

分析师: 牟国洪

执业证书编号: S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

业绩大幅低于预期 下半年将改善

——沧州明珠(002108)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

市场数据(2018-08-17)

收盘价(元)	4.51
一年内最高/最低(元)	17.25/4.06
沪深300指数	3229.62
市净率(倍)	2.03
流通市值(亿元)	63.95

基础数据(2018-6-30)

每股净资产(元)	2.16
每股经营现金流(元)	-0.02
毛利率(%)	18.61
净资产收益率-摊薄(%)	4.03
资产负债率(%)	30.95
总股本/流通股(万股)	141792.42/141792.42
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

1 《沧州明珠(002108)公司点评报告: PE管道提前投产 关注锂电隔膜项目进展》
2018-01-30

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

发布日期: 2018年08月20日

事件: 8月17日, 公司公布2018年半年度报告。

投资要点:

- **上半年业绩显著低于预期。**2018年上半年, 公司实现营业收入14.99亿元, 同比下降8.52%; 营业利润1.57亿元, 同比大幅下降55.89%; 净利润1.23亿元, 同比下降56.70%, 基本每股收益0.09元。公司上半年业绩显著低于预期, 主要系各业务发展均不及预期, 以及BOPA薄膜价格大幅下滑, 而锂电池隔膜处于产能爬坡期等。另外, 公司预计18年1-9月净利润为1.78-3.11亿元, 同比变动幅度为-60%至-30%。考虑公司各业务基本面总体尚可, 预计下半年业绩环比有望改善。
- **PE管道塑料制品营收略有下滑 预计下半年有望恢复增长。**PE管道塑料制品为公司传统优势产品, 2016-17年受益于“煤改气”政策等因素驱动致业绩持续大幅增长。18年上半年, 公司PE管道塑料制品营收9.20亿元, 同比略降1.61%, 在公司营收中占比61.52%, 主要是“煤改气”政策推进放缓, 产品销量不及预期。18年1月, 子公司芜湖明珠新增PE燃气、给水管道产品产能1.5万吨, 将利于提升公司竞争力; 考虑环境因素, “煤改气”总体仍将推进, 且公司正大力推进给水管道市场。同时, 公司RTP管(热塑性增强塑料管)进展顺利, 该产品主要用于海陆油气田的开采与运输, 且该产品生产技术只有国外极少数厂家掌握。
- **BOPA薄膜受累于价格下行。**2016-17年, 公司BOPA薄膜制品业绩大幅增长, 主要受益于价格上行。18年上半年, BOPA薄膜产品产量和销量同比均提升, 但受累于价格大幅下行致营收下滑, 上半年实现营收4.02亿元, 同比下降10.54%。中长期而言, 公司BOPA薄膜业务仍值得关注: 一是公司自制母料在三个厂区六条BOPA薄膜生产线全部投入使用, 使用率在95%以上, 同时硅系母料的研发也在二氧化硅选型关键点上获重大进展, 目前已经投入使用; 二是主要备件实现国产化, 维修成本大幅降低; 三是专用尼龙膜销售取得实质性进展, 其下游用于锂电池铝塑包装及药品包装, 目前主要依赖于进口。公司专业尼龙膜于18年3月通过上海紫金企业验证并批量供货, 同时给东莞卓越、苏州锂盾、浙江道明等提供了样品, 后续市场空间有望逐步打开。
- **锂电池隔膜业务大幅低于预期 后期关注市场拓展进展。**2012-17年, 公司锂电池隔膜业绩持续增长, 营收由12年的2588万元增至17年的4.32亿元。18年上半年, 公司锂电池隔膜营收1.62亿元, 同比下降23.5%, 为近年来首次下滑, 业绩大幅低于预期, 上半年锂电池隔膜产品销量同比增长, 营收下滑主要系行业产能释放致产品价格下滑。德

州东鸿制膜于 18 年 3 月通过 IATF16949 认证审核工作；隔膜事业部先后接待了三星、盟固利、ATL、CATL、中航锂电等大客户沧州验厂，均一次性通过，后续重点关注市场拓展进展；产能方面，“年产 1.05 亿平方米湿法锂电池隔膜项目”三条线已于 18 年 7 月全部投产，但存在一定的产能爬坡期，而“年产 5000 万平方米干法锂电池隔膜项目”按计划实施中。

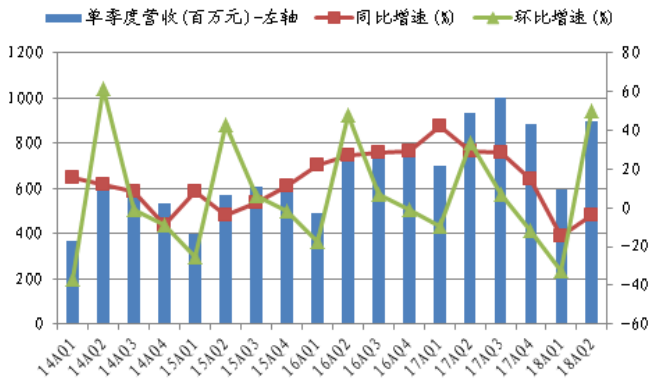
- **盈利能力显著回落 预计下半年环比改善。**2018 年上半年，公司销售毛利率 18.61%，同比显著回落 10.88 个百分点，其中第二季度为 18.62%，环比一季度略提升 0.03 个百分点。分业务毛利率显示：PE 管道塑料制品为 19.63%，同比回落 2.04 个百分点；BOPA 薄膜塑料制品为 18.13%，同比回落 16.08 个百分点，主要系产品价格下行；锂电池隔膜 12.28%，同比大幅回落 45.68 个百分点，主要系隔膜新线投产后产能未释放，以及行业竞争加剧。考虑公司各业务基本面情况，如 BOPA 薄膜采用自制母料，隔膜产能相继释放，总体预计下半年盈利将环比改善。
- **维持公司“增持”投资评级。**预测公司 2018-19 年摊薄后的 EPS 分别为 0.25 和 0.32 元，按 8 月 17 日 4.51 元收盘价计算，对应 PE 分别为 18.0 和 14.0 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。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2764.8	3524.4	3577.1	4002.1	4638.2
增长比率	27.1%	27.5%	1.5%	11.9%	15.9%
净利润(百万元)	487.3	545.3	354.7	458.4	525.5
增长比率	127.0%	11.9%	-34.9%	29.2%	14.6%
每股收益(元)	0.34	0.38	0.25	0.32	0.37
市盈率(倍)	13.1	11.7	18.0	14.0	12.2

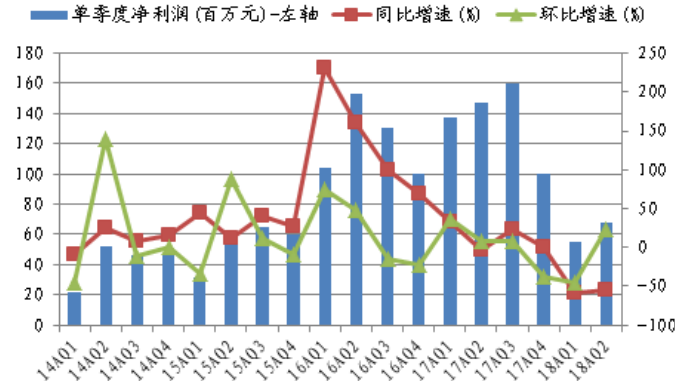
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2014-18 年公司单季度营收及增速



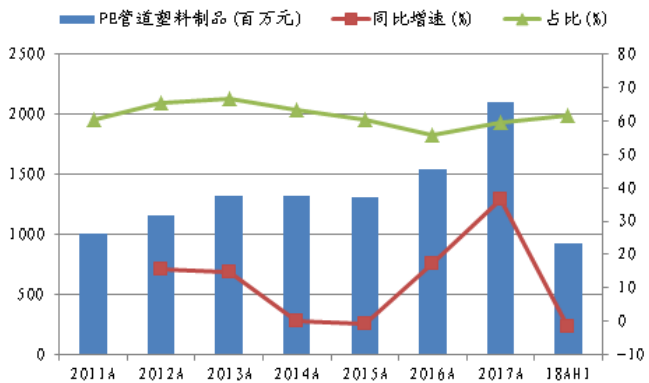
资料来源：中原证券，Wind

图 2: 2014-18 年公司单季度净利润及增速



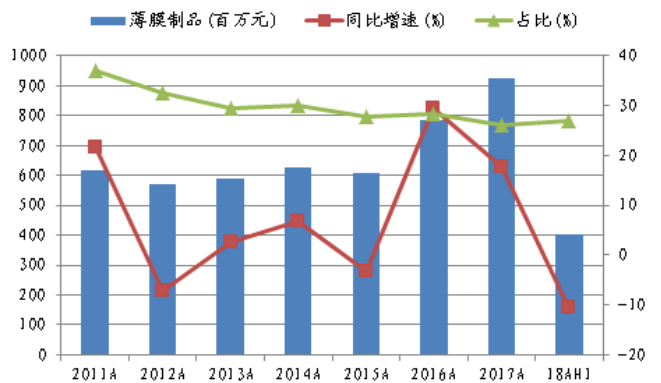
资料来源：中原证券，Wind

图 3: 2011-18 年公司 PE 管道营收、增速及占比



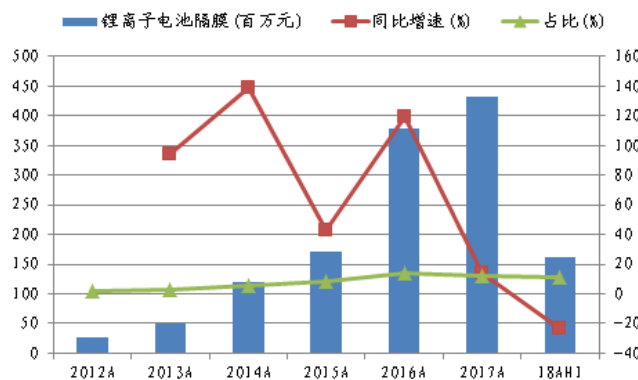
资料来源：中原证券，公司公告，Wind

图 4: 2011-18 年公司 BOPA 薄膜营收、增速及占比



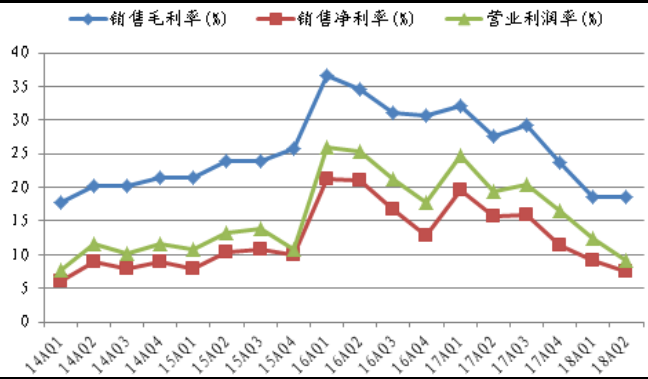
资料来源：中原证券，公司公告，Wind

图 5: 2012-18 年公司锂电池隔膜营收、增速及占比



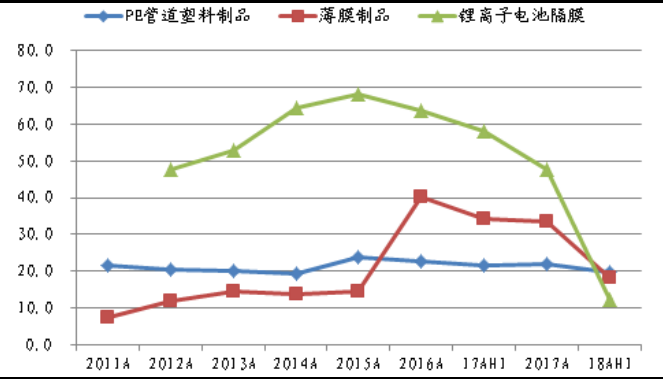
资料来源：中原证券，公司公告，Wind

图 6: 2014-18 年公司单季度盈利能力



资料来源: 中原证券, Wind

图 7: 2011-18 年公司分产品毛利率 (%)



资料来源: 中原证券, Wind, 公司公告

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2764.8	3524.4	3577.1	4002.1	4638.2	成长性					
减: 营业成本	1,856.4	2,539.0	2,846.1	3,110.1	3,615.9	营业收入增长率	27.1%	27.5%	1.5%	11.9%	15.9%
营业税费	26.0	34.6	28.4	36.2	41.4	营业利润增长率	129.9%	14.8%	-35.1%	29.1%	14.7%
销售费用	123.3	149.1	142.4	158.1	181.8	净利润增长率	127.0%	11.9%	-34.9%	29.2%	14.6%
管理费用	93.6	100.8	95.1	106.1	122.4	EBITDA 增长率	95.7%	11.0%	-32.7%	22.8%	12.7%
财务费用	46.4	12.3	14.2	14.2	15.4	EBIT 增长率	108.3%	6.8%	-36.2%	28.9%	15.3%
资产减值损失	9.9	-2.8	18.2	14.5	10.0	NOPLAT 增长率	108.1%	6.1%	-34.3%	28.2%	14.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	28.7%	19.2%	-1.4%	4.2%	3.3%
投资和汇兑收益	5.4	2.6	4.1	4.1	3.6	净资产增长率	54.7%	16.0%	17.3%	8.2%	8.2%
营业利润	614.7	705.6	457.8	591.0	677.8	利润率					
加: 营业外净收支	-1.9	-3.0	0.2	0.2	0.2	毛利率	32.9%	28.0%	20.4%	22.3%	22.0%
利润总额	612.7	702.6	458.0	591.2	678.0	营业利润率	22.2%	20.0%	12.8%	14.8%	14.6%
减: 所得税	126.2	157.6	103.0	133.0	152.6	净利润率	17.6%	15.5%	9.9%	11.5%	11.3%
净利润	487.3	545.3	354.7	458.4	525.5	EBITDA/营业收入	27.7%	24.1%	16.0%	17.5%	17.1%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	23.9%	20.0%	12.6%	14.5%	14.4%
货币资金	620.4	324.7	762.0	938.9	1,190.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	108	105	114	92	70
应收帐款	753.4	807.6	990.4	963.4	1,253.3	流动营业资本周转天数	141	134	142	140	140
应收票据	412.5	547.6	330.8	654.0	527.3	流动资产周转天数	227	217	237	254	259
预付帐款	57.4	42.4	76.1	60.5	90.1	应收帐款周转天数	93	80	90	88	86
存货	291.3	291.1	426.7	357.3	527.0	存货周转天数	33	30	36	35	34
其他流动资产	28.1	71.3	44.2	47.9	54.5	总资产周转天数	395	381	408	397	372
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	283	274	292	264	237
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	ROE	18.0%	17.3%	9.6%	11.4%	12.1%
投资性房地产	18.1	17.1	17.1	17.1	17.1	ROA	13.4%	14.2%	8.3%	10.1%	10.4%
固定资产	865.7	1,193.7	1,076.2	958.7	841.2	ROIC	27.6%	22.7%	12.5%	16.3%	17.9%
在建工程	286.2	301.7	301.7	301.7	301.7	费用率					
无形资产	121.3	128.5	125.1	121.6	118.2	销售费用率	4.5%	4.2%	4.0%	4.0%	3.9%
其他非流动资产	137.1	63.1	79.3	91.7	77.5	管理费用率	3.4%	2.9%	2.7%	2.7%	2.6%
资产总额	3,631.4	3,828.8	4,269.5	4,552.7	5,037.8	财务费用率	1.7%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
短期债务	308.8	142.2	-	-	-	三费/营业收入	9.5%	7.4%	7.0%	7.0%	6.9%
应付帐款	202.1	259.2	324.7	290.4	414.2	偿债能力					
应付票据	3.3	20.8	7.8	11.0	14.3	资产负债率	23.7%	16.0%	11.7%	10.4%	12.3%
其他流动负债	96.3	101.3	100.9	94.4	114.8	负债权益比	31.0%	19.1%	13.2%	11.6%	14.1%
长期借款	175.5	-	-	-	-	流动比率	3.54	3.98	6.07	7.64	6.70
其他非流动负债	73.2	90.6	66.0	76.6	77.7	速动比率	3.07	3.43	5.08	6.73	5.73
负债总额	859.1	614.0	499.3	472.3	621.1	利息保障倍数	14.23	57.25	31.76	40.85	43.66
少数股东权益	58.5	58.2	58.4	58.2	58.2	分红指标					
股本	641.6	1,090.7	1,417.9	1,417.9	1,417.9	DPS(元)	0.07	0.15	0.09	0.10	0.13
留存收益	2,072.3	2,065.8	2,293.8	2,604.3	2,940.6	分红比率	21.1%	40.0%	35.7%	32.3%	36.0%
股东权益	2,772.3	3,214.7	3,770.1	4,080.4	4,416.7	股息收益率	1.6%	3.4%	1.8%	2.1%	2.7%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	486.6	545.1	354.7	458.4	525.5	EPS(元)	0.34	0.38	0.25	0.32	0.37
加: 折旧和摊销	105.7	144.3	120.9	120.9	120.9	BVPS(元)	1.91	2.23	2.62	2.84	3.07
资产减值准备	9.9	-2.8	-	-	-	PE(X)	13.1	11.7	18.0	14.0	12.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.4	2.0	1.7	1.6	1.5
财务费用	44.6	12.2	14.2	14.2	15.4	P/FCF	101.9	-23.9	25.3	18.9	15.0
投资收益	-5.4	-2.6	-4.1	-4.1	-3.6	P/S	2.3	1.8	1.8	1.6	1.4
少数股东损益	-0.7	-0.2	0.2	-0.2	-0.1	EV/EBITDA	3.8	6.1	9.7	7.7	6.5
营运资金的变动	-490.2	-143.8	-96.9	-254.3	-205.9	CAGR(%)	-2.0%	-1.2%	18.1%	-2.0%	-1.2%
经营活动产生现金流量	172.8	502.0	389.0	335.0	452.2	PEG	-6.6	-9.7	1.0	-7.0	-10.0
投资活动产生现金流量	-357.7	-324.4	4.1	4.1	3.6	ROIC/WACC	2.6	2.2	1.2	1.6	1.7
融资活动产生现金流量	634.9	-476.7	44.1	-162.1	-204.5	REP	0.5	0.8	1.6	1.2	1.0

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。

证券分析师承诺

本报告署名分析师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。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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。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。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，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。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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。