

# 沧州明珠 (002108)

证券研究报告

2018年03月23日

## 2017 业绩略增长，产品降价或拖累 2018 年业绩

公司发布 2017 年报，符合市场预期

公司发布 2017 年报，实现营收 35.2 亿，同比增长 27.5%，实现归母净利润 5.5 亿，同比增长 11.9%，实现扣非后归母净利 5.4 亿，同比增长 10.1%，基本符合市场预期。同时公司预告 2018 年一季度实现归母净利 5491-9609 万元，同比下降 30-60%。

### 业绩增长主要受益于 BOPA 膜涨价，湿法隔膜放量

2017 年业绩增长主要受益于 BOPA 涨价和湿法隔膜放量：1) 根据百川资讯，2017 年 BOPA 均价从 29722 元/吨上涨至 34632 元/吨，同比上涨 16.5%；BOPA 价差从 12134 元/吨扩大至 17202 元/吨，同比扩大 42%，公司 2017 年 BOPA 塑料制模产销约 3.3 万吨，产品盈利大幅受益行业景气上行。2) 2017 年 8 月公司“年产 6000 万平方米湿法锂离子隔膜项目”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 7 月建设完成并投产，三季度开始湿法隔膜产能逐渐爬坡，公司隔膜产品 2017 年销量为 1718 吨（折合 1.39 亿平米），比 2016 年增加 240 余吨，出货量实现显著增长。2017 年公司三项费用与 2016 年比基本持平，其中销售费用增加 2600 万，管理费用增加 600 万，财务费用下降 3400 万。

### 预计一季度业绩同比有所下降，主要受 BOPA 和隔膜降价

由于供给更加宽松，2018 年 1 季度，BOPA 膜价格由去年同期 42123 元/吨下降至 30572 元/吨，PA6 切片由去年同期 18959 元/吨下降至 17649 元/吨，价差由去年同期 16164 元/吨下降至 5923 元/吨。在补贴政策调整和新产能投放驱动，隔膜 2018 年一季度降价压力逐渐显现，湿法隔膜由去年同期 5 元/平米下降至目前 3.5 元/平米，干法隔膜由去年同期 3 元/平米下降至目前 2.3 元/平米。基于以上原因，预计 1 季度业绩会同比有所下滑。价格数据来源于百川资讯。

### 盈利预测与评级

基于产品价格下行趋势，预计 2018-2019 年公司归母净利由 6.92 亿、7.81 亿下调至 4.75 亿、5.00 亿，对应 PE 为 36.3/34.4 倍。给予 2018 年 27 倍 PE，目标价由 17.7 下调至 11.88 元，维持买入评级。

**风险提示：**产品价格下降；新产能投放不达预期

| 财务数据和估值     | 2016     | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 2,764.82 | 3,524.44 | 3,383.46 | 3,383.46 | 3,721.81 |
| 增长率(%)      | 27.10    | 27.47    | (4.00)   | 0.00     | 10.00    |
| EBITDA(百万元) | 765.54   | 849.45   | 654.17   | 692.08   | 804.26   |
| 净利润(百万元)    | 487.32   | 545.28   | 475.05   | 500.32   | 569.26   |
| 增长率(%)      | 127.05   | 11.89    | (12.88)  | 5.32     | 13.78    |
| EPS(元/股)    | 0.45     | 0.50     | 0.44     | 0.46     | 0.52     |
| 市盈率(P/E)    | 35.36    | 31.60    | 36.28    | 34.44    | 30.27    |
| 市净率(P/B)    | 6.35     | 5.46     | 4.87     | 4.38     | 3.92     |
| 市销率(P/S)    | 6.23     | 4.89     | 5.09     | 5.09     | 4.63     |
| EV/EBITDA   | 16.73    | 14.31    | 25.52    | 23.93    | 20.59    |

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   | 10.10 元   |
| 目标价格   | 11.88 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) | 1,090.71   |
| A 股总市值(百万元)   | 11,016.18  |
| 流通 A 股市值(百万元) | 11,016.18  |
| 每股净资产(元)      | 2.89       |
| 资产负债率(%)      | 16.04      |
| 一年内最高/最低(元)   | 29.97/8.73 |

### 作者

李辉 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517040001  
hui@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《沧州明珠-季报点评:三季报符合预期，隔膜新产能驱动业绩稳定增长》 2017-10-20
- 《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



财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)      | 2016            | 2017            | 2018E           | 2019E           | 2020E           |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金            | 620.39          | 324.67          | 465.89          | 590.41          | 615.54          |
| 应收账款            | 753.44          | 807.61          | 1,072.09        | 807.61          | 1,260.06        |
| 预付账款            | 57.41           | 42.42           | 54.94           | 42.42           | 63.23           |
| 存货              | 291.25          | 291.15          | 334.80          | 291.15          | 388.08          |
| 其他              | 440.57          | 618.88          | 248.51          | 595.47          | 333.91          |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>2,163.06</b> | <b>2,084.72</b> | <b>2,176.23</b> | <b>2,327.06</b> | <b>2,660.83</b> |
| 长期股权投资          | 5.58            | 5.63            | 5.63            | 5.63            | 5.63            |
| 固定资产            | 865.75          | 1,193.69        | 1,303.79        | 1,458.45        | 1,633.87        |
| 在建工程            | 286.24          | 301.74          | 241.04          | 324.63          | 374.78          |
| 无形资产            | 121.31          | 128.50          | 173.71          | 168.92          | 164.14          |
| 其他              | 189.46          | 114.48          | 129.86          | 141.88          | 127.33          |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>1,468.34</b> | <b>1,744.03</b> | <b>1,854.03</b> | <b>2,099.51</b> | <b>2,305.74</b> |
| <b>资产总计</b>     | <b>3,631.39</b> | <b>3,828.76</b> | <b>4,030.26</b> | <b>4,426.57</b> | <b>4,966.57</b> |
| 短期借款            | 308.76          | 142.17          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 应付账款            | 202.06          | 259.18          | 255.48          | 259.18          | 299.30          |
| 其他              | 99.59           | 122.13          | 114.06          | 95.82           | 128.73          |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>610.41</b>   | <b>523.48</b>   | <b>369.55</b>   | <b>355.00</b>   | <b>428.03</b>   |
| 长期借款            | 175.52          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 应付债券            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他              | 73.15           | 90.56           | 65.96           | 76.56           | 77.69           |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>248.67</b>   | <b>90.56</b>    | <b>65.96</b>    | <b>76.56</b>    | <b>77.69</b>    |
| <b>负债合计</b>     | <b>859.08</b>   | <b>614.04</b>   | <b>435.50</b>   | <b>431.56</b>   | <b>505.72</b>   |
| 少数股东权益          | 58.46           | 58.24           | 58.24           | 58.24           | 68.68           |
| 股本              | 641.59          | 1,090.71        | 1,090.71        | 1,090.71        | 1,090.71        |
| 资本公积            | 960.24          | 511.12          | 511.12          | 511.12          | 511.12          |
| 留存收益            | 2,072.26        | 2,065.77        | 2,445.81        | 2,846.06        | 3,301.47        |
| 其他              | (960.24)        | (511.12)        | (511.12)        | (511.12)        | (511.12)        |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>2,772.32</b> | <b>3,214.72</b> | <b>3,594.76</b> | <b>3,995.01</b> | <b>4,460.86</b> |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>3,631.39</b> | <b>3,828.76</b> | <b>4,030.26</b> | <b>4,426.57</b> | <b>4,966.57</b> |

  

| 现金流量表(百万元)     | 2016            | 2017            | 2018E           | 2019E           | 2020E           |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 486.58          | 545.06          | 475.05          | 500.32          | 569.26          |
| 折旧摊销           | 105.65          | 144.32          | 56.15           | 66.99           | 79.50           |
| 财务费用           | 44.57           | 12.19           | (0.00)          | (4.76)          | (5.04)          |
| 投资损失           | (5.42)          | (2.61)          | (4.50)          | (4.50)          | (4.50)          |
| 营运资金变动         | (490.16)        | (143.79)        | (2.79)          | (42.73)         | (220.22)        |
| 其它             | 31.56           | (53.13)         | 0.00            | 0.00            | 10.43           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>172.79</b>   | <b>502.04</b>   | <b>523.90</b>   | <b>515.32</b>   | <b>429.44</b>   |
| 资本支出           | 329.64          | 476.31          | 174.60          | 289.40          | 298.87          |
| 长期投资           | (2.60)          | 0.05            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | (684.70)        | (800.76)        | (320.10)        | (584.90)        | (594.37)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(357.66)</b> | <b>(324.40)</b> | <b>(145.50)</b> | <b>(295.50)</b> | <b>(295.50)</b> |
| 债权融资           | 484.28          | 142.17          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 股权融资           | 487.19          | (12.34)         | 0.00            | 4.76            | 5.04            |
| 其他             | (336.54)        | (606.48)        | (237.18)        | (100.06)        | (113.85)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>634.93</b>   | <b>(476.65)</b> | <b>(237.18)</b> | <b>(95.30)</b>  | <b>(108.81)</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>450.05</b>   | <b>(299.01)</b> | <b>141.22</b>   | <b>124.52</b>   | <b>25.12</b>    |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2016            | 2017            | 2018E           | 2019E           | 2020E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>2,764.82</b> | <b>3,524.44</b> | <b>3,383.46</b> | <b>3,383.46</b> | <b>3,721.81</b> |
| 营业成本             | 1,856.36        | 2,538.98        | 2,503.76        | 2,503.76        | 2,716.92        |
| 营业税金及附加          | 25.96           | 34.55           | 31.80           | 31.80           | 34.98           |
| 营业费用             | 123.28          | 149.14          | 145.49          | 135.34          | 148.87          |
| 管理费用             | 93.63           | 100.79          | 104.89          | 87.97           | 96.77           |
| 财务费用             | 46.45           | 12.34           | (0.00)          | (4.76)          | (5.04)          |
| 资产减值损失           | 9.88            | (2.77)          | 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            | 5.42            | 2.61            | 4.50            | 4.50            | 4.50            |
| 其他               | (10.83)         | (16.81)         | (9.00)          | (9.00)          | (9.00)          |
| <b>营业利润</b>      | <b>614.67</b>   | <b>705.61</b>   | <b>598.02</b>   | <b>629.85</b>   | <b>729.80</b>   |
| 营业外收入            | 7.55            | 3.92            | 7.50            | 7.50            | 7.50            |
| 营业外支出            | 9.47            | 6.89            | 7.30            | 7.30            | 7.30            |
| <b>利润总额</b>      | <b>612.75</b>   | <b>702.65</b>   | <b>598.22</b>   | <b>630.05</b>   | <b>730.00</b>   |
| 所得税              | 126.17          | 157.59          | 123.17          | 129.73          | 150.31          |
| <b>净利润</b>       | <b>486.58</b>   | <b>545.06</b>   | <b>475.05</b>   | <b>500.32</b>   | <b>579.69</b>   |
| 少数股东损益           | (0.74)          | (0.22)          | 0.00            | 0.00            | 10.43           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>487.32</b>   | <b>545.28</b>   | <b>475.05</b>   | <b>500.32</b>   | <b>569.26</b>   |
| 每股收益(元)          | 0.45            | 0.50            | 0.44            | 0.46            | 0.52            |

  

| 主要财务比率         | 2016    | 2017   | 2018E   | 2019E  | 2020E  |
|----------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |         |        |         |        |        |
| 营业收入           | 27.10%  | 27.47% | -4.00%  | 0.00%  | 10.00% |
| 营业利润           | 129.86% | 14.80% | -15.25% | 5.32%  | 15.87% |
| 归属于母公司净利润      | 127.05% | 11.89% | -12.88% | 5.32%  | 13.78% |
| <b>获利能力</b>    |         |        |         |        |        |
| 毛利率            | 32.86%  | 27.96% | 26.00%  | 26.00% | 27.00% |
| 净利率            | 17.63%  | 15.47% | 14.04%  | 14.79% | 15.30% |
| ROE            | 17.96%  | 17.27% | 13.43%  | 12.71% | 12.96% |
| ROIC           | 27.59%  | 22.74% | 16.27%  | 16.55% | 17.64% |
| <b>偿债能力</b>    |         |        |         |        |        |
| 资产负债率          | 23.66%  | 16.04% | 10.81%  | 9.75%  | 10.18% |
| 净负债率           | 4.47%   | -7.64% | 4.09%   | -0.76% | -3.56% |
| 流动比率           | 3.54    | 3.98   | 5.89    | 6.56   | 6.22   |
| 速动比率           | 3.07    | 3.43   | 4.98    | 5.73   | 5.31   |
| <b>营运能力</b>    |         |        |         |        |        |
| 应收账款周转率        | 3.85    | 4.52   | 3.60    | 3.60   | 3.60   |
| 存货周转率          | 10.84   | 12.10  | 10.81   | 10.81  | 10.96  |
| 总资产周转率         | 0.91    | 0.94   | 0.86    | 0.80   | 0.79   |
| <b>每股指标(元)</b> |         |        |         |        |        |
| 每股收益           | 0.45    | 0.50   | 0.44    | 0.46   | 0.52   |
| 每股经营现金流        | 0.16    | 0.46   | 0.48    | 0.47   | 0.39   |
| 每股净资产          | 2.49    | 2.89   | 3.24    | 3.61   | 4.03   |
| <b>估值比率</b>    |         |        |         |        |        |
| 市盈率            | 35.36   | 31.60  | 36.28   | 34.44  | 30.27  |
| 市净率            | 6.35    | 5.46   | 4.87    | 4.38   | 3.92   |
| EV/EBITDA      | 16.73   | 14.31  | 25.52   | 23.93  | 20.59  |
| EV/EBIT        | 19.37   | 17.21  | 27.92   | 26.49  | 22.85  |

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        |