



干湿法隔膜产能扩张，PE管道产品扩产

2017年10月20日

强烈推荐/维持

沧州明珠

财报点评

——沧州明珠（002108）三季度财报点评

刘宇卓

分析师

执业证书编号：S1480516110002

liuyuzhuo@dxzq.net.cn 010-66554030

事件：

沧州明珠发布2017年3季报：前3季度实现营业收入26.38亿元，YoY+32%，归母净利润4.45亿元，YoY+15%，EPS 0.41元，经营活动现金流2.10亿元。其中，第3季度单季实现营业收入10.03亿元，YoY+29%，QoQ+7%，归母净利润1.60亿元，YoY+23%，QoQ+8%，EPS 0.15元。

公司预计2017年全年净利润区间5.36~6.09亿元，YoY+10~25%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	490.42	725.53	778.43	770.44	699.00	935.93	1003.13
增长率（%）	22.31%	26.88%	28.43%	29.19%	42.53%	29.00%	28.87%
毛利率（%）	36.63%	34.47%	31.16%	30.66%	32.12%	27.53%	29.24%
期间费用率（%）	10.09%	7.53%	9.08%	11.50%	6.39%	6.48%	7.84%
营业利润率（%）	25.95%	25.37%	21.33%	17.82%	24.78%	19.44%	20.42%
净利润（百万元）	103.65	153.11	130.44	100.12	137.27	147.66	159.96
增长率（%）	231.00%	161.06%	100.37%	68.07%	32.44%	-3.56%	22.63%
每股盈利（季度，元）	0.10	0.14	0.12	0.09	0.13	0.14	0.15
资产负债率（%）	31.02%	34.94%	35.05%	23.66%	26.23%	28.78%	24.62%
净资产收益率（%）	5.47%	7.85%	6.27%	3.69%	4.81%	5.10%	5.23%
总资产收益率（%）	3.77%	5.11%	4.07%	2.76%	3.48%	3.56%	3.87%

观点：

锂电池隔膜市场空间大，产能持续扩张，产品结构不断优化。公司现有干法隔膜产能5000万平米，计划新建5000万平产能；湿法隔膜产能1.2亿平米，另有7000万平米产能在建，全部达产后锂电池隔膜总产能将达到2.9亿平米（干法1亿平米+湿法1.9亿平米）。

- 公司湿法隔膜项目2500万平米产能于2016年1月投产，6000万平米产能的两条生产线分别于2017年4月和8月投产，1.05亿平米产能中的一条生产线（3500万平米产能）于2017年7月投产，其余2条生产线（合计7000万平米产能）按计划实施中，预计将于2018年1季度全部投产。
- 公司干法隔膜项目3000万平米产能于2012年起量产，2000万平米产能于2015年9月投产；公司拟新建

5000万平米产能，投资额7991万元，建设期1年，预计2018年底建成。

燃气管道产品供不应求，扩产项目建设在即，产品升级同步开展。受京津冀地区“煤改气”改造工程等相关政策的影响，2016年下半年起公司PE管道产品持续供不应求。公司现有PE管道产品产能9.5万吨，2016年产量超到11万吨。

- 公司目前拟进行扩产项目，计划投资3.2亿元在安徽新芜经济开发区建设“聚乙烯（PE）燃气、给水管道产品扩产项目”，资金主要用于土地、机器设备的购入和房屋建筑物等配套设施的建设、以及项目所需的流动资金。该项目分两期建设，首期项目预计于2018年2季度建成。
- 公司在研RTP管（热塑性增强塑料管），采用全融合玻纤带增强技术，目前具备了项目开发进入实质性阶段的条件。该类产品主要适用于海陆油气田的开采与集输，目前该类产品的生产技术只有国外极少数厂家掌握。

BOPA 薄膜供需格局较好，新产品新工艺研发取得进展。公司BOPA膜产品保持稳定的产销平衡。公司积极开发新产品，已完成专用尼龙膜的工艺调整，未来可突破进口依赖，应用于锂电池铝塑包装及药品包装。

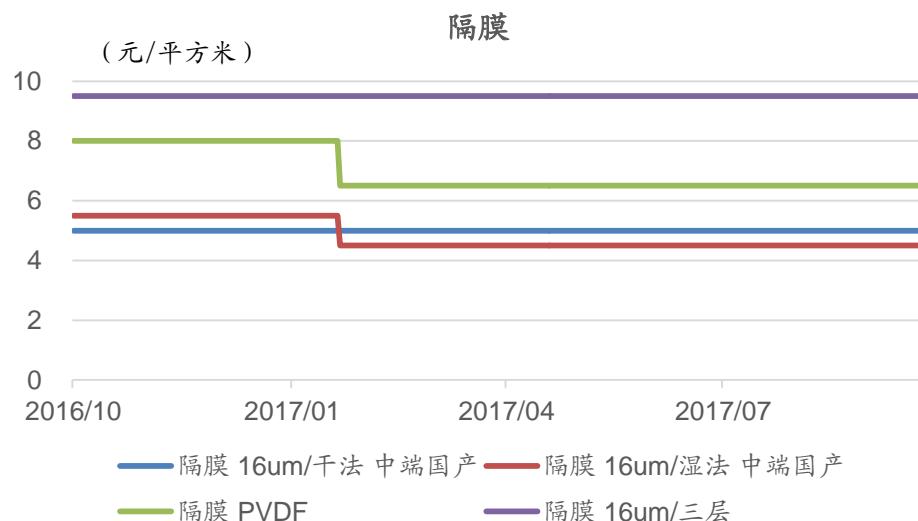
结论：

我们预计公司2017~2019年净利润分别为5.79亿元、6.69亿元、7.78亿元，EPS分别为0.53元、0.61元、0.71元。目前股价对应P/E分别为27倍、23倍、20倍。维持“强烈推荐”评级。

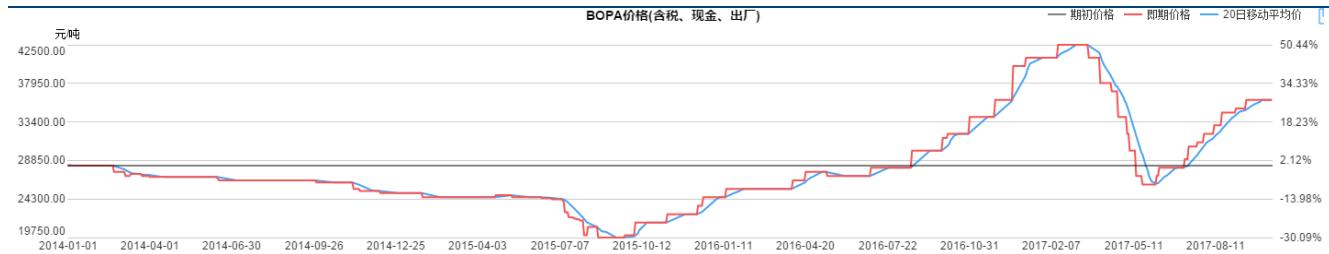
风险提示：

新能源汽车推广不及预期；锂电池隔膜产品价格下滑；新建产能投放进度不及预期。

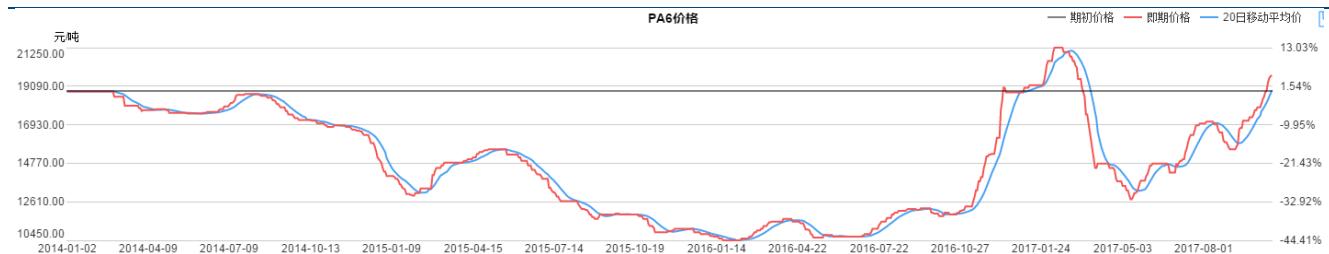
图 1：锂电池隔膜产品价格



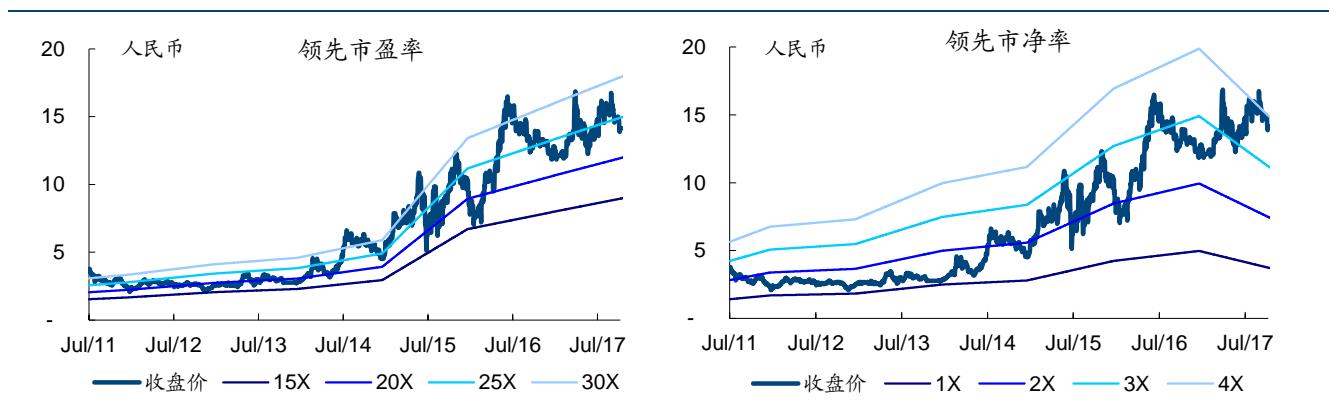
资料来源：中国化学与物理电源行业协会，东兴证券研究所

图 2: BOPA 产品价格


资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

图 3: PA6 产品价格


资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

图 4: P/E 和 P/B 区间


资料来源：万得资讯，东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E				
流动资产合计	1324	2163	2470	3039	3794	营业收入	2175	2765	3061	3467	4080				
货币资金	157	620	769	1118	1535	营业成本	1665	1882	2064	2326	2754				
应收账款	628	728	806	913	1074	营业税金及附加	10	26	29	33	38				
其他应收款	54	25	63	71	84	营业费用	109	123	136	155	182				
预付款项	37	57	28	32	37	管理费用	75	94	104	117	138				
存货	219	291	319	360	426	财务费用	50	46	20	20	19				
其他流动资产	230	441	485	545	637	资产减值损失	14	10	0	0	0				
非流动资产合计	1112	1468	1665	1690	1646	公允价值变动收益	0	0	0	0	0				
长期股权投资	8	6	6	6	6	投资净收益	4	5	0	0	0				
固定资产	788	866	1026	1143	1173	营业利润	267	615	737	850	987				
无形资产	80	121	118	115	112	营业外收入	11	8	0	0	0				
其他非流动资产	235	476	515	426	355	营业外支出	7	9	9	9	9				
资产总计	2435	3631	4135	4729	5439	利润总额	271	613	727	840	977				
流动负债合计	609	610	640	681	750	所得税	56	126	150	173	201				
短期借款	363	309	309	309	309	净利润	215	487	578	667	776				
应付账款	158	178	195	220	260	少数股东损益	-1	1	1	1	1				
预收款项	18	20	22	25	29	归属母公司净利润	215	487	579	669	778				
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	320	660	749	861	997				
非流动负债合计	34	249	249	249	249	BPS (元)	0.20	0.45	0.53	0.61	0.71				
长期借款	0	176	176	176	176	主要财务比率									
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E				
负债合计	644	859	888	930	998	成长能力									
少数股东权益	0	58	57	56	54	营业收入增长	4.08%	27.10%	10.72%	13.26%	17.67%				
实收资本(或股本)	618	642	1091	1091	1091	营业利润增长	22.29%	129.86	19.86%	15.33%	16.16%				
资本公积	450	960	960	960	960	归属于母公司净利润	28.44%	127.05	18.81%	15.48%	16.30%				
未分配利润	724	1112	1139	1692	2336	获利能力									
归属母公司股东权	1792	2714	3190	3743	4387	毛利率 (%)	23.48%	31.92%	32.58%	32.92%	32.49%				
负债和所有者权	2435	3631	4135	4729	5439	净利率 (%)	9.90%	17.60%	18.87%	19.24%	19.03%				
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	8.81%	13.42%	14.00%	14.14%	14.30%				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE (%)	12.02%	17.93%	18.10%	17.82%	17.69%				
经营活动现金流	132	173	591	655	690	偿债能力									
净利润	215	487	579	669	778	资产负债率 (%)	26%	24%	21%	20%	18%				
折旧摊销	74	104	123	145	164	流动比率	2.17	3.54	3.86	4.46	5.06				
财务费用	50	46	20	20	19	速动比率	1.81	3.07	3.36	3.93	4.49				
应收账款减少	73	381	159	220	338	营运能力									
预收帐款增加	-6	55	29	42	68	总资产周转率	2.07	2.14	1.95	2.07	2.45				
投资活动现金流	-222	-358	-320	-170	-120	应收账款周转率	3.85	4.08	3.99	4.03	4.11				
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	12.94	14.82	14.75	14.43	14.54				
长期股权投资减少	-227	-414	-320	-170	-120	每股指标(元)									
投资收益	4	5	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.20	0.45	0.53	0.61	0.71				
筹资活动现金流	-192	635	-123	-135	-152	每股净现金流(最新)	-0.44	0.70	0.23	0.54	0.65				
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.79	4.23	4.97	3.43	4.02				
长期借款增加	-243	121	0	0	0	估值比率									
普通股增加	0	593	0	0	0	P/E	71.86	31.65	26.64	23.07	19.83				
资本公积增加	-183	511	0	0	0	P/B	5.06	3.34	2.84	4.12	3.52				
现金净增加额	-281	452	148	349	417	EV/EBITDA	22.72	11.69	17.36	14.69	12.37				

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士, CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部, 从事基础化工行业研究, 2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。