

沧州明珠 (002108) \化工

——BOPA 隔膜是一季度主要增长动力

事件:

公司发布一季报, 一季度实现营业收入7.0亿元, 同比增长42.53%, 实现归母净利润1.37亿元, 同比增长32.44%, 扣非后净利润1.35亿元, 同比增长32.63%, 基本每股收益0.21元。公司预计2017年1-6月归属于上市公司股东的净利润增长5-20%。

投资要点:

➤ 一季度业绩靓丽, BOPA隔膜成主要贡献力量

公司一季度业绩表现突出, 营收和利润增长强劲, 创下5年来的最高水平, 主要因为PE管道产品、BOPA薄膜产品和湿法锂电隔膜产品销量增加以及BOPA薄膜产品延续较高的销售价格影响所致, 其中BOPA隔膜贡献了主要的增长力量。二季度随着基数的提高和BOPA隔膜价格的下降, 公司业绩增速将下降, 符合我们预期。

➤ 湿法隔膜17年持续放量

公司3月30日公告自筹资金项目年产6000万平米湿法隔膜项目, 第一条生产线已经完成试生产, 进入正式生产阶段。第二条生产线也已开始进入试生产阶段, 不久也将正式投产。到目前, 公司湿法隔膜产能已达5500万平米, 很大程度上缓解了公司湿法隔膜产能不足的状况。17年三元电池的大幅放量对湿法隔膜的需求大幅增长, 预计增长将超过100%, 因此17年湿法隔膜的放量将是公司锂电隔膜业务的最大增长点。价格方面, 16年公司锂电隔膜均价为3.44元/平米, 同比下降12%。预计随着公司湿法隔膜产品占比的提升, 公司均价有望提高。二季度新能源汽车产销回归正常, 锂电隔膜的销售也将逐步走高。全年公司锂电隔膜将继续大幅增长, 成为公司主要增长点。

➤ BOPA隔膜价格进入下降通道, 需求仍然稳定增长

BOPA隔膜经过16年下半年开始的大幅上涨之后, 价格将逐步回归。根据卓创的最新监测, 进入4月份后BOPA隔膜价格有所下跌, 目前市场报价为36000元/吨, 环比下降10%左右。我们判断价格仍有下降空间, 但全年仍将维持在高位。需求方面有稳定增长, 公司BOPA隔膜产能也在持续释放中。

➤ 塑料管道业务稳定增长, 未来将受益雄安新区建设

塑料管道业务是公司的传统优势业务, 在PE燃气管道领域市场份额领先, 目前也正在积极拓展市政给水排水市场, 在华北地区具备地域优势。目前的雄安新区在公司运输半径之内, 未来雄安新区的建设将拉动公司PE管道业务的发展。短期内, 公司塑料管道业务增长稳定。

投资建议: **推荐**
 上次建议: **推荐**
 当前价格: 23.35 元
 目标价格: 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	642/614
流通A股市值 (百万元)	15,269
每股净资产 (元)	4.23
资产负债率 (%)	23.66
一年内最高/最低 (元)	29.97/16.04

一年内股价相对走势



马松 分析师

执业证书编号: S0590515090002

电话: 0510-85613713

邮箱: mas@glsc.com.cn

马松

电话: 0510-85613713

邮箱: mas@glsc.com.cn

相关报告

1、《沧州明珠 (002108) \化工行业》

2017.03.29

2、《沧州明珠 (002108) \化工行业》

2016.10.25

➤ **维持“推荐”评级**

预计公司17-19年实现归母净利润5.54亿、6.18亿和7.25亿元，EPS分别为0.86元、0.96元和1.13元，PE分别为27.1、24.3、20.7倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**

1、新能源汽车政策风险；2、锂电隔膜市场产能过剩，价格大幅下滑；3、BOPA薄膜产品价格超预期下滑。

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2,175.26	2,764.82	3,037.50	3,394.00	3,740.00
增长率（%）	4.08%	27.10%	9.86%	11.74%	10.19%
EBITDA（百万元）	368.83	736.98	804.01	888.17	1,025.47
净利润（百万元）	214.63	487.32	553.56	617.82	724.93
增长率（%）	28.44%	127.05%	13.59%	11.61%	17.34%
EPS（元/股）	0.33	0.76	0.86	0.96	1.13
市盈率（P/E）	69.80	30.74	27.06	24.25	20.67
市净率（P/B）	8.36	5.52	4.83	4.24	3.71
EV/EBITDA	40.05	20.54	18.83	16.68	14.22

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	95.56	491.32	192.56	537.85	781.57	营业收入	2,175.2	2,764.8	3,037.5	3,394.0	3,740.0
应收账款+票据	877.91	1,165.9	1,420.6	1,477.6	1,728.9	营业成本	1,654.3	1,856.3	2,038.1	2,291.9	2,503.5
预付账款	36.91	57.41	65.00	70.00	80.00	营业税金及附加	10.15	25.96	27.34	30.55	33.66
存货	218.66	291.25	345.67	381.93	412.85	营业费用	109.04	123.28	136.69	152.73	168.30
其他	31.67	25.04	25.04	25.04	25.04	管理费用	74.50	93.63	103.28	115.40	127.16
流动资产合计	1,260.7	2,030.9	2,048.9	2,492.5	3,028.4	财务费用	50.04	46.45	26.33	17.31	-14.31
长期股权投资	8.18	5.58	5.58	5.58	5.58	资产减值损失	14.14	9.88	10.00	12.00	14.00
固定资产	788.12	865.75	1,056.2	1,157.7	1,185.9	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	139.96	288.19	213.00	150.00	140.00	投资净收益	0.01	1.06	0.00	0.00	0.00
无形资产	80.36	121.31	118.62	115.92	113.23	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	79.36	169.86	168.26	166.66	165.05	营业利润	263.01	610.32	695.71	774.05	907.64
非流动资产合计	1,095.9	1,450.6	1,561.7	1,595.9	1,609.7	营业外净收益	7.99	2.43	5.00	8.00	10.00
资产总计	2,356.6	3,481.6	3,610.6	4,088.4	4,638.2	利润总额	271.00	612.75	700.71	782.05	917.64
短期借款	363.00	308.76	0.00	0.00	0.00	所得税	55.61	126.17	147.15	164.23	192.70
应付账款+票据	160.72	181.33	226.30	266.59	308.94	净利润	215.40	486.58	553.56	617.82	724.93
其他	41.12	43.71	49.02	54.02	54.02	少数股东损益	0.76	-0.74	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	564.85	533.80	275.32	320.61	362.95	归属于母公司净利润	214.63	487.32	553.56	617.82	724.93
长期带息负债	0.00	175.52	175.52	175.52	175.52						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	0.00	175.52	175.52	175.52	175.52						
负债合计	564.85	709.32	450.84	496.13	538.47						
少数股东权益	0.00	58.46	58.46	58.46	58.46						
股本	618.46	641.59	641.59	641.59	641.59						
资本公积	449.73	960.24	960.24	960.24	960.24						
留存收益	723.66	1,112.0	1,499.5	1,931.9	2,439.4						
股东权益合计	1,791.8	2,772.3	3,159.8	3,592.2	4,099.7						
负债和股东权益总	2,356.6	3,481.6	3,610.6	4,088.4	4,638.2						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	217.14	486.37	549.61	611.50	717.03
折旧摊销	74.92	105.65	91.98	103.81	112.14
财务费用	46.06	44.57	11.33	2.31	-4.31
存货减少	-19.44	-72.85	-54.42	-36.26	-30.91
营运资金变动	-197.64	-399.06	-212.04	-16.73	-218.97
其它	38.18	35.99	10.00	12.00	14.00
经营活动现金流	159.23	200.66	396.45	676.63	588.98
资本支出	227.15	414.17	213.00	150.00	140.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.02	56.50	3.95	6.32	7.90
投资活动现金流	-222.13	-357.66	-209.05	-143.68	-132.10
债权融资	-123.09	121.28	-308.76	0.00	0.00
股权融资	0.00	592.84	0.00	0.00	0.00
其他	-69.18	-79.19	-177.40	-187.66	-213.17
筹资活动现金流	-192.27	634.93	-486.16	-187.66	-213.17
现金净增加额	-253.80	480.07	-298.76	345.29	243.71

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	4.08%	27.10%	9.86%	11.74%	10.19%
EBIT	11.72%	114.81	12.78%	10.16%	16.44%
EBITDA	13.20%	99.82%	9.10%	10.47%	15.46%
归属于母公司净利润	28.44%	127.05	13.59%	11.61%	17.34%
获利能力					
毛利率	23.94%	32.86%	32.90%	32.47%	33.06%
净利率	9.90%	17.60%	18.22%	18.20%	19.38%
ROE	11.98%	17.96%	17.85%	17.48%	17.94%
ROIC	12.02%	23.67%	19.47%	18.81%	21.20%
偿债能力					
资产负债率	23.97%	20.37%	12.49%	12.14%	11.61%
流动比率	2.23	3.80	7.44	7.77	8.34
速动比率	1.79	3.21	6.10	6.50	7.14
营运能力					
应收账款周转率	2.64	2.42	2.18	2.36	2.23
存货周转率	7.57	6.37	5.90	6.00	6.06
总资产周转率	0.92	0.79	0.84	0.83	0.81
每股指标(元)					
每股收益	0.33	0.76	0.86	0.96	1.13
每股经营现金流	0.25	0.31	0.62	1.05	0.92
每股净资产	2.79	4.23	4.83	5.51	6.30
估值比率					
市盈率	69.80	30.74	27.06	24.25	20.67
市净率	8.36	5.52	4.83	4.24	3.71
EV/EBITDA	40.05	20.54	18.83	16.68	14.22
EV/EBIT	50.25	23.98	21.26	18.89	15.97

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

