

# 沧州明珠 (002108)

证券研究报告

2017年08月22日

## 产能陆续投放, 湿法隔膜下半年出货量望提升

### 业绩符合市场预期

公司发布 2017 年中报, 上半年实现营收 16.3 亿元, 同比增长 34.5%; 扣非后归母净利 2.76 亿, 同比增 9.5%; 二季度实现营收 9.4 亿, 环比增长 29%, 扣非后归母净利 1.41 亿, 环比增长 14%。业绩符合市场预期。

### PE 管道销量增加, BOPA 膜涨价, 驱动营收和业绩增长

上半年营收增长主要因为 PE 管道产品销量增加, 以及 BOPA 薄膜涨价: 受京津冀地区“煤改气”改造工程等相关政策的影响, 公司 PE 管道产品供不应求, 公司通过合理排产、对设备改造升级以及新增生产线实现销量增长, 营收同比增长 52%; 上半年由于新能源汽车补贴标准退坡和补贴标准从严, 各地补贴政策未及时落地, 国内 5 米以上新能源客车销量同比下降 47.14%, 对上游干法隔膜需求减少, 导致公司干法隔膜出货量有所下降, 隔膜营收同比下降 11.5%; 2017H1 国内 BOPA 膜均价 3.6 万/平米, 同比上涨 39%, BOPA 薄膜产销稳定, 营收同比增长 30%。上半年公司综合毛利率 29.5%, 同比下降 5.8PCT, 主要因为低毛利率的 PE 管道营收占比提升, 锂电隔膜因降价导致毛利率下降 11.5PCT, BOPA 薄膜毛利率同比下降 4.4PCT。上半年公司销售费用率 3.65%, 同比下降 0.33PCT; 管理费用率 2.35%, 同比下降 1.04PCT; 财务费用率 0.46%, 同比下降 0.75PCT。

### 湿法隔膜望快速放量, 燃气管业务稳定增长

公司“年产 6000 万平方米湿法锂离子隔膜项目”已于 8 月建设完成并投产, “年产 10500 万平米湿法锂离子电池隔膜项目”其中一条生产线于七月建设完成并投产, 目前湿法隔膜产能 1.2 亿平以上, 下半年出货量望实现显著增长。燃气管行业需求保持 10% 稳定增长, 北方地区为治理雾霾大力推动煤改气工程, 公司燃气管收入增速有望提升。

**维持买入评级:** 预计 2017-2019 年归母净利 6.15 亿/7.75 亿/7.77 亿, 当前股价对应 PE28/22.2/22.2 倍。维持买入评级。

**风险提示:** 产能投产进度低于预期; 隔膜和 BOPA 降价; 电动汽车产业政策风险。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,175.26	2,764.82	3,357.73	3,979.61	4,251.15
增长率(%)	4.08	27.10	21.44	18.52	6.82
EBITDA(百万元)	391.14	765.54	865.19	1,063.66	1,095.62
净利润(百万元)	214.63	487.32	615.42	775.31	777.32
增长率(%)	28.44	127.05	26.29	25.98	0.26
EPS(元/股)	0.20	0.45	0.56	0.71	0.71
市盈率(P/E)	80.29	35.36	28.00	22.23	22.17
市净率(P/B)	9.62	6.35	4.71	4.03	3.52
市销率(P/S)	7.92	6.23	5.13	4.33	4.05
EV/EBITDA	28.22	16.73	18.88	15.32	14.38

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	化工/塑料
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	15.80 元
目标价格	19.24 元
上次目标价	19.24 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,090.71
流通 A 股股本(百万股)	1,044.55
A 股总市值(百万元)	17,233.23
流通 A 股市值(百万元)	16,503.82
每股净资产(元)	2.66
资产负债率(%)	
一年内最高/最低(元)	29.97/12.66

### 作者

李辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517040001	
huili@tfzq.com	
赵宗原	联系人
zhaozongyuan@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 1 《沧州明珠-年报点评报告: 开局良好, 未来还看湿法隔膜》 2017-04-24
- 2 《沧州明珠-年报点评报告: BOPA 薄膜景气反转, 锂电隔膜快速放量》 2017-03-29
- 3 《沧州明珠-公司研究简报: BOPA 景气反转, 湿法隔膜快速放量》 2017-03-13

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	156.77	620.39	835.52	869.15	1,401.02
应收账款	681.49	753.44	1,111.97	1,098.93	1,262.82
预付账款	36.91	57.41	30.69	73.51	39.69
存货	218.66	291.25	275.10	394.76	332.97
其他	229.79	440.57	364.51	581.45	423.91
<b>流动资产合计</b>	<b>1,323.61</b>	<b>2,163.06</b>	<b>2,617.79</b>	<b>3,017.80</b>	<b>3,460.41</b>
长期股权投资	8.18	5.58	5.58	5.58	5.58
固定资产	788.12	865.75	973.85	1,129.19	1,306.87
在建工程	139.89	286.24	231.74	319.05	371.43
无形资产	80.36	121.31	166.10	160.88	155.66
其他	95.32	189.46	121.52	132.68	145.52
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,111.87</b>	<b>1,468.34</b>	<b>1,498.79</b>	<b>1,747.37</b>	<b>1,985.06</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,435.49</b>	<b>3,631.39</b>	<b>4,116.58</b>	<b>4,765.17</b>	<b>5,445.47</b>
短期借款	363.00	308.76	0.00	0.00	0.00
应付账款	181.24	202.06	263.61	287.16	311.19
其他	65.24	99.59	92.24	92.57	106.98
<b>流动负债合计</b>	<b>609.48</b>	<b>610.41</b>	<b>355.84</b>	<b>379.74</b>	<b>418.18</b>
长期借款	0.00	175.52	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	34.16	73.15	46.99	51.43	57.19
<b>非流动负债合计</b>	<b>34.16</b>	<b>248.67</b>	<b>46.99</b>	<b>51.43</b>	<b>57.19</b>
<b>负债合计</b>	<b>643.64</b>	<b>859.08</b>	<b>402.83</b>	<b>431.17</b>	<b>475.37</b>
少数股东权益	0.00	58.46	58.46	58.46	72.71
股本	618.46	641.59	1,090.69	1,090.69	1,090.69
资本公积	449.73	960.24	960.24	960.24	960.24
留存收益	1,173.39	2,072.26	2,564.59	3,184.84	3,806.70
其他	(449.73)	(960.24)	(960.24)	(960.24)	(960.24)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,791.84</b>	<b>2,772.32</b>	<b>3,713.75</b>	<b>4,334.00</b>	<b>4,970.11</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,435.49</b>	<b>3,631.39</b>	<b>4,116.58</b>	<b>4,765.17</b>	<b>5,445.47</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	215.40	486.58	615.42	775.31	777.32
折旧摊销	74.92	105.65	52.39	63.05	75.44
财务费用	46.06	44.57	38.02	24.48	23.57
投资损失	(4.41)	(5.42)	(4.50)	(4.50)	(4.50)
营运资金变动	(221.41)	(490.16)	(144.41)	(349.67)	120.32
其它	21.54	31.56	0.00	0.00	14.25
<b>经营活动现金流</b>	<b>132.09</b>	<b>172.79</b>	<b>556.91</b>	<b>508.66</b>	<b>1,006.41</b>
资本支出	186.38	329.64	176.16	295.55	294.24
长期投资	0.01	(2.60)	0.00	0.00	0.00
其他	(408.52)	(684.70)	(321.66)	(591.05)	(589.74)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(222.13)</b>	<b>(357.66)</b>	<b>(145.50)</b>	<b>(295.50)</b>	<b>(295.50)</b>
债权融资	363.00	484.28	0.00	0.00	0.00
股权融资	21.93	487.19	411.08	(24.48)	(23.57)
其他	(577.20)	(336.54)	(607.36)	(155.06)	(155.46)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(192.27)</b>	<b>634.93</b>	<b>(196.28)</b>	<b>(179.54)</b>	<b>(179.03)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(282.30)</b>	<b>450.05</b>	<b>215.13</b>	<b>33.63</b>	<b>531.87</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>2,175.26</b>	<b>2,764.82</b>	<b>3,357.73</b>	<b>3,979.61</b>	<b>4,251.15</b>
营业成本	1,654.39	1,856.36	2,265.39	2,679.43	2,910.93
营业税金及附加	10.15	25.96	31.56	37.41	39.96
营业费用	109.04	123.28	144.38	159.18	170.05
管理费用	74.50	93.63	104.09	103.47	110.53
财务费用	50.04	46.45	38.02	24.48	23.57
资产减值损失	14.14	9.88	4.00	4.00	4.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.41	5.42	4.50	4.50	4.50
其他	(8.82)	(10.83)	(9.00)	(9.00)	(9.00)
<b>营业利润</b>	<b>267.41</b>	<b>614.67</b>	<b>774.79</b>	<b>976.14</b>	<b>996.62</b>
营业外收入	10.86	7.55	7.50	7.50	7.50
营业外支出	7.27	9.47	7.30	7.30	7.30
<b>利润总额</b>	<b>271.00</b>	<b>612.75</b>	<b>774.99</b>	<b>976.34</b>	<b>996.82</b>
所得税	55.61	126.17	159.57	201.03	205.24
<b>净利润</b>	<b>215.40</b>	<b>486.58</b>	<b>615.42</b>	<b>775.31</b>	<b>791.57</b>
少数股东损益	0.76	(0.74)	0.00	0.00	14.25
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>214.63</b>	<b>487.32</b>	<b>615.42</b>	<b>775.31</b>	<b>777.32</b>
每股收益(元)	0.20	0.45	0.56	0.71	0.71

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	4.08%	27.10%	21.44%	18.52%	6.82%
营业利润	22.29%	129.86%	26.05%	25.99%	2.10%
归属于母公司净利润	28.44%	127.05%	26.29%	25.98%	0.26%
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.94%	32.86%	32.53%	32.67%	31.53%
净利率	9.87%	17.63%	18.33%	19.48%	18.29%
ROE	11.98%	17.96%	16.84%	18.13%	15.87%
ROIC	14.76%	27.59%	26.36%	28.81%	24.31%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	26.43%	23.66%	9.79%	9.05%	8.73%
净负债率	-8.38%	4.47%	-6.61%	-9.98%	-8.81%
流动比率	2.17	3.54	7.36	7.95	8.28
速动比率	1.81	3.07	6.58	6.91	7.48
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.66	3.85	3.60	3.60	3.60
存货周转率	10.41	10.84	11.86	11.88	11.68
总资产周转率	0.88	0.91	0.87	0.90	0.83
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.20	0.45	0.56	0.71	0.71
每股经营现金流	0.12	0.16	0.51	0.47	0.92
每股净资产	1.64	2.49	3.35	3.92	4.49
<b>估值比率</b>					
市盈率	80.29	35.36	28.00	22.23	22.17
市净率	9.62	6.35	4.71	4.03	3.52
EV/EBITDA	28.22	16.73	18.88	15.32	14.38
EV/EBIT	34.77	19.37	20.10	16.28	15.45

### 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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com