

分析师: 牟国洪

执业证书编号: S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

## PE 管道提前投产 关注锂电隔膜项目进展

——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(2018-01-29)

发布日期: 2018年01月30日

收盘价(元)	10.95
一年内最高/最低(元)	29.97/10.91
沪深300指数	4302.02
市净率(倍)	4.40
流通市值(亿元)	119.43

#### 投资要点:

**事件: 公司公告 PE 燃气管、给水管道产品扩产项目首期项目投产公告。**

#### 基础数据(2017-9-30)

每股净资产(元)	2.80
每股经营现金流(元)	0.19
毛利率(%)	29.40
净资产收益率_摊薄(%)	14.56
资产负债率(%)	24.62
总股本/流通股(万股)	109071.09/104454.56
B股/H股(万股)	0/0

- **首期PE管道扩产项目提前达产 预计PE管道业务将持续受益于城镇化和煤改气。**由于公司 PE 燃气、给水管道产品生产能力不足, 17 年 9 月 10 日, 公司公告拟以芜湖明珠作为项目投资主体, 在安徽新芜经济开发区投资 32,000 万元建设“聚乙烯(PE)燃气、给水管道产品扩产项目”, 项目分两期建设, 首期项目在 18 年 6 月之前建成投产。18 年 1 月 29 日, 公司公告首期项目现已开始正式投产, 将年新增 PE 燃气、给水管道产品产能 1.5 万吨。首期项目提前达产, 将进一步缓解公司 PE 燃气、给水管道产品供不应求局面。2016 年, 公司 PE 管道合计销售 11.33 万吨, 同比增长 21.97%, 预计 17 年销量约 13 万吨, 同时预计 18 年销售将持续保持两位数增长, 增长将主要受益于我国城镇建设, 以及京津冀“煤改气”改造工程等相关政策的实施。

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

- **17 年业绩略低于市场预期。**18 年 1 月 22 日, 公司公告了 17 年业绩快报: 全年营收 35.34 亿元, 同比增长 27.47%; 净利润 5.44 亿元, 同比增长 11.61%; 基本每股收益 0.4987 元, 业绩增长主要受益于 PE 管道产品、BOPA 薄膜产品、湿法锂离子电池隔膜产品销量增加以及 BOPA 薄膜产品销售价格增长影响所致。经测算, 公司 2017 年第四季度净利润 9901 万元, 而第三季度为 1.60 亿元, 四季度业绩略低于预期。

#### 相关报告

- **关注公司锂电池隔膜产能释放进展 18 年隔膜业绩增长可期。**17 年 10 月 19 日, 公司公告由全资子公司沧州隔膜科技投资建设“年产 5000 万平方米干法锂离子电池隔膜项目”, 项目投资 7991 万元, 合计 2 条干法隔膜生产线, 项目建设周期 1 年。目前, 公司干法隔膜产能 5000 万 m<sup>2</sup>, 湿法隔膜产能 1.2 亿 m<sup>2</sup>, 其中干法和湿法隔膜完全达产后将分别增至 1 亿和 1.9 亿 m<sup>2</sup>。公司扩产干法隔膜主要动力在于产能不能满足下游客户需求, 且公司干法隔膜技术与工艺均较成熟, 不排除提前投产可能性, 后续密切关注公司干法与湿法隔膜项目进展情况。

联系人: 叶英刚

电话: 021-50588666-8135

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

预计 18 年公司锂电池隔膜业绩将保持两位数增长, 主要基于如下三点: 一是我国锂电池隔膜替代空间巨大; 二是公司锂电池隔膜产能将逐步释放, 特别是湿法隔膜经过 17 年磨合和下游客户试用后, 产品良率等均得以提升; 三是我国新能源汽车仍将保持高速增长。17 年我国新能源汽车合计销售 76.78 万辆, 同比增长 53.03%, 发展新能源汽车为国家战略, 伴随新能源汽车性价比提升及政策持续扶持, 预计 18 年我国新能源汽车仍将保持高速增长。同时值得注意的是, 隔膜细分领域竞

争加剧，预计 18 年隔膜产品价格仍有下行空间，未来具备技术与规模优势的企业将显著受益于行业增长。

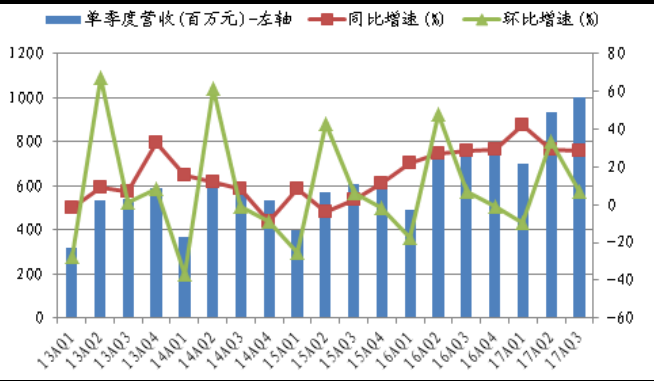
- **维持公司“增持”投资评级。** 预测公司 2017-18 年全面摊薄后的 PES 分别为 0.50 和 0.61 元，按 1 月 29 日 10.95 元收盘价计算，对应 PE 分别为 22.0 和 18.0 倍。目前估值相对于锂电池行业较低，维持公司“增持”投资评级。

**风险提示：** 新能源汽车政策出台力度低于预期；我国新能源汽车销量低于预期；隔膜行业竞争加剧。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2175.3	2764.8	3524.4	4236.3	4963.1
增长比率	4.1%	27.1%	27.5%	20.2%	17.2%
净利润(百万元)	214.6	487.3	543.9	664.9	764.4
增长比率	28.4%	127.0%	11.6%	22.2%	15.0%
每股收益(元)	0.20	0.45	0.50	0.61	0.70
市盈率(倍)	55.6	24.5	22.0	18.0	15.6

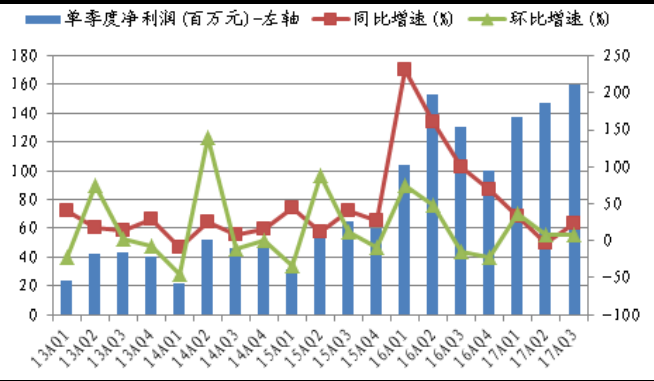
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2013-17 年公司单季度营收及增速



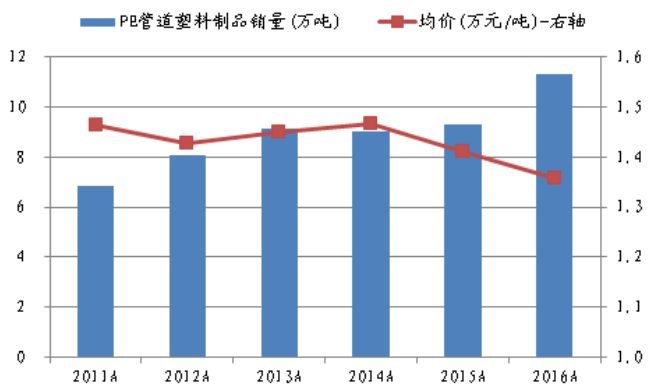
资料来源: 中原证券, Wind

图 2: 2013-17 年公司单季度净利润及增速



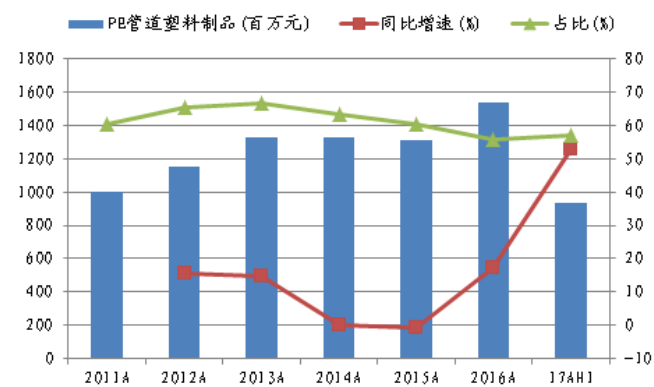
资料来源: 中原证券, Wind

图 3: 2011-16 年公司 PE 管道销量、增速及均价



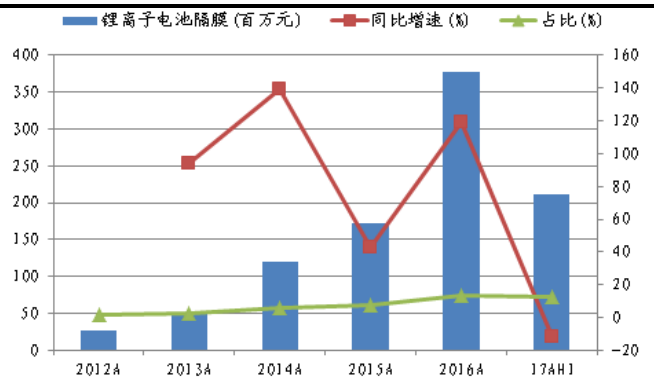
资料来源: 中原证券, 公司公告

图 4: 2011-17 年公司 PE 管道营收、增速及占比



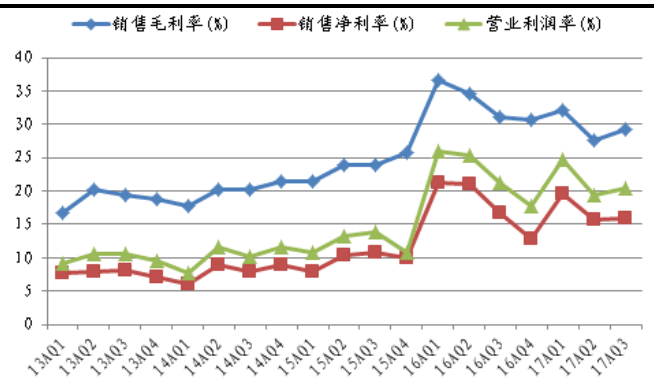
资料来源: 中原证券, 公司公告

图 5: 2012-17 年公司锂电池隔膜营收、增速及占比



资料来源: 中原证券, 公司公告

图 6: 2013-17 年公司单季度盈利能力



资料来源: 中原证券, Wind

### 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>2175.3</b>	<b>2764.8</b>	<b>3524.4</b>	<b>4236.3</b>	<b>4963.1</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	1,654.4	1,856.4	2,519.1	3,028.1	3,569.3	营业收入增长率	4.1%	27.1%	27.5%	20.2%	17.2%
营业税费	10.1	26.0	23.5	29.3	38.0	营业利润增长率	22.3%	129.9%	11.2%	22.2%	14.9%
销售费用	109.0	123.3	167.3	200.8	230.7	净利润增长率	28.4%	127.0%	11.6%	22.2%	15.0%
管理费用	74.5	93.6	110.9	140.6	163.0	EBITDA 增长率	21.8%	95.7%	3.5%	17.6%	13.3%
财务费用	50.0	46.4	9.0	-3.2	-4.4	EBIT 增长率	22.3%	108.3%	4.7%	20.1%	14.9%
资产减值损失	14.1	9.9	17.3	12.0	13.0	NOPLAT 增长率	30.0%	108.1%	4.8%	20.1%	14.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.3%	28.7%	11.1%	4.6%	8.8%
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%	31.8%	14.4%	14.5%
<b>营业利润</b>	<b>267.4</b>	<b>614.7</b>	<b>683.3</b>	<b>834.8</b>	<b>959.5</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%	28.5%	28.5%	28.1%
<b>利润总额</b>	<b>271.0</b>	<b>612.7</b>	<b>686.3</b>	<b>837.8</b>	<b>962.5</b>	营业利润率	12.3%	22.2%	19.4%	19.7%	19.3%
减: 所得税	55.6	126.2	140.7	171.7	197.3	净利润率	9.9%	17.6%	15.4%	15.7%	15.4%
<b>净利润</b>	<b>214.6</b>	<b>487.3</b>	<b>543.9</b>	<b>664.9</b>	<b>764.4</b>	EBITDA/营业收入	18.0%	27.7%	22.5%	22.0%	21.3%
<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%	19.6%	19.6%	19.2%
货币资金	156.8	620.4	815.7	1,202.8	1,545.8	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	118	108	83	61	45
应收帐款	681.5	753.4	1,103.9	1,144.2	1,464.2	<b>流动营业资本周转天数</b>	146	141	144	145	145
应收票据	196.4	412.5	468.6	540.0	631.8	流动资产周转天数	236	227	255	266	279
预付帐款	36.9	57.4	42.1	84.2	72.8	应收帐款周转天数	98	93	95	96	95
存货	218.7	291.3	370.4	426.9	525.7	存货周转天数	35	33	34	34	35
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	397	373	364
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	264	237	215
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%	15.1%	16.1%	16.2%
投资性房地产	19.1	18.1	18.1	18.1	18.1	ROA	8.8%	13.4%	13.2%	14.4%	14.2%
固定资产	788.1	865.7	769.2	672.6	576.0	ROIC	14.8%	27.6%	22.5%	24.3%	26.7%
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>4,132.6</b>	<b>4,641.2</b>	<b>5,395.3</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%	8.1%	8.0%	7.8%
应付帐款	181.2	202.1	333.0	319.2	435.4	<b>偿债能力</b>					
应付票据	2.5	3.3	8.6	3.1	10.8	资产负债率	26.4%	23.7%	11.6%	10.0%	11.3%
其他流动负债	62.8	96.3	91.2	88.2	108.1	负债权益比	35.9%	31.0%	13.1%	11.1%	12.8%
长期借款	-	175.5	-	-	-	流动比率	2.17	3.54	6.54	8.35	7.70
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	5.69	7.31	6.76
<b>负债总额</b>	<b>643.6</b>	<b>859.1</b>	<b>479.8</b>	<b>462.0</b>	<b>611.5</b>	利息保障倍数	6.34	14.23	76.69	-256.74	-216.55
少数股东权益	-	58.5	60.1	61.2	62.0	<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	0.10	0.13	0.15
留存收益	1,173.4	2,072.3	2,502.0	3,027.3	3,631.1	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>3,652.8</b>	<b>4,179.2</b>	<b>4,783.8</b>	股息收益率	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	1.3%
<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	543.9	664.9	764.4	EPS(元)	0.20	0.45	0.50	0.61	0.70
加: 折旧和摊销	74.9	105.7	100.3	100.3	100.3	BVPS(元)	1.64	2.49	3.29	3.78	4.33
资产减值准备	14.1	9.9	-	-	-	PE(X)	55.6	24.5	22.0	18.0	15.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.7	4.4	3.3	2.9	2.5
财务费用	46.1	44.6	9.0	-3.2	-4.4	P/FCF	-53.8	190.4	-57.3	22.2	23.2
投资收益	-4.4	-5.4	-6.0	-6.0	-6.0	P/S	5.5	4.3	3.4	2.8	2.4
少数股东损益	0.8	-0.7	1.6	1.1	0.8	EV/EBITDA	17.6	8.8	14.0	11.5	9.8
营运资金的变动	-221.4	-490.2	-305.1	-236.9	-362.5	CAGR(%)	45.7%	16.3%	47.7%	45.7%	16.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>132.1</b>	<b>172.8</b>	<b>343.8</b>	<b>520.2</b>	<b>492.6</b>	PEG	1.2	1.5	0.5	0.4	1.0
投资活动产生现金流量	-222.1	-357.7	6.0	6.0	6.0	ROIC/WACC	1.4	2.6	2.1	2.3	2.5
融资活动产生现金流量	-192.3	634.9	-154.4	-139.1	-155.7	REP	2.6	1.1	1.9	1.6	1.3

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。