

分析师: 牟国洪

执业证书编号: S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

# 湿法隔膜投产促增长 PE 管道有望超预期

## ——沧州明珠(002108)公司点评报告

### 证券研究报告-公司点评报告

### 增持(维持)

#### 市场数据(2017-07-19)

收盘价(元)	13.58
一年内最高/最低(元)	17.54/11.38
沪深300指数	3729.75
市净率(倍)	5.46
流通市值(亿元)	141.85

#### 基础数据(2017-3-31)

每股净资产(元)	4.44
每股经营现金流(元)	-0.08
毛利率(%)	32.12
净资产收益率-摊薄(%)	4.81
资产负债率(%)	26.23
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指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

#### 相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-050588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

发布日期: 2017年07月20日

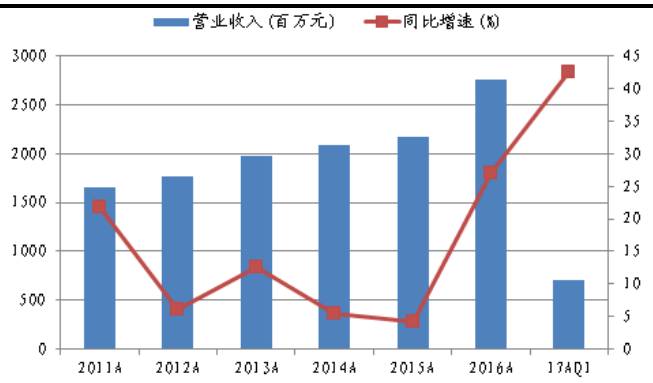
**投资要点:** 7月20日, 公司公告湿法锂电池隔膜投产公告。

- **湿法锂电池隔膜产能如期释放。**公司锂电池湿法隔膜投产包括两个项目: 一是年产6000万 $m^2$ 湿法锂电隔膜项目中的第二条线正式投产, 其中第一条线已于17年3月正式投产; 二是年产1.05亿 $m^2$ 湿法锂电隔膜项目正式投产一条线, 剩余两条线按计划将于2018年一季度投产。
- **隔膜产能释放促业绩增长。**目前, 公司干法隔膜产能5000万 $m^2$ , 湿法隔膜产能1.2亿 $m^2$ , 完全达产后增至1.9亿 $m^2$ 。公司干法隔膜收率约45%(最高约50%左右), 预计17年销量约1亿 $m^2$ , 16年干法隔膜毛利率近70%, 受行业竞争加剧等因素影响, 预计17年将有所下降。公司湿法隔膜于16年投产, 毛利率在20%左右, 伴随技术提升及工艺优化, 目前提升至约40%水平; 公司1.05亿平方米湿法锂电隔膜项目与中航锂电签署有战略合作协议, 16年中航锂电锂电池产量为2.41亿Ah, 17年正实施洛阳三项和江苏一期项目, 合计产能超过10GWh, 预计17年底全面投产。同时, 17年以来我国新能源汽车月度销量持续增长, 17年上半年合计销售19.28万辆, 同比增长13.58%, 预计下半年逐月环比仍将显著增长, 且四季度为我国新能源汽车产销旺季。
- **PE管道业务业绩有望超预期。**16年公司PE管道业务销售11.33万吨, 同比增长21.97%, 在公司营收中占比55.66%。PE管道产品具有一定销售半径和区域性, 公司PE管道产品种类齐全具有一定行业地位, 预计将受益于雄安新区和我国城镇化建设。
- **维持“增持”投资评级。**17年上半年, 公司实现营收16.35亿元, 同比增长34.46%, 净利润2.85亿元, 同比增长10.98%, 业绩增长主要受益于PE管道产品、BOPA薄膜产品和湿法锂电池隔膜产品销量增加。预测公司17-18年全面摊薄后的PES分别为0.57和0.65元, 按13.58元收盘价计算, 对应PE分别为23.90和20.80倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示: 新能源汽车进展低于预期; 行业竞争加剧致; 系统风险。**

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2175.3	2764.8	3328.5	3847.1	4395.2
增长比率	4.1%	27.1%	20.4%	15.6%	14.2%
净利润(百万元)	214.6	487.3	619.5	713.0	815.5
增长比率	28.4%	127.0%	27.1%	15.1%	14.4%
每股收益(元)	0.20	0.45	0.57	0.65	0.75
市盈率(倍)	69.0	30.4	23.9	20.8	18.2

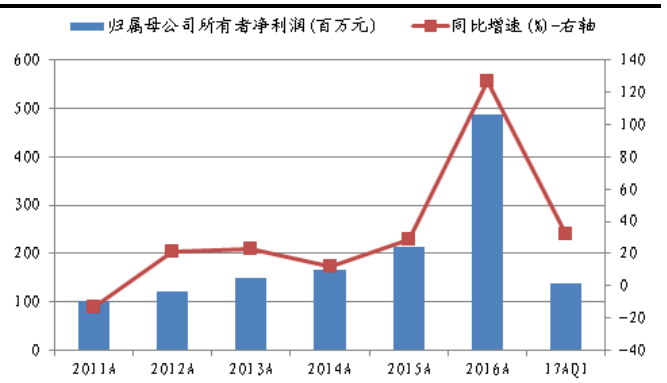
资料来源: 贝格数据, 中原证券

图 1: 2011-17 年公司营收及增速



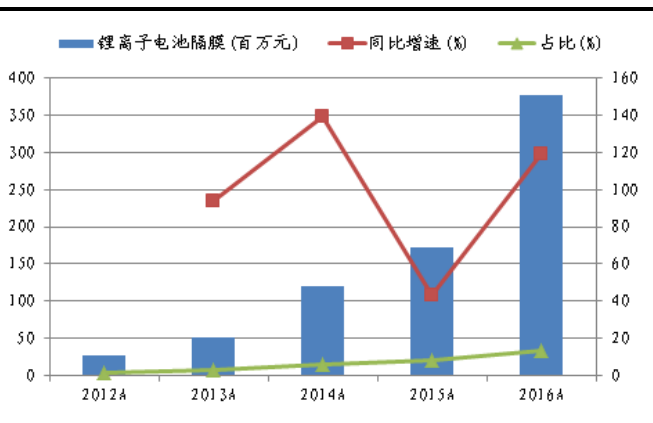
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 2011-17 年公司净利润及增速



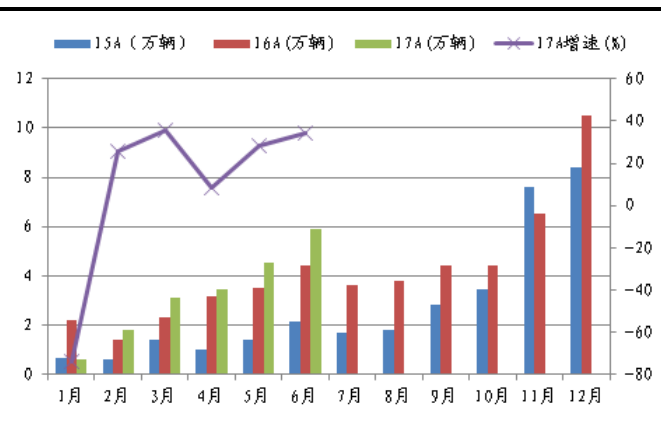
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 3: 2012-16 年公司锂电池隔膜营收、增速及占比



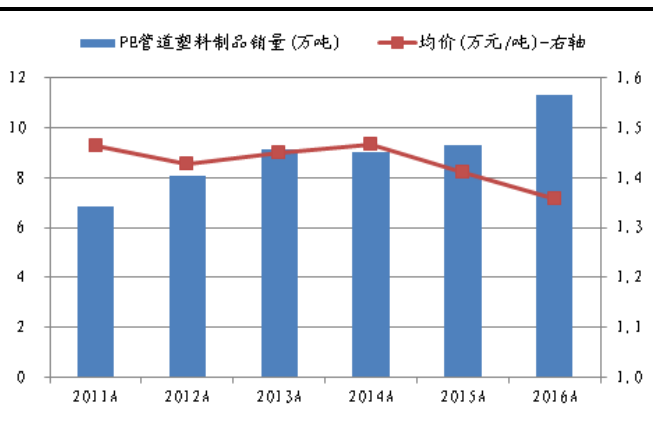
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 4: 2015-17 年我国新能源汽车月度销量及增速



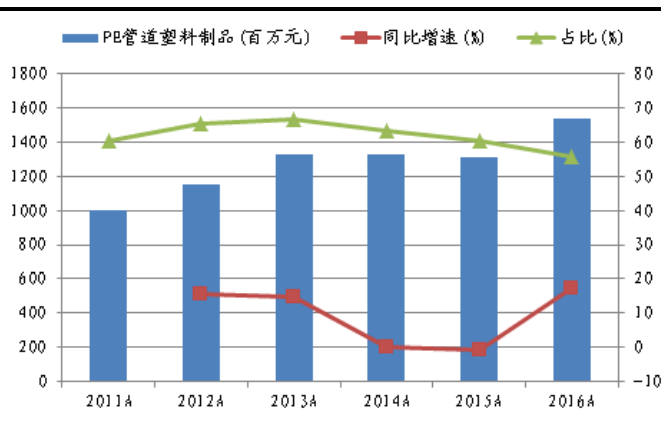
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 5: 2011-16 年公司 PE 管道销量、增速及均价



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 6: 2011-16 年公司 PE 管道业务营收及增速



资料来源: 公司公告, 中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>2,175.3</b>	<b>2,764.8</b>	<b>3,328.5</b>	<b>3,847.1</b>	<b>4,395.2</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	1,654.4	1,856.4	2,250.6	2,611.7	2,986.2	营业收入增长率	4.1%	27.1%	20.4%	15.6%	14.2%
营业税费	10.1	26.0	22.2	26.6	33.7	营业利润增长率	22.3%	129.9%	26.7%	15.0%	14.4%
销售费用	109.0	123.3	158.0	182.3	204.3	净利润增长率	28.4%	127.0%	27.1%	15.1%	14.4%
管理费用	74.5	93.6	104.7	127.7	144.3	EBITDA 增长率	21.8%	95.7%	16.0%	11.8%	12.8%
财务费用	50.0	46.4	9.4	-2.6	-4.1	EBIT 增长率	22.3%	108.3%	19.2%	13.3%	14.2%
资产减值损失	14.1	9.9	11.0	12.0	13.0	NOPLAT 增长率	30.0%	108.1%	19.3%	13.3%	14.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.3%	28.7%	4.1%	5.5%	3.1%
投资和汇兑收益	4.4	5.4	6.0	6.0	6.0	净资产增长率	10.1%	54.7%	17.7%	17.3%	16.9%
<b>营业利润</b>	<b>267.4</b>	<b>614.7</b>	<b>778.6</b>	<b>895.3</b>	<b>1,023.8</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	3.6	-1.9	3.0	3.0	3.0	毛利率	23.9%	32.9%	32.4%	32.1%	32.1%
<b>利润总额</b>	<b>271.0</b>	<b>612.7</b>	<b>781.6</b>	<b>898.3</b>	<b>1,026.8</b>	营业利润率	12.3%	22.2%	23.4%	23.3%	23.3%
减: 所得税	55.6	126.2	160.2	184.2	210.5	净利润率	9.9%	17.6%	18.6%	18.5%	18.6%
<b>净利润</b>	<b>214.6</b>	<b>487.3</b>	<b>619.5</b>	<b>713.0</b>	<b>815.5</b>	EBITDA/营业收入	18.0%	27.7%	26.7%	25.8%	25.5%
<b>资产负债表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT/营业收入	14.6%	23.9%	23.7%	23.2%	23.2%
货币资金	156.8	620.4	598.6	1,008.8	1,558.0	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	118	108	88	67	51
应收帐款	681.5	753.4	1,000.7	1,040.9	1,269.0	<b>流动营业资本周转天数</b>	146	141	144	144	144
应收票据	196.4	412.5	419.7	496.3	541.4	流动资产周转天数	236	227	246	254	283
预付帐款	36.9	57.4	31.5	77.5	53.9	应收帐款周转天数	98	93	95	96	95
存货	218.7	291.3	299.9	387.8	409.1	存货周转天数	35	33	32	32	33
其他流动资产	33.4	28.1	30.8	30.8	29.9	总资产周转天数	410	395	395	371	378
可供出售金融资产	34.3	34.3	34.3	34.3	34.3	投资资本周转天数	299	283	270	245	224
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	8.2	5.6	5.6	5.6	5.6	ROE	12.0%	18.0%	19.3%	18.9%	18.5%
投资性房地产	19.1	18.1	18.1	18.1	18.1	ROA	8.8%	13.4%	16.9%	16.8%	16.4%
固定资产	788.1	865.7	769.2	672.6	576.0	ROIC	14.8%	27.6%	25.6%	27.8%	30.2%
在建工程	139.9	286.2	286.2	286.2	286.2	<b>费用率</b>					
无形资产	80.4	121.3	117.6	113.9	110.2	销售费用率	5.0%	4.5%	4.7%	4.7%	4.6%
其他非流动资产	42.0	137.1	69.9	81.6	94.7	管理费用率	3.4%	3.4%	3.1%	3.3%	3.3%
<b>资产总额</b>	<b>2,435.5</b>	<b>3,631.4</b>	<b>3,682.1</b>	<b>4,254.3</b>	<b>4,986.5</b>	财务费用率	2.3%	1.7%	0.3%	-0.1%	-0.1%
短期债务	363.0	308.8	-	-	-	三费/营业收入	10.7%	9.5%	8.2%	8.0%	7.8%
应付帐款	181.2	202.1	276.0	286.6	344.8	<b>偿债能力</b>					
应付票据	2.5	3.3	7.3	2.8	8.8	资产负债率	26.4%	23.7%	11.4%	10.0%	10.3%
其他流动负债	62.8	96.3	88.2	85.4	102.6	负债权益比	35.9%	31.0%	12.8%	11.1%	11.5%
长期借款	-	175.5	-	-	-	流动比率	2.17	3.54	6.41	8.12	8.46
其他非流动负债	34.2	73.2	47.0	51.4	57.2	速动比率	1.81	3.07	5.60	7.08	7.57
<b>负债总额</b>	<b>643.6</b>	<b>859.1</b>	<b>418.5</b>	<b>426.2</b>	<b>513.4</b>	利息保障倍数	6.34	14.23	84.05	-346.14	-247.59
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>58.5</b>	<b>60.3</b>	<b>61.5</b>	<b>62.4</b>	<b>分红指标</b>					
股本	618.5	641.6	1,090.7	1,090.7	1,090.7	DPS(元)	0.09	0.09	0.20	0.23	0.27
留存收益	1,173.4	2,072.3	2,561.7	3,124.9	3,769.1	分红比率	46.1%	21.1%	21.0%	21.0%	21.0%
<b>股东权益</b>	<b>1,791.8</b>	<b>2,772.3</b>	<b>3,263.6</b>	<b>3,828.0</b>	<b>4,473.1</b>	股息收益率	0.7%	0.7%	1.5%	1.7%	2.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	215.4	486.6	619.5	713.0	815.5	EPS(元)	0.20	0.45	0.57	0.65	0.75
加: 折旧和摊销	74.9	105.7	100.3	100.3	100.3	BVPS(元)	1.64	2.49	4.99	5.87	6.87
资产减值准备	14.1	9.9	-	-	-	PE(X)	69.0	30.4	23.9	20.8	18.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.3	5.5	2.7	2.3	2.0
财务费用	46.1	44.6	9.4	-2.6	-4.1	P/FCF	-66.7	236.1	221.6	15.3	11.9
投资收益	-4.4	-5.4	-6.0	-6.0	-6.0	P/S	6.8	5.4	2.6	2.3	2.0
少数股东损益	0.8	-0.7	1.9	1.2	0.9	EV/EBITDA	21.8	11.0	9.1	7.7	6.3
营运资金的变动	-221.4	-490.2	-133.1	-251.9	-196.6	CAGR(%)	49.1%	18.8%	54.3%	49.1%	18.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>132.1</b>	<b>172.8</b>	<b>592.0</b>	<b>554.0</b>	<b>709.9</b>	PEG	1.4	1.6	0.4	0.4	1.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-222.1</b>	<b>-357.7</b>	<b>6.0</b>	<b>6.0</b>	<b>6.0</b>	ROIC/WACC	1.4	2.6	2.4	2.7	2.9
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-192.3</b>	<b>634.9</b>	<b>-619.8</b>	<b>-149.8</b>	<b>-166.7</b>	REP	3.2	1.3	1.3	1.1	0.9

资料来源: 贝格数据, 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。

### 分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

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，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，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。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

### 特别声明：

在法律许可的情况下，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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。