

分析师：牟国洪

执业证书编号：S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

业绩略超预期 关注 PE 管道和锂电池隔膜

——沧州明珠（002108）公告点评

证券研究报告-公告点评

增持（维持）

发布日期：2017年04月13日

报告关键要素：

2017年一季度，公司业绩略超预期。一季度业绩增长主要受益于PE管道产品和BOPA薄膜产品销量增长，以及BOPA薄膜产品延续保持较高售价所致；盈利能力环比提升显著。预计17年公司业绩将持续增长，重点关注PE管道和锂电池隔膜产品，其中PE管道产品将受益于京津冀一体化和雄安新区建设，锂电池隔膜将受益于产能释放和行业增长。暂不考虑增发影响，预测公司2017-18年EPS分别为0.96元与1.11元，按04月12日25.83元收盘价计算，对应的PE分别为26.88倍与23.24倍。目前估值相对行业水平合理，维持“增持”投资评级。

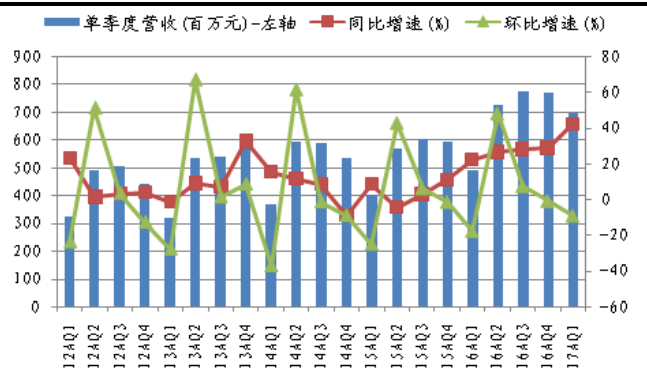
事件：

- **沧州明珠(002108)公布17年一季度业绩快报。**2017年一季度，公司实现营业收入6.99亿元，同比增长42.53%；实现营业利润1.73亿元，同比增长36.12%；实现归属于上市公司股东的净利润1.37亿元，同比增长32.44%，基本每股收益0.21元。

点评：

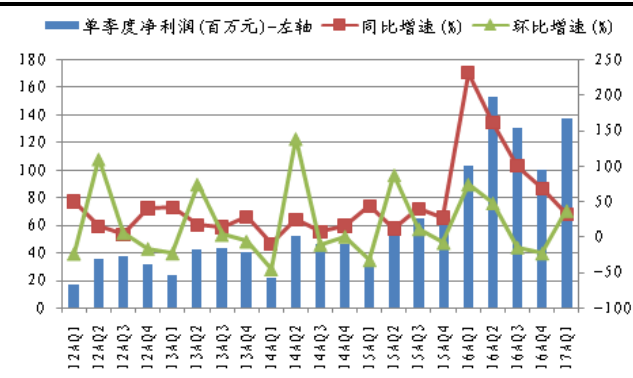
- **17年一季度业绩略超预期。**2017年一季度，公司营收6.99亿元，同比增长42.53%，净利润1.37亿元，同比增长32.44%，业绩略超市场预期。公司单季度业绩显示：一季度业绩是年内低点，存在季节性因素，17年一季度业绩大幅增长主要是公司PE管道产品和BOPA薄膜产品销量增长，以及BOPA薄膜产品延续保持较高售价所致。

图1：2012-17年公司单季度营收及同比增速



数据来源：Wind，中原证券

图2：2012-17年公司单季度净利润及同比增速



数据来源：Wind，中原证券

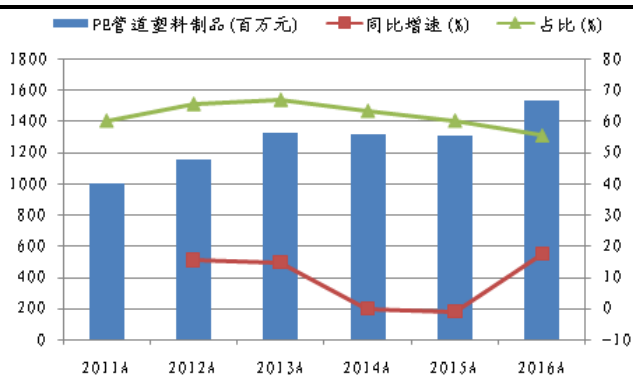
公司主营产品包括PE管道塑料制品、BOPA薄膜制品和锂离子电池隔膜产品，其中PE管道和BOPA薄膜为公司传统优势产品。预计17年公司业绩将持续增长，重点关注PE管道和锂电池隔膜产品，其中PE管道产品将受益于京津冀一体化和雄安新区建设，锂电池隔膜将受益于产能释放和行业增长。

PE管道塑料制品业绩有望超预期增长。公司PE管道塑料制品主要包括燃气、给水管及给水管件等，考虑运输成本问题，PE管道产品具备一定销售半径和区域性。2011年以来，公司PE管道塑料制品销

量总体持续增长，由11年的6.84万吨大幅增至16年的11.33万吨，其中16年同比增至21.97%；近年来销售均价总体在1.42万元/吨上下波动，且营收占比均在50%以上，其中16年营收15.39亿元，同比增长17.33%，在公司营收中占比55.66%。

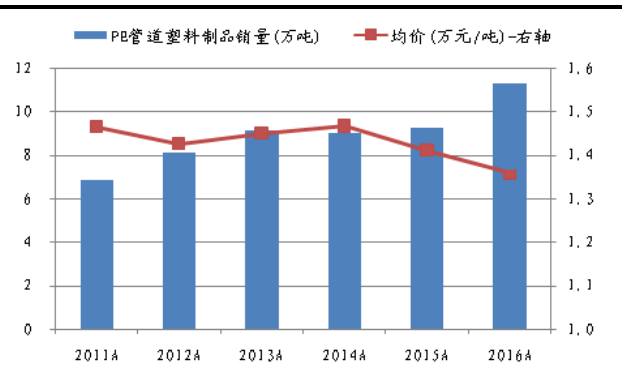
17年4月1日，国家决定设立雄安新区，该新区地处北京、天津、保定腹地，规划范围涵盖河北省雄县、容城、安新等3个小县及周边部分区域，规划建设以特定区域为起步区先行开发，起步区面积约100平方公里，中期发展区面积约200平方公里，远期控制区面积约2000平方公里。总体而言，公司是国内最大的PE管道生产基地之一，产品种类和规格配套齐全，预计将持续受益于我国城镇化建设，特别是雄安新区建设将对公司PE管道塑料制品业绩产生积极正面影响。

图3: 2011-16年公司PE管道塑料制品营收、增速及占比



数据来源：公司公告，中原证券

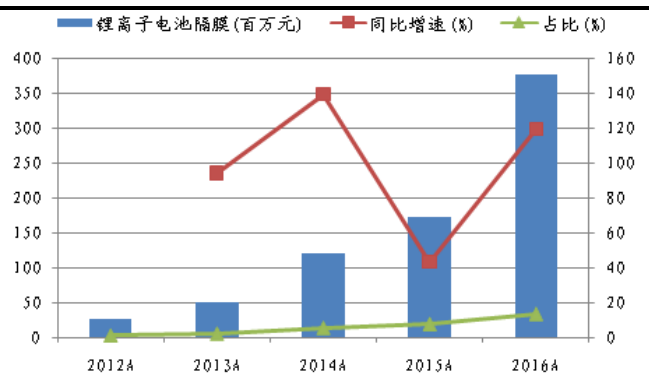
图4: 2011-16年公司PE管道塑料制品销量及均价



数据来源：公司公告，中原证券

锂电池隔膜将持续受益于产能释放及行业增长。2012年，公司锂电池隔膜成功量产，近年来销量和业绩持续高增长，如销量由12年111.11吨增至16年的1436.21吨，营收由12年的2588万元增至16年的3.77亿元，16年在公司营收中占比13.65%。目前，公司是同时掌握干法、湿法和陶瓷涂覆生产工艺并实现量产的隔膜企业，其中干法隔膜年产能5000万平方米，湿法隔膜产能包括三部分：一是16年1月有2500万平方米产能达产；二是德州明珠的年产6000万平项目有两条线，其中第一条生产线已完成试生产，现已开始正式投产，第二条生产线亦进入了试生产阶段；三是年产1.05亿平米的募投项目，其中一条生产线预计3月份已投料试车，按进度计划项目全部完成是在2018年1季度，且该项目与中航锂电签署了战略合作协议，利于其产能消化。

图5: 2012-16年公司锂电池隔膜营收、增速及占比



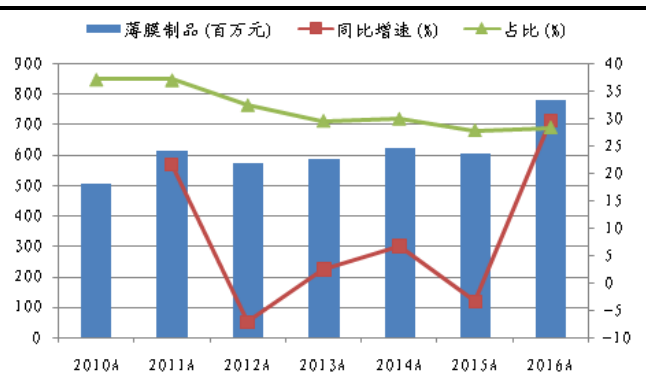
数据来源：公司公告，中原证券

目前，隔膜是我国锂电关键材料国产化率最低的产品，特别是湿法高端隔膜进口占比仍较高。伴随我国湿法隔膜技术提升及产能释放，预计将逐步替代国外市场。同时，持续看好我国新能源汽车行业发展前景，预计17年我国新能源汽车产量将达68万辆，17年月度产销量数据显示：1月份为我国

新能源汽车销量低点，仅5682辆，2-3月持续稳步提升，3月为2.75万辆。总体而言，公司锂电池隔膜已具备一定技术与规模优势，预计公司隔膜业绩将持续受益于产能释放、行业增长以及进口替代。

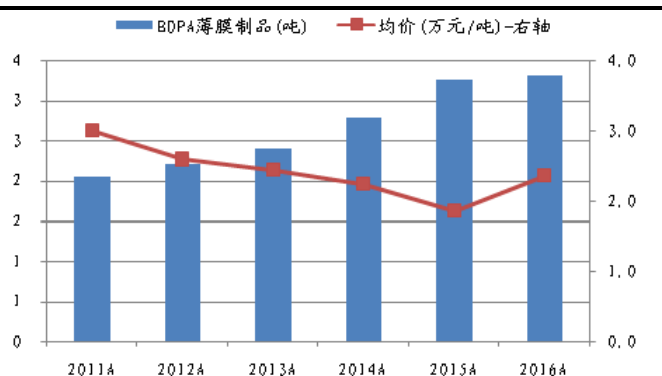
BOPA薄膜制品价格将承压 17年业绩持续增长。 BOPA薄膜下游主要用于产品包装，该产品是近几年全球发展最快的高档包装材料之一，目前已成为继BOPP、BOPET薄膜之后应用比重第三大的薄膜包装材料，且应用领域逐步延伸。2016年，公司BOPA薄膜销售3.32万吨，同比略增2.03%；销售均价为2.36万元/吨，同比提升26.95%，主要受益于行业地位提升，以及原材料价在16年一季度总体位于低位；对应营收7.85亿元，同比增长29.53%，在公司营收中占比28.38%。受需求提升影响，目前公司BOPA薄膜仍维持一个比较高的价格。但BOPA薄膜价格高位将对下游行业产生一定压力，伴随新增产能释放，预计BOPA薄膜价格将承压。而公司是国内第一家通过自主研发全面掌握BOPA薄膜同步双向拉伸的企业，技术实力雄厚，预计17年业绩将持续增长。

图6：2010-16年公司薄膜制品营收、增速及占比



数据来源：Wind，中原证券

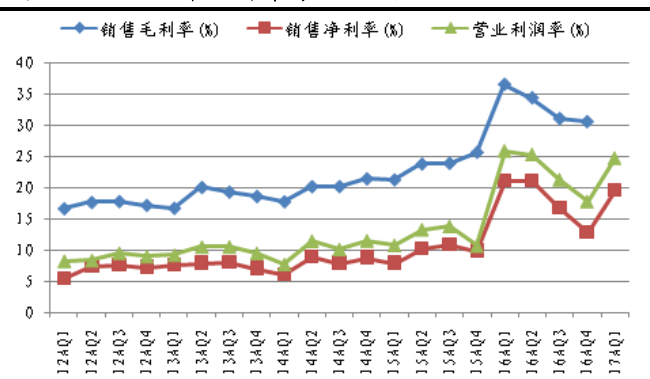
图7：2011-16年公司BOPA薄膜制品销量及均价



数据来源：公司公告，中原证券

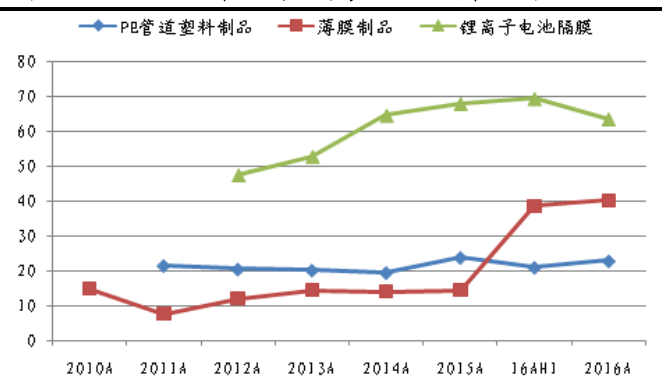
- **16年盈利能力大幅提升 预计17年承压。** 2016年，公司销售毛利率为32.86%，较15年的23.94%大幅提升8.91个百分点，盈利能力大幅提升主要是BOPA薄膜制品盈利能力大幅提升，同时高附加值锂电池隔膜营收占比提升。单季度盈利能力显示：16年1-4季度，公司盈利能力逐步回落，17年一季度，公司盈利能力环比显著回升，如营业利润率和销售净利率分别为24.78%和19.64%。公司分产品毛利率显示：2016年，PE管道塑料制品毛利率为22.79%，同比回落0.79个百分点；薄膜制品为40.16%，同比提升25.76个百分点；锂离子电池隔膜63.61%，同比回落4.42个百分点，主要是隔膜营收组成变化及行业产能释放致竞争加剧，预计17年隔膜产品仍面临一定降价压力。总之，随着锂电池隔膜产能的进一步释放，其营收占比将进一步提升，但考虑石油价格提升将导致公司原材料价格上升，预计17年公司盈利能力将承压。

图8：2012-17年公司单季度盈利能力



数据来源：Wind，中原证券

图9：2010-2016年公司主营产品毛利率对比



数据来源：Wind，中原证券

- **维持公司“增持”投资评级。**暂不考虑增股影响，预测公司2017年、2018年EPS分别为0.96元与1.11元，按04月12日25.83元收盘价计算，对应的PE分别为26.88倍与23.24倍。目前估值相对行业水平合理，维持“增持”投资评级。
- **风险提示：**隔膜产能过度扩张致产品价格大幅下滑；新能源汽车进展不及预期；经济下滑超预期；隔膜项目进展及市场拓展不及预期。

盈利预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2764.82	3328.53	3847.09	4395.16
增长比率(%)	27.10	20.39	15.58	14.25
净利润(百万元)	487.32	616.56	713.24	810.49
增长比率(%)	127.05	26.52	15.68	13.63
每股收益(元)	0.76	0.96	1.11	1.26
市盈率(倍)	34.01	26.88	23.24	20.45

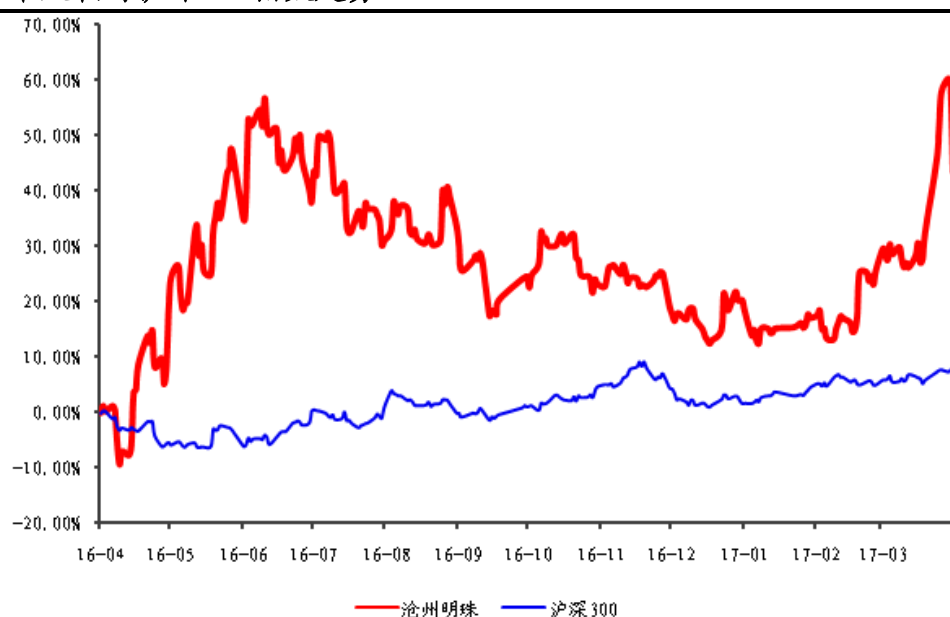
市场数据 (2017年04月12日)

收盘价(元)	25.83
一年内最高/最低(元)	29.97/16.16
沪深300指数	3509.44
市净率(倍)	6.11
流通市值(亿元)	158.71

基础数据 (2016年12月31日)

每股净资产(元)	4.23
每股经营现金流(元)	0.27
毛利率(%)	32.86
净资产收益率-摊薄(%)	17.96
资产负债率(%)	23.66
总股本/流通股(万股)	64159/61444
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数走势



附：公司盈利预测

资产负债表					利润表				
(百万元)					(百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2163.1	2139.2	2754.5	3592.6	营业收入	2764.8	3328.5	3847.1	4395.2
现金	620.4	533.6	905.2	1486.6	营业成本	1856.4	2250.6	2611.7	2986.2
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税费	26.0	20.0	23.1	24.2
应收票据	412.5	366.1	423.2	483.5	销售费用	123.3	146.5	168.5	191.2
应收款项	753.4	832.1	961.8	1098.8	管理费用	93.6	112.2	128.9	147.2
存货	291.3	315.1	365.6	418.1	财务费用	46.4	33.3	28.6	38.3
其他	85.5	92.2	98.7	105.7	资产减值损失	9.9	0.0	0.0	0.0
非流动资产	1468.3	1904.1	2110.8	2199.1	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	5.6	6.0	6.0	6.0	投资收益	5.4	5.0	5.0	5.0
固定资产	865.7	1312.2	1543.1	1625.8	营业利润	614.7	771.0	891.3	1013.1
无形资产	121.3	115.2	109.5	104.0	营业外收入	7.6	10.0	10.0	10.0
其他	475.7	470.7	452.2	463.2	营业外支出	9.5	8.0	8.0	8.0
资产总计	3631.4	4043.3	4865.3	5791.7	利润总额	612.7	773.0	893.3	1015.1
流动负债	610.4	370.1	446.3	527.7	所得税	126.2	154.6	178.7	203.0
短期借款	308.8	1.4	3.9	8.2	净利润	486.6	618.4	714.7	812.1
应付帐款	178.0	202.6	235.1	268.8	少数股东权益	-0.7	1.9	1.4	1.6
预收帐款	19.7	25.3	30.5	36.0	归属母公司净利润	487.3	616.6	713.2	810.5
其他	103.9	140.8	176.8	214.7	BPS (元)	0.79	0.96	1.11	1.26
长期负债	248.7	282.5	313.6	346.5					
长期借款	175.5	175.5	175.5	175.5	主要财务比率				
其他	73.2	107.0	138.1	171.0		2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	859.1	652.6	759.9	874.2	每股指标				
股本	641.6	641.6	641.6	641.6	每股收益	0.79	0.96	1.11	1.26
资本公积金	960.2	960.2	960.2	960.2	每股经营现金	0.70	-0.11	0.58	0.91
未分配利润	977.7	1532.6	2174.5	2903.9	每股净资产	4.23	5.19	6.30	7.57
少数股东权益	58.5	60.3	61.7	63.4	增长率				
母公司所有者权益	2713.9	3330.4	4043.6	4854.1	营业收入增长率	27.1%	20.4%	15.6%	14.2%
负债及权益合计	3631.4	4043.3	4865.3	5791.7	营业利润增长率	129.9%	25.4%	15.6%	13.7%
					净利润增长率	127.0%	26.5%	15.7%	13.6%
					获利能力				
现金流量表	(百万元)				毛利率	32.9%	32.4%	32.1%	32.1%
	2016A	2017E	2018E	2019E	净利率	17.6%	18.5%	18.5%	18.4%
经营活动现金流	172.8	713.5	653.6	761.4	ROE	18.0%	18.5%	17.6%	16.7%
净利润	486.6	618.4	714.7	812.1	ROIC	16.4%	19.3%	19.7%	20.8%
资产减值准备	9.9	0.0	0.0	0.0	偿债能力				
折旧摊销	105.7	96.2	115.6	127.5	资产负债率	23.7%	16.1%	15.6%	15.1%
财务费用	46.4	33.3	28.6	38.3	流动比率	3.54	5.78	6.17	6.81
投资收益	5.4	5.0	5.0	5.0	速动比率	3.07	4.93	5.35	6.02
营运资金变动	0.0	-29.5	-200.2	-211.5	营运能力				
投资活动现金流	-357.7	-446.3	-256.0	-146.0	资产周转率	0.91	0.87	0.86	0.82
资本支出	0.0	-450.0	-260.0	-150.0	存货周转率	7.28	7.42	7.67	7.62
其他投资	-357.7	3.7	4.0	4.0	应收帐款周转率	4.08	4.36	4.47	4.44
筹资活动现金流	634.9	-340.7	-26.0	-34.0	估值比率				
借款变动	0.0	0.0	0.0	0.0	PE	32.70	26.88	23.24	20.45
其他	634.9	-340.7	-26.0	-34.0	PB	6.11	4.98	4.10	3.41
现金净增加额	450.1	-73.6	371.6	581.4					

资料来源：公司报表、中原证券

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。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。