

沧州明珠 (002108)

证券研究报告

2017年10月20日

三季度符合预期，隔膜新产能驱动业绩稳定增长

公司三季报业绩符合预期

公司披露 2017 年 3 季报，实现营业收入 10 亿元，同比增长 28.9%，环比增长 7%；实现归母净利润 1.6 亿元，同比增长 22.6%，环比增长 8.1%；业绩符合市场预期。公司预计 2017 年归母净利 5.4-6.1 元。

湿法隔膜放量，BOPA 价格企稳回升

三季度毛利率 29.2%，环比二季度提升 1.7 个百分点，营收和毛利率环比增长主要受益于湿法隔膜放量和 BOPA 薄膜涨价：1) 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 万平方米湿法锂离子电池隔膜项目”其中一条生产线于 7 月建设完成并投产，三季度湿法隔膜产能逐渐爬坡，出货量实现显著增长；2) 三季度 BOPA 均价 3.3 万元/吨，环比上涨 8.5%，价差 0.98 万元/吨，环比扩大 3.4%。三季度销售费用率与二季度基本持平，管理费用率环比上升 0.7PCT，财务费用率环比上升 0.5PCT。

四季度 BOPA 有望继续涨价，隔膜新产能驱动业绩稳定增长

受原料涨价支撑、应用领域拓宽、供给增量少等因素影响，四季度 BOPA 有望继续涨价。公司公告拟投资 7991 万元，建设 2 条干法隔膜产线，共 5000 万平米，公司在干法隔膜领域深耕多年，成本控制能力强，已成为比亚迪最大干法隔膜供应商，新产能投放有望进一步巩固公司干法隔膜龙头地位。公司目前湿法隔膜产能 1.2 亿平以上，3 季度投产的新产能继续爬坡，明年继续有新增产能投放。湿法、干法齐发力，有望以量驱动业绩继续稳定增长。

维持“买入”评级，目标价 17.7 元；预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.55/0.63/0.72 元，PE28.6/24.9/22.1 倍，维持买入评级，6 个月目标价 17.7 元。

风险提示：隔膜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。

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 | 14.32 元 |
| 目标价格 | 17.7 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) | 15,618.98 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 14,957.89 |
| 每股净资产(元) | 2.80 |
| 资产负债率(%) | 24.62 |
| 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

- 《沧州明珠-半年报点评:产能陆续投放，湿法隔膜下半年出货量望提升》 2017-08-22
- 《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
- 《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

| 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 | 3,290.13 | 3,816.55 | 4,274.54 |
| 增长率(%) | 4.08 | 27.10 | 19.00 | 16.00 | 12.00 |
| EBITDA(百万元) | 391.14 | 765.54 | 848.84 | 958.91 | 1,101.24 |
| 净利润(百万元) | 214.63 | 487.32 | 602.48 | 692.18 | 781.49 |
| 增长率(%) | 28.44 | 127.05 | 23.63 | 14.89 | 12.90 |
| EPS(元/股) | 0.20 | 0.45 | 0.55 | 0.63 | 0.72 |
| 市盈率(P/E) | 80.29 | 35.36 | 28.60 | 24.90 | 22.05 |
| 市净率(P/B) | 9.62 | 6.35 | 4.73 | 4.10 | 3.57 |
| 市销率(P/S) | 7.92 | 6.23 | 5.24 | 4.52 | 4.03 |
| EV/EBITDA | 28.22 | 16.73 | 19.19 | 16.99 | 14.46 |

资料来源：wind，天风证券研究所

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 | 880.31 | 865.00 | 1,235.81 |
| 应收账款 | 681.49 | 753.44 | 1,074.41 | 1,045.89 | 1,328.85 |
| 预付账款 | 36.91 | 57.41 | 28.92 | 73.49 | 40.33 |
| 存货 | 218.66 | 291.25 | 263.69 | 394.66 | 337.08 |
| 其他 | 229.79 | 440.57 | 349.49 | 560.24 | 450.32 |
| 流动资产合计 | 1,323.61 | 2,163.06 | 2,596.83 | 2,939.29 | 3,392.39 |
| 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 |
| 非流动资产合计 | 1,111.87 | 1,468.34 | 1,498.79 | 1,747.37 | 1,985.06 |
| 资产总计 | 2,435.49 | 3,631.39 | 4,095.63 | 4,686.66 | 5,377.45 |
| 短期借款 | 363.00 | 308.76 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 181.24 | 202.06 | 254.23 | 287.08 | 314.57 |
| 其他 | 65.24 | 99.59 | 90.98 | 90.98 | 109.01 |
| 流动负债合计 | 609.48 | 610.41 | 345.22 | 378.06 | 423.58 |
| 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 |
| 非流动负债合计 | 34.16 | 248.67 | 46.99 | 51.43 | 57.19 |
| 负债合计 | 643.64 | 859.08 | 392.21 | 429.50 | 480.77 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 58.46 | 58.46 | 58.46 | 72.79 |
| 股本 | 618.46 | 641.59 | 1,090.71 | 1,090.71 | 1,090.71 |
| 资本公积 | 449.73 | 960.24 | 960.24 | 960.24 | 960.24 |
| 留存收益 | 1,173.39 | 2,072.26 | 2,554.24 | 3,107.99 | 3,733.18 |
| 其他 | (449.73) | (960.24) | (960.24) | (960.24) | (960.24) |
| 股东权益合计 | 1,791.84 | 2,772.32 | 3,703.42 | 4,257.17 | 4,896.68 |
| 负债和股东权益总 | 2,435.49 | 3,631.39 | 4,095.63 | 4,686.66 | 5,377.45 |

| 现金流量表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 215.40 | 486.58 | 602.48 | 692.18 | 781.49 |
| 折旧摊销 | 74.92 | 105.65 | 52.39 | 63.05 | 75.44 |
| 财务费用 | 46.06 | 44.57 | 37.95 | 24.41 | 23.84 |
| 投资损失 | (4.41) | (5.42) | (4.50) | (4.50) | (4.50) |
| 营运资金变动 | (221.41) | (490.16) | (89.29) | (332.10) | (44.14) |
| 其它 | 21.54 | 31.56 | 0.00 | 0.00 | 14.32 |
| 经营活动现金流 | 132.09 | 172.79 | 599.03 | 443.04 | 846.45 |
| 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) |
| 投资活动现金流 | (222.13) | (357.66) | (145.50) | (295.50) | (295.50) |
| 债权融资 | 363.00 | 484.28 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 21.93 | 487.19 | 411.17 | (24.41) | (23.84) |
| 其他 | (577.20) | (336.54) | (604.78) | (138.44) | (156.30) |
| 筹资活动现金流 | (192.27) | 634.93 | (193.61) | (162.85) | (180.14) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (282.30) | 450.05 | 259.92 | (15.31) | 370.81 |

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 |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 2,175.26 | 2,764.82 | 3,290.13 | 3,816.55 | 4,274.54 |
| 营业成本 | 1,654.39 | 1,856.36 | 2,219.78 | 2,633.42 | 2,926.95 |
| 营业税金及附加 | 10.15 | 25.96 | 30.93 | 35.88 | 40.18 |
| 营业费用 | 109.04 | 123.28 | 141.48 | 152.66 | 170.98 |
| 管理费用 | 74.50 | 93.63 | 101.99 | 99.23 | 111.14 |
| 财务费用 | 50.04 | 46.45 | 37.95 | 24.41 | 23.84 |
| 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) |
| 营业利润 | 267.41 | 614.67 | 758.50 | 871.45 | 1,001.95 |
| 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 |
| 利润总额 | 271.00 | 612.75 | 758.70 | 871.65 | 1,002.15 |
| 所得税 | 55.61 | 126.17 | 156.22 | 179.47 | 206.34 |
| 净利润 | 215.40 | 486.58 | 602.48 | 692.18 | 795.81 |
| 少数股东损益 | 0.76 | (0.74) | 0.00 | 0.00 | 14.32 |
| 归属于母公司净利润 | 214.63 | 487.32 | 602.48 | 692.18 | 781.49 |
| 每股收益(元) | 0.20 | 0.45 | 0.55 | 0.63 | 0.72 |

| 主要财务比率 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 4.08% | 27.10% | 19.00% | 16.00% | 12.00% |
| 营业利润 | 22.29% | 129.86% | 23.40% | 14.89% | 14.98% |
| 归属于母公司净利润 | 28.44% | 127.05% | 23.63% | 14.89% | 12.90% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 23.94% | 32.86% | 32.53% | 31.00% | 31.53% |
| 净利率 | 9.87% | 17.63% | 18.31% | 18.14% | 18.28% |
| ROE | 11.98% | 17.96% | 16.53% | 16.49% | 16.20% |
| ROIC | 14.76% | 27.59% | 25.83% | 26.32% | 24.99% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 26.43% | 23.66% | 9.58% | 9.16% | 8.94% |
| 净负债率 | -8.38% | 4.47% | -6.63% | -11.47% | -8.89% |
| 流动比率 | 2.17 | 3.54 | 7.52 | 7.77 | 8.01 |
| 速动比率 | 1.81 | 3.07 | 6.76 | 6.73 | 7.21 |
| 营运能力 | | | | | |
| 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 | 11.59 | 11.68 |
| 总资产周转率 | 0.88 | 0.91 | 0.85 | 0.87 | 0.85 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.20 | 0.45 | 0.55 | 0.63 | 0.72 |
| 每股经营现金流 | 0.12 | 0.16 | 0.55 | 0.41 | 0.78 |
| 每股净资产 | 1.64 | 2.49 | 3.34 | 3.85 | 4.42 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 80.29 | 35.36 | 28.60 | 24.90 | 22.05 |
| 市净率 | 9.62 | 6.35 | 4.73 | 4.10 | 3.57 |
| EV/EBITDA | 28.22 | 16.73 | 19.19 | 16.99 | 14.46 |
| EV/EBIT | 34.77 | 19.37 | 20.45 | 18.19 | 15.52 |

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 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 卓越时代广场 36 楼 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 邮编：518017 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 电话：(86755)-82566970 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(86755)-23913441 |
| | | | 邮箱：research@tfzq.com |