

沧州明珠（002108）三季度报点评

三大业务齐发力，业绩平稳增长，符合预期
买入（维持）

2017年10月20日

首席证券分析师 曾朵红

执业证书编号：

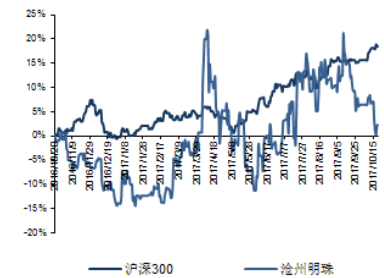
S0600516080001

021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

| 主要财务指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 2765 | 3209 | 3717 | 4200 |
| 收入同比(%) | 27% | 16% | 16% | 13% |
| 归属母公司净利润 | 487 | 625 | 730 | 850 |
| 净利润同比(%) | 127% | 28% | 17% | 16% |
| 毛利率(%) | 32.9% | 34.5% | 34.2% | 34.1% |
| ROE(%) | 18.0% | 19.7% | 19.7% | 19.7% |
| 每股收益(元) | 0.45 | 0.57 | 0.67 | 0.78 |
| P/E | 31.65 | 24.69 | 21.11 | 18.14 |
| P/B | 5.68 | 4.87 | 4.16 | 3.57 |
| EV/EBITDA | 21 | 17 | 15 | 13 |

股价走势



投资要点

■ 2017年前三季度公司营收 26.38 亿元，同比增长 32.27%，归母净利润 4.45 亿元，同比增长 14.9%，处于公司预告区间（预告同比 10-25% 增长）基本符合市场预期。单季度看，二季度营收 9.36 亿元，同比增长 29.00%，净利润 1.48 亿元，同比下降 3.46%，环比增长 7.6%；三季度公司营收为 10 亿，同比增长 28.9%，归属母公司净利润 1.6 亿，同比增长 22.6%，环比增长 8.3%，整体表现较平稳。前三季度公司业绩增长主要系 PE 管和 BOPA 薄膜有良好表现：受益北方煤改气建设，PE 供不应求，销量大增；BOPA 薄膜三季度价格环比二季度回升，利润稳步上升；由于电动客车今年尚未大规模放量，干法隔膜与去年相比基本持平，而湿法隔膜随产能爬坡业绩逐步释放。

■ 费用率下降，维持较高盈利水平。2017年前三季度公司毛利率 29.4%，同比下降 4.3 个百分点，主要系干法隔膜和 BOPA 膜价格下滑，造成盈利水下降。三季度单季度毛利率 29.2%，环比二季度提升 1.7 个百分点。净利率来看，前三季度为 16.87%，同比下滑 2.54 个百分点；三季度单季度净利率 15.93%，环比二季度略微提升，表明盈利能力有所改善。费用率方面，前三季度公司费用同比增长 5.3% 至 1.8 亿元，费用率减少 1.79 个百分点至 7%。其中，由于销售规模扩大，销售费用同比增长 26% 至 1 亿元，费用率 3.84%，同比下降 0.2 个百分点；管理费用同比下降 5% 至 0.66 亿元，费用率同比下降 0.97 个百分点至 2.51%；财务费用为 0.16 亿元，同比下降 33%，主要系汇率损失减少，费用率 0.62%，同比下降 0.62 个百分点。

市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价（元） | 14.14 |
| 一年最低价/最高 | 11.39/17.51 |
| 市净率（倍） | 5.05 |
| 流通 A 股市值（百万元） | 14769.87 |

基础数据

| | |
|-------------|----------|
| 每股净资产（元） | 2.80 |
| 资本负债率（%） | 24.62% |
| 总股本（百万股） | 1,090.71 |
| 流通 A 股（百万股） | 1,044.55 |

相关研究

1. 沧州明珠上半年业绩平稳增长，PE 管材表现亮眼，湿法隔膜下半年放量 2017-8-23
2. 业绩维持较高增速，符合预期 2017-4-26
3. PE 管材与 BOPA 膜高景气，业绩亮眼 2017-4-13
4. 隔膜与 BOPA 膜双轮驱动，助力公司业绩增长 2017-3-29
5. 同比增长 1.5 倍符合预期，湿法隔膜开启成长之路 2016-10-24

■ **前三季度公司流动性略有下降。**期末公司存货 2.72 亿，较年初下降 6.5%。报告期末公司应收账款为 10.21 亿，较年初上涨 40%，回款期略有增加。预收账款 0.43 亿，较年初上涨 117%，说明公司订单增加。现金流方面，公司经营活动净现金流为 2.1 亿元，同比增长 35%；由于公司积极进行湿法隔膜产能建设，资本开支 3.75 亿，投资活动净现金流为 -3.71 亿；期内筹资活动净现金流为 -1.55 亿，主要由于公司偿还账务、支付股利等。报告期末公司短期借款额为 4.22 亿，较年初增加 37%，账面现金为 3.63 亿元，较年初减少 42%。

■ **拟投资新建 5000 万平干法隔膜产线，干湿两种技术齐头并进。**公司公告拟投资 0.8 亿，建设 2 条干法隔膜产线，共 5000 万平。由于政策鼓励高能量密度电池，湿法隔膜替代加速，上半年供不应求，占比逐步提升，但干法隔膜价格低（已跌破 3 元/平），工艺成熟，制孔均匀，且经过性能改进目前厚度可达到 16um（目前主流厚度为 20、24um），与湿法隔膜主流厚度差距缩小（湿法主流厚度为 12、16um），部分三元材料动力电池也在积极测试使用干法隔膜，因此干法隔膜未来也具有稳定的市场空间。我们预计公司干法隔膜产能已达 1 亿平，成熟稳定，是比亚迪的最大供应商，将通过产能建设继续拓展干法市场。其次，公司湿法产能已达 1.2 亿平，逐步达产，由于今年湿法隔膜加速替代，供不应求，价格坚挺，公司客户拓展顺利，包括中航锂电、比亚迪、沃特玛、CATL 等一线电池企业，且下半年公司另有两条线合计 0.7 亿平湿法产能投产，我们预计全年湿法隔膜销量将达 0.7 亿平，且随规模效应显现，毛利率有望稳中有升，我们预计全年隔膜利润有望超过 2.3 亿。

■ **投资建议：**我们预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润为 6.25 亿、7.3 亿、8.5 亿元，同比增长 28%/17%/16%，EPS 为 0.57/0.67/0.78 元，对应 PE 为 25x/21x/18x。由于公司湿法隔膜产能逐步释放，市场拓展顺利，业绩稳步提升，因此我们给以目标价 18 元，对应 2018 年 27 倍 PE，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**新能源汽车政策支持不达预期，新能源汽车产销不达预期，公司隔膜出货量不达预期，隔膜价格不及预期，BOPA 膜价格不及预期。

沧州明珠三大财务预测表

| 资产负债表 (百万) | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 流动资产 | 2,163 | 2,159 | 2,438 | 3,082 | 营业收入 | 2,765 | 3,209 | 3,717 | 4,200 |
| 现金 | 620 | 321 | 392 | 776 | 营业成本 | 1,856 | 2,102 | 2,447 | 2,767 |
| 应收账款 | 728 | 845 | 979 | 1,106 | 营业税金及附加 | 26 | 30 | 35 | 39 |
| 其他应收款 | 25 | 25 | 25 | 25 | 销售费用 | 123 | 135 | 156 | 176 |
| 预付账款 | 57 | 65 | 76 | 86 | 管理费用 | 94 | 108 | 126 | 142 |
| 存货 | 291 | 330 | 384 | 434 | 财务费用 | 46 | 43 | 35 | 9 |
| 其他 | 441 | 573 | 583 | 655 | 资产减值损失 | 10 | 9 | 10 | 9 |
| 非流动资产 | 1,468 | 1,676 | 1,966 | 1,993 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 6 | 6 | 6 | 6 | 投资净收益 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 固定资产 | 866 | 1,030 | 1,179 | 1,215 | 营业利润 | 615 | 788 | 914 | 1,062 |
| 无形资产 | 121 | 118 | 214 | 209 | 营业外收入 | 8 | 10 | 17 | 20 |
| 其他 | 476 | 522 | 567 | 563 | 营业外支出 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 资产总计 | 3,631 | 3,835 | 4,404 | 5,074 | 利润总额 | 613 | 788 | 922 | 1,073 |
| 流动负债 | 610 | 357 | 391 | 439 | 所得税 | 126 | 162 | 190 | 221 |
| 短期借款 | 309 | 17 | 0 | 0 | 净利润 | 487 | 626 | 732 | 852 |
| 应付账款 | 178 | 202 | 235 | 265 | 少数股东损益 | -1 | 1 | 1 | 2 |
| 其他 | 124 | 138 | 156 | 173 | 归属母公司净利润 | 487 | 625 | 730 | 850 |
| 非流动负债 | 249 | 249 | 249 | 249 | EBITDA | 767 | 923 | 1,059 | 1,195 |
| 长期借款 | 176 | 176 | 176 | 176 | EPS (元) | 0.45 | 0.57 | 0.67 | 0.78 |
| 其他 | 73 | 73 | 73 | 73 | | | | | |
| 负债合计 | 859 | 605 | 640 | 687 | | | | | |
| 少数股东权益 | 58 | 60 | 61 | 63 | | | | | |
| 股本 | 642 | 1,091 | 1,091 | 1,091 | | | | | |
| 资本公积 | 960 | 511 | 511 | 511 | | | | | |
| 留存收益 | 1,112 | 1,568 | 2,101 | 2,722 | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 2,714 | 3,170 | 3,703 | 4,324 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 3,631 | 3,835 | 4,404 | 5,074 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | 主要财务比率 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-------------|--------|-------|-------|-------|
| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 经营活动现金流 | 173 | 498 | 715 | 768 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 487 | 626 | 732 | 852 | 营业收入 | 27.1% | 16.1% | 15.8% | 13.0% |
| 折旧摊销 | 106 | 93 | 110 | 124 | 营业利润 | 129.9% | 28.1% | 16.1% | 16.2% |
| 财务费用 | 45 | 43 | 35 | 9 | 归属于母公司净利润 | 127.0% | 28.2% | 16.9% | 16.4% |
| 投资损失 | -5 | -5 | -5 | -5 | 获利能力 | | | | |
| 营运资金变动 | -468 | -266 | -167 | -221 | 毛利率(%) | 32.9% | 34.5% | 34.2% | 34.1% |
| 其他经营现金流 | 10 | 9 | 10 | 9 | 净利率(%) | 7.3% | 17.6% | 19.5% | 19.7% |
| 投资活动现金流 | -358 | -295 | -395 | -145 | ROE(%) | 18.0% | 19.7% | 19.7% | 19.7% |
| 资本支出 | 364 | 300 | 400 | 150 | ROIC(%) | 18.4% | 19.5% | 19.5% | 20.4% |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | |
| 其他投资现金流 | 7 | 5 | 5 | 5 | 资产负债率(%) | 23.7% | 15.8% | 14.5% | 13.5% |
| 筹资活动现金流 | 635 | -503 | -249 | -239 | 净负债比率 | 56.4% | 31.8% | 27.4% | 25.5% |
| 短期借款 | 0 | -292 | -17 | 0 | 流动比率 | 3.54 | 6.05 | 6.24 | 7.02 |
| 长期借款 | 176 | 0 | 0 | 0 | 速动比率 | 3.07 | 5.13 | 5.25 | 6.03 |
| 普通股增加 | 593 | 0 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | |
| 资本公积金增长 | 511 | -449 | 0 | 0 | 总资产周转率(次) | 0.76 | 0.84 | 0.84 | 0.84 |
| 其他筹资现金流 | -133 | -211 | -232 | -239 | 应收账款周转率(次) | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 现金净增加额 | 450 | -299 | 71 | 384 | 应付账款周转率(次) | 10.43 | 10.43 | 10.43 | 10.43 |

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址:<http://www.dwzq.com.cn>

