股(万股)	61,444

#### 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: WIND, 万联证券研究所  
数据截止日期: 2017 年 03 月 29 日

#### 分析师: 沈贇

执业证书编号: S0270514050001  
电话: 02160883480  
邮箱: shenyun@wlzq.com.cn

#### 研究助理: 胡双

电话: 02160883487  
邮箱: hushuang@wlzq.com.cn

规划将在2018年一季度完成投产。公司隔膜新增产能全部集中在湿法隔膜领域，符合行业的发展趋势，但目前尽管湿法隔膜销售单价要高于干法隔膜，但由于前者不良率较高导致生产成本要远高于干法隔膜。考虑到湿法隔膜未来行业新增产能较多，在下游需求不及预期的风险下，行业竞争将会较为激烈，湿法隔膜价格下行的压力较大。公司的优势主要体现在领先的技术优势和产能规模优势，随着公司生产工艺的逐渐完善，湿法产品不良率的降低，再加上产能的完全释放带来的单位成本的降低可以有效增加公司湿法隔膜的竞争能力。总体来看，隔膜业务是公司盈利能力最强的产品，也是提供公司高成长空间的关键业务。

- **BOPA薄膜高景气，管道塑料增长稳健：**公司BOPA薄膜产能超过3.3万吨，具备同步双向拉伸工艺，是我国该产品的龙头企业。BOPA薄膜主要用于食品包装等领域，上游原材料主要是PA6。BOPA在2015年年底价格触底，在2016年开始缓慢回升，目前市场最新价格在4万元/吨的水平，2016年同期则仅有2.5万元/吨左右。公司BOPA产品在今年一季度的盈利情况大概率将要显著好于去年同期。然而由于原油价格的下跌风险存在，聚酰胺的成本支撑较弱，收缩的供给可能复苏，中长期来看BOPA也存在一定的价格下跌风险。作为公司业务占比最大的业务，PE管道塑料业务主要面向燃气、给水排水等地下管网建设，公司具有规模化优势，目前盈利能力较为稳健。
- **盈利预测与投资建议：**BOPA处于景气周期，产品结构盈利显著改善，新增湿法隔膜产能释放提供新的增长点，预计公司2017-2018年EPS分别为0.90元, 1.04元，结合2017年3月29日收盘价22.88元/股，对应的PE分别为25.42倍和22.00倍，给予公司“增持”评级。。
- **风险因素：**锂电池隔膜产能过剩的风险；产品价格下跌的风险；新能源汽车业务发展不及预期的风险；项目建设不达预期的风险。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

姓名：沈贇

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883482 传真：021-60883484