东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩略低于预期，产能扩张稳步推进

——沧州明珠（002108）2017 年度财报点评

2018 年 03 月 23 日

强烈推荐/维持

沧州明珠 | 财报点评

刘宇卓	分析师	执业证书编号：S1480516110002
	liuyuzhuo@dxzq.net.cn 010-66554030	
廖鹏飞	分析师	执业证书编号：S1480517090001
	liaopf@dxzq.net.cn 010-66554121	
张明烨	分析师	执业证书编号：S1480517120002
	zhang_my@dxzq.net.cn 0755-82832017	
罗四维	研究助理	
	luosw@dxzq.net.cn 010-66554047	

事件：

沧州明珠发布 2017 年年报：全年实现营业收入 35.24 亿元，YoY+27%，归母净利润 5.45 亿元，YoY+12%，对应 EPS 为 0.50 元。公司拟每 10 股派发现金红利 2 元（含税）并转增 3 股。

其中，第 4 季度单季实现营业收入 8.86 亿元，YoY+15%，QoQ-12%，归母净利润 1.00 亿元，YoY+0.3%，QoQ-37%，对应 EPS 为 0.09 元。

公司预计 2018 年 1 季度净利润区间为 0.55~0.96 亿元，YoY-30~60%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
营业收入（百万元）	725.53	778.43	770.44	699	935.93	1003.13	886.38
增长率（%）	26.88%	28.43%	29.19%	42.53%	29.00%	28.87%	15.05%
毛利率（%）	34.47%	31.16%	30.66%	32.12%	27.53%	29.24%	23.69%
期间费用率（%）	7.29%	8.59%	12.22%	6.39%	6.48%	7.84%	8.83%
营业利润率（%）	25.37%	21.33%	17.85%	24.78%	19.44%	20.42%	16.43%
净利润（百万元）	153.11	130.44	99.38	137.40	147.81	159.80	100.05
增长率（%）	160.09%	98.53%	68.32%	32.56%	-03.46%	22.51%	00.68%
每股盈利（季度，元）	0.25	0.21	0.16	0.21	0.14	0.15	0.09
资产负债率（%）	34.94%	35.05%	23.66%	26.23%	28.78%	24.62%	16.04%
净资产收益率（%）	7.85%	6.27%	3.58%	4.72%	5.00%	5.13%	3.11%
总资产收益率（%）	5.11%	4.07%	2.74%	3.48%	3.56%	3.87%	2.61%

观点：

锂电池隔膜业务收入同比增长 14%，毛利率下滑 16ppt，干法、湿法隔膜产能扩张稳步推进。2017 年公司有 3 条湿法隔膜新生产线先后投产，产能共增加 9500 万平米，我们测算，2017 年公司湿法隔膜销量约 5314 万平米，YoY+243%，干法隔膜销量约 8615 万平米，YoY-9%。目前公司尚有 7000 万平米湿法隔膜、5000 万平米干法隔膜产能在建，未来全部投产后，公司干法、湿法隔膜产能将分别达到 1 亿平米和 1.9 亿平米。虽然受相关政策和市场影响，我们预计今年隔膜均价仍将继续下滑，但下游新能源汽车市场增长和公司隔膜产能逐步释放将推动销量大幅提升。

PE 管道业务收入同比增长 37%，新增 1.5 万吨产能已投产，有助于提升市占率。受京津冀地区“煤改气”改造工程等相关政策的影响，公司 PE 管道产品供不应求。子公司芜湖明珠投建的“PE 燃气、给水管道产品扩产项目”一期工程已于 2018 年 1 月底投产，新增 1.5 万吨产能。公司 2017 年 PE 管道销量 14.95 万吨，YoY+32%，2018 年销量目标 16 万吨，保持稳步增长。

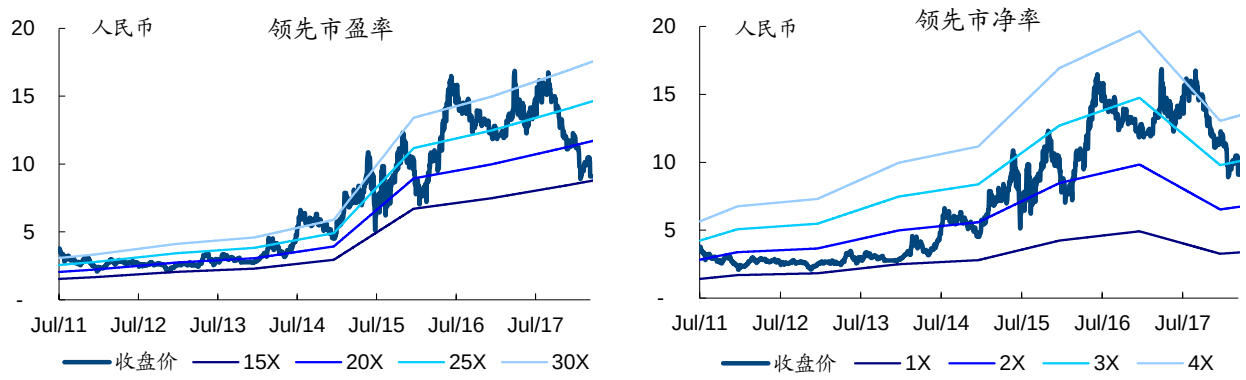
结论：

我们预计公司2018~2020年净利润分别为6.18亿元、6.95亿元、7.66亿元，EPS分别为0.57元、0.64元、0.70元。目前股价对应P/E分别为16倍、14倍、13倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

产品价格下跌；新产能投放进度不及预期；市场开拓进度不及预期。

图 1：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				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	2163	2085	2536	3109	3785	**营业收入**	2765	3524	3943	4363	4772
货币资金	620	325	578	951	1432	**营业成本**	1882	2574	2861	3154	3443
应收账款	728	755	845	935	1023	营业税金及附加	26	35	39	43	47
其他应收款	25	52	47	52	57	营业费用	123	149	167	185	202
预付款项	57	42	58	65	71	管理费用	94	101	113	125	136
存货	291	291	324	357	389	财务费用	46	12	6	5	3
其他流动资产	441	619	684	749	813	资产减值损失	10	-3	0	0	0
非流动资产合计	1468	1744	1735	1653	1508	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	6	6	6	6	6	投资净收益	5	3	0	0	0
固定资产	866	1194	1367	1339	1232	**营业利润**	615	694	797	896	987
无形资产	121	128	125	122	119	营业外收入	8	4	0	0	0
其他非流动资产	476	416	238	187	152	营业外支出	9	7	0	0	0
资产总计	3631	3829	4271	4762	5293	**利润总额**	613	703	797	896	987
流动负债合计	610	523	566	610	652	所得税	126	158	179	201	221
短期借款	309	142	142	142	142	**净利润**	487	545	618	695	766
应付账款	178	236	263	289	316	少数股东损益	1	0	0	0	0
预收款项	20	15	17	19	20	归属母公司净利润	487	545	618	695	766
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	660	715	803	900	990
非流动负债合计	249	91	91	91	91	**EPS（元）**	0.45	0.50	0.57	0.64	0.70
长期借款	176	0	0	0	0	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	859	614	657	700	743	**成长能力**					
少数股东权益	58	58	58	58	58	营业收入增长	27.10%	27.47%	11.88%	10.66%	9.36%
实收资本(或股本)	642	1091	1091	1091	1091	营业利润增长	129.86	12.91%	14.82%	12.38%	10.20%
资本公积	960	511	511	511	511	归属于母公司净利润	127.05	11.89%	13.40%	12.38%	10.20%
未分配利润	1112	1555	1955	2402	2890	**获利能力**					
归属母公司股东权	2714	3156	3557	4004	4492	毛利率(%)	31.92%	26.98%	27.45%	27.72%	27.84%
负债和所有者权	3631	3829	4271	4762	5293	净利率(%)	17.60%	15.47%	15.68%	15.92%	16.04%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	13.42%	14.24%	14.48%	14.59%	14.47%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	17.93%	17.27%	17.38%	17.35%	17.04%
经营活动现金流	173	502	647	746	832	**偿债能力**					
净利润	487	545	618	695	766	资产负债率(%)	24%	16%	15%	15%	14%
折旧摊销	104	143	179	202	215	流动比率	3.54	3.98	4.48	5.10	5.80
财务费用	46	12	6	5	3	速动比率	3.07	3.43	3.91	4.52	5.20
应收账款减少	381	174	198	200	195	**营运能力**					
预收帐款增加	55	80	43	43	43	总资产周转率	2.14	2.19	2.27	2.58	3.02
投资活动现金流	-358	-324	-170	-120	-70	应收账款周转率	4.08	4.75	4.93	4.90	4.87
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	13.35	14.13	14.29	14.42	30.20
长期股权投资减少	-414	-338	-170	-120	-70	**每股指标（元）**					
投资收益	5	3	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.45	0.50	0.57	0.64	0.70
筹资活动现金流	635	-477	-224	-252	-281	每股净现金流(最新	0.70	-0.47	0.39	0.58	0.75
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.23	4.92	3.26	3.67	4.12
长期借款增加	121	-342	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	593	0	0	0	0	P/E	20.35	18.18	16.03	14.27	12.95
资本公积增加	511	-449	0	0	0	P/B	2.15	1.85	2.79	2.48	2.21
现金净增加额	452	-301	253	374	481	EV/EBITDA	7.45	11.34	9.66	8.26	7.16

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015 年就职于民生证券，2016 年加入东兴证券。

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。

张明烨

清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2 年化工实业经验，2015 年 10 月起从事基础化工行业分析，2017 年 6 月加入东兴证券研究所化工团队。

研究助理简介

罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，3 年化工实业经验，2017 年 7 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。