

审慎推荐-A (下调)

星源材质 300568.SZ

目标估值: 82.5-82.5 元

当前股价: 77.0 元

2017 年 02 月 26 日

2016 年业绩高增长, 2017 年湿法隔膜产品将成为关注点

基础数据

上证综指	3253
总股本(万股)	12000
已上市流通股(万股)	3000
总市值(亿元)	92
流通市值(亿元)	23
每股净资产(MRQ)	10.3
ROE(TTM)	12.6
资产负债率	32.4%
主要股东	陈秀峰
主要股东持股比例	26.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0	256	256
相对表现	-3	251	244

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《星源材质(300568)——纯正锂电隔膜龙头, 进口替代抢占先机》2017-01-03
- 2、《星源材质(300568)新股分析——具备全球竞争力的优秀的锂电隔膜生产企业》2016-12-04

胡毅

huyi3@cmschina.com.cn
S1090515080003

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

周铮

010-57601786
zhouzheng3@cmschina.com.cn
S1090515120001

星源材质 2016 年业收入 5.06 亿元, 同比增长 18.97%, 扣非后归属母公司净利润 1.49 亿元, 同比增长 31.47%。基于现有业务情况, 我们预计公司 2017~2019 年为 2.06, 2.22, 2.31, 基于 2017 年公司 40 倍市盈率估值, 我们给予目标价 82.5 元, 和“审慎推荐-A”评级。

- **2016 年业绩保持高增长。**星源材质 2016 年收入端实现同比 19%增长, 而净利润实现同比 31.5%的增速, 自 2014 年以来, 公司利润端增速持续高于收入端增速, 我们认为主要是公司扎实的经营, 使产品毛利率维持的情况下, 费用率得到有效控制。
- **2016 年单季度看, 星源材质收入和净利润呈现前高后低的特征。**2016 年受到国家新能源汽车产业骗补清理查治和新的补贴政策影响, 星源材质单季度业绩为“前高后低”。但是随着新能源汽车产业政策明朗和公司新产能不断释放, 我们认为 2017 年星源材质单季度盈利状况将呈现为“前低后高”。
- **海外市场拓展顺利, 保持稳健成长态势。**星源材质作为具有国际化竞争力的隔膜生产企业, 其海外市场收入在总收入占比保持趋势上升态势。公司围绕大客户开展的市场开拓, 已率先国内同行获得海外市场认可及持续订单需求, 我们认为这为星源材质构建了差异化于市场的竞争力。
- **湿法隔膜产品为公司 2017 年重点关注点。**随着下游需求对湿法隔膜的重视和需求提升, 星源材质也在加速在湿法隔膜领域的布局。目前公司年产 2500 万平米湿法隔膜生产线已经获得 LG、比亚迪、国轩高科等重要客户认可, 2017 年即将投产的 8000 万平米产能将大幅提升公司湿法隔膜产能。湿法隔膜产品将成为公司未来重点发展领域。
- **给予“审慎推荐-A”投资评级。**我们非常认同公司核心竞争力, 并看好公司中长期发展前景。我们预计公司 2017~2019 年为 2.06, 2.22, 2.31, 基于 2017 年公司 40 倍市盈率估值, 我们给予目标价 82.5 元, 和“审慎推荐-A”评级。
- **风险提示:** 新能源汽车产业发展速度低于预期; 公司新产能扩张速度低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	425	506	874	1078	1195
同比增长	42%	19%	73%	23%	11%
营业利润(百万元)	132	172	315	358	374
同比增长	78%	30%	83%	14%	4%
净利润(百万元)	118	155	248	266	277
同比增长	73%	31%	59%	7%	4%
每股收益(元)	1.31	1.30	2.06	2.22	2.31
PE	58.6	59.5	37.3	34.7	33.4
PB	13.1	7.5	6.5	5.7	5.1

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

星源材质 2016 年经营基本情况.....	3
2017 年湿法隔膜产品将成为关注点.....	6
星源材质盈利预测假设.....	9

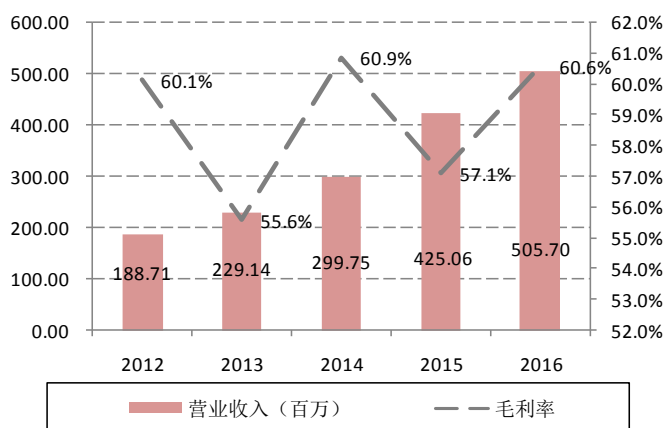
图表目录

图 1: 星源材质收入及毛利率水平.....	3
图 2: 星源材质收入、毛利率、净利率增速比较.....	3
图 3: 星源材质资产负债率和费用率趋势比较.....	3
图 4: 星源材质产品售价趋势.....	4
图 5: 合肥星源股权结构及产能规模.....	7
图 6: 星源材质湿法隔膜生产工艺.....	7
图 7: 星源材质隔膜产能扩张情况.....	8
表 1: 星源材质 2016 年单季度盈利情况比较.....	4
表 2: 星源材质人力资源结构变化.....	4
表 3: 星源材质研发支出人均产值趋势统计.....	4
表 4: 星源材质海外市场收入及占比统计.....	5
表 5: 星源材质产能及产品销售情况.....	6
表 6: 星源材质产品售价情况.....	6
表 7: 星源材质盈利预测假设.....	9
附: 财务预测表.....	10

星源材质 2016 年经营基本情况

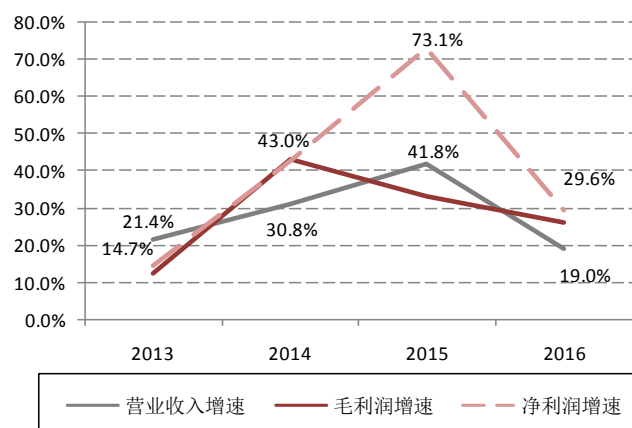
根据公司 2016 年年报披露数据,星源材质 2016 年营业收入 5.06 亿元,同比增长 18.97%,归属上市公司母公司净利润 1.55 亿元,同比增长 31.34%,扣非后归属母公司净利润 1.49 亿元,同比增长 31.47%。

图 1: 星源材质收入及毛利率水平



资料来源: wind、招商证券

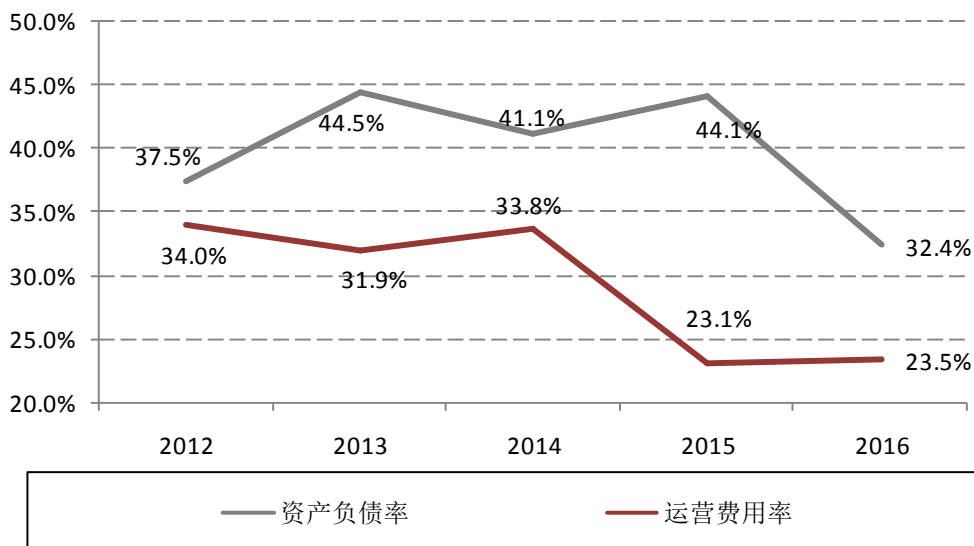
图 2: 星源材质收入、毛利率、净利率增速比较



资料来源: wind、招商证券

公司长期经营稳健,受益于费用率的控制,自 2014 年以后,公司净利润增速高于收入增速。另外,星源材质资产负债表强健,2016 年企业上市股权融资显著降低企业负债率,我们预计 2017 年或可继续降低公司财务费用支出。

图 3: 星源材质资产负债率和费用率趋势比较



资料来源: wind、招商证券

单季节来看:星源材质收入和净利润呈现前高后低的特征。星源材质隔膜产品下游 80% 以上应用于动力电池领域,特别是在新能源汽车领域占有较高比例。2016 年受到国家新能源汽车产业清理整治和新的补贴政策的影响,下游市场对于星源材质隔膜产品需求量以及未来产品品类需求带来影响,所以最终传导至公司产品出货规模的波动。

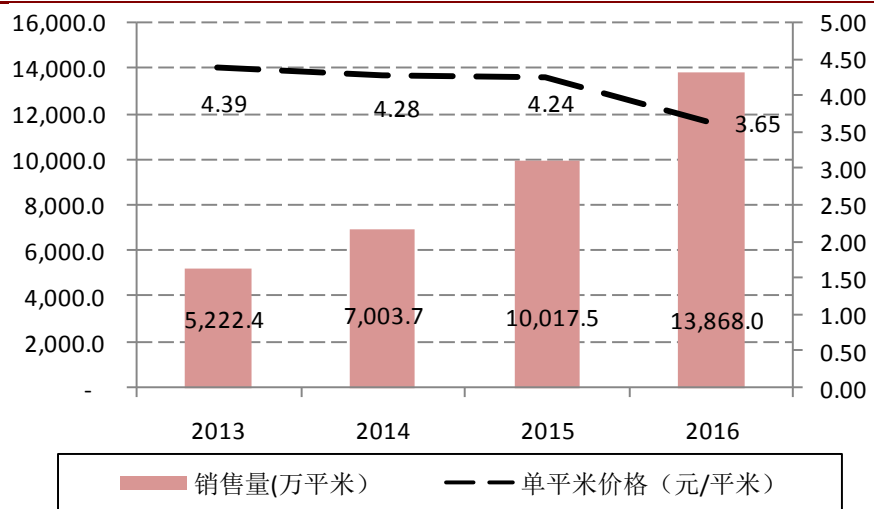
表 1: 星源材质 2016 年单季度盈利情况比较

单位: 百万元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入	138.18	115.57	128.62	123.33
归属于上市公司股东的净利润	52.59	40.41	30.56	31.87
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	50.94	37.74	28.27	31.60

资料来源: 公司公告, 招商证券

产品单价方面: 2013 年以来, 公司隔膜产品均价是保持趋势向下态势, 这是整个锂电产业链材料价格发展的共同趋势。技术进步及下游市场扩张, 使隔膜产品生产成本得到降低 (对应前端, 公司毛利率并没有趋势向下), 同时动力电池市场发展极大扩展了锂电隔膜下游需求, 从带来企业生产线生产效率和周转效率的改善。

图 4: 星源材质产品售价趋势



资料来源: wind、招商证券

持续竞争力指标方面: 不用赘述, 公司下游与 LG 化学、比亚迪、天津力神、万向集团等国内主流的电池生产企业建立了长期合作关系。另外, 2016 年下半年公司继续进行人员扩张, 一方面对于研发方面的投入持续加强, 另外, 生产人员方面也进行了人员的扩张, 为公司 2017 新产品开发和投产做好人力资源储备。

表 2: 星源材质人力资源结构变化

	2016 年上半年	2016 年底
研发及技术人员	108	135
营销人员	18	19
生产人员	344	364
管理及其他人员	106	119
合计	576	637

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 3: 星源材质研发支出人均产值趋势统计

项目	2013	2014	2015	2016H1	2016
研发支出 (万元)	1,066.68	3,036.48	1,498.75	667.82	2,084.09
研发人员	-	77	85	-	135
人均产值(万元)	44	62.2	81.6	44.1	79.39

资料来源: 公司公告, 招商证券

海外市场拓展方面：星源材质作为具有国际化竞争力的隔膜生产企业，其海外市场收入在总收入占比保持趋势上升态势。我们知道，公司围绕大客户开展的市场开拓，已率先国内同行获得海外市场认可及订单需求，我们认为这对于星源材质构建了差异化于市场的竞争力。

表 4：星源材质海外市场收入及占比统计

	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入	188.71	229.14	299.75	425.06	505.70
其中海外市场	0.52	35.04	96.91	116.43	142.66
占比	0.3%	15.3%	32.3%	27.4%	28.2%

资料来源：wind，招商证券

2017 年湿法隔膜产品将成为关注点

参考公司招股说明书说明,星源材质现拥有技术领先的七条干法隔膜生产线和一条湿法隔膜生产线,成为全球少数同时拥有干法和湿法制备技术的锂离子电池隔膜厂商。

表 5: 星源材质产能及产品销售情况

产品	项目	2013	2014	2015	2016H1	
干法隔膜	单层隔膜	产能(万平米)	2,750.0	3,600.0	4,500.0	2,925.0
		产量(万平米)	2,448.3	3,388.2	3,801.4	2,784.0
		产能利用率(%)	89.0	94.1	84.5	95.2
	双层隔膜	销量(万平米)	2,345.9	3,281.2	3,866.6	2,693.1
		产能(万平米)	2,750.0	3,600.0	5,500.0	3,575.0
		产量(万平米)	1,860.9	2,635.9	4,332.1	2,988.3
	多层隔膜	产能利用率(%)	67.7	73.2	78.8	83.6
		销量(万平米)	1,842.3	2,681.2	4,345.6	2,846.8
		产能(万平米)	24.1	15.5	0.6	0.1
湿法隔膜	销量(万平米)	25.8	16.4	0.6	0.1	
	产能(万平米)	-	-	2,000.0	1,100.0	
	产量(万平米)	-	-	1,510.4	1,070.9	
	产能利用率(%)	-	-	75.5	97.4	
降等废膜等	销量(万平米)	-	-	1,510.9	978.1	
	产量(万平米)	403.76	403.8	384.1	293.8	
	销量(万平米)	403.76	403.8	384.1	293.8	

资料来源:星源材质招股说明书,招商证券

表 6: 星源材质产品售价情况

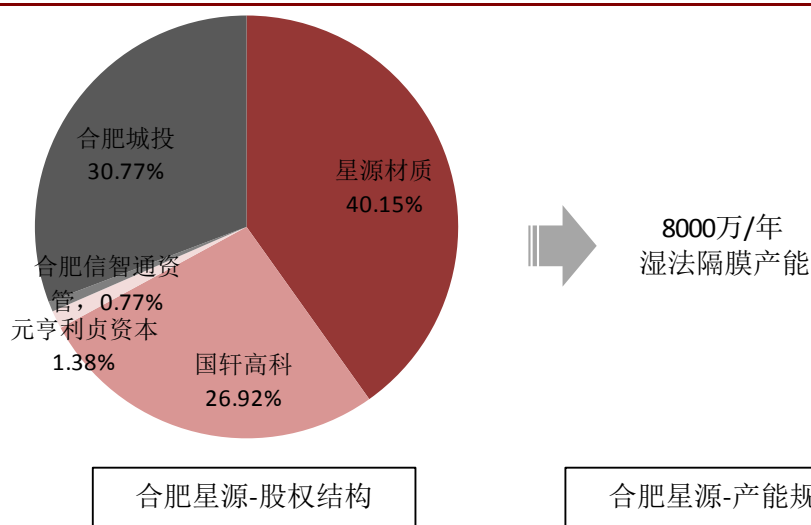
产品(单位:元/平米)	2013	2014	2015	2016H1
单层隔膜	4.43	4.34	3.71	3.55
干法隔膜 双层隔膜	6.21	5.56	4.71	3.9
多层隔膜	6.87	5.04	9.13	9.8
湿法隔膜	-	-	4.60	4.47

资料来源:招股说明书,招商证券

众所周知,随着新能源汽车,特别是新能源物流车和乘用车产品,对电池能量密度要求的提升,也对隔膜产品提出了需要做的越来越薄的要求。目前湿法隔膜涂覆技术的发展,是湿法隔膜在提供必需的安全性同时,可以显著降低隔膜产品厚度,所以在此趋势下,系能源物流车和乘用车市场的发展,将大幅拉动湿法隔膜的需求。

虽然在当前星源材质存量产能中,湿法隔膜只有 2500 万平米生产(另外干法隔膜 1.4 亿平米产能),但是公司与国轩高科合资成立公司投产的 8000 万平米湿法隔膜生产线将于 2017 年中期投产。

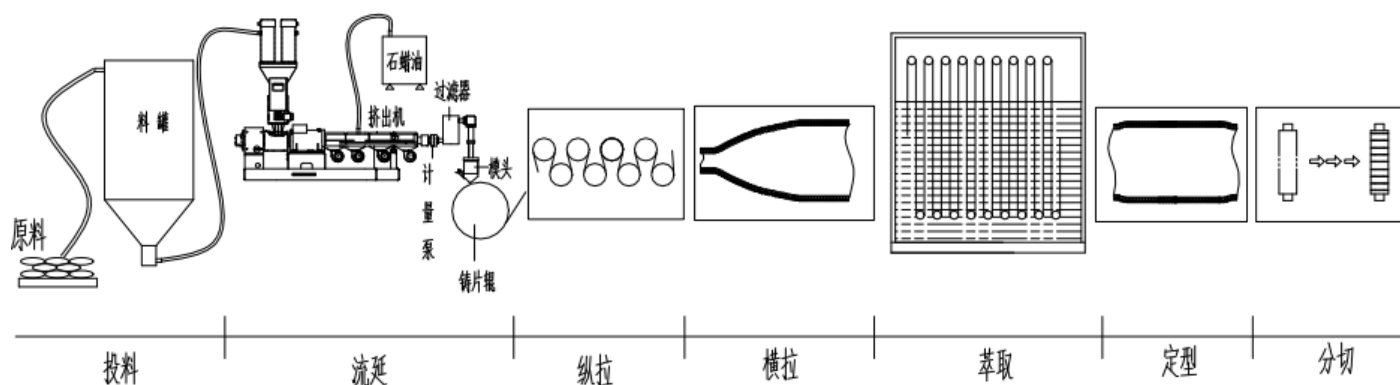
图 5: 合肥星源股权结构及产能规模



资料来源: 公司公告、招商证券

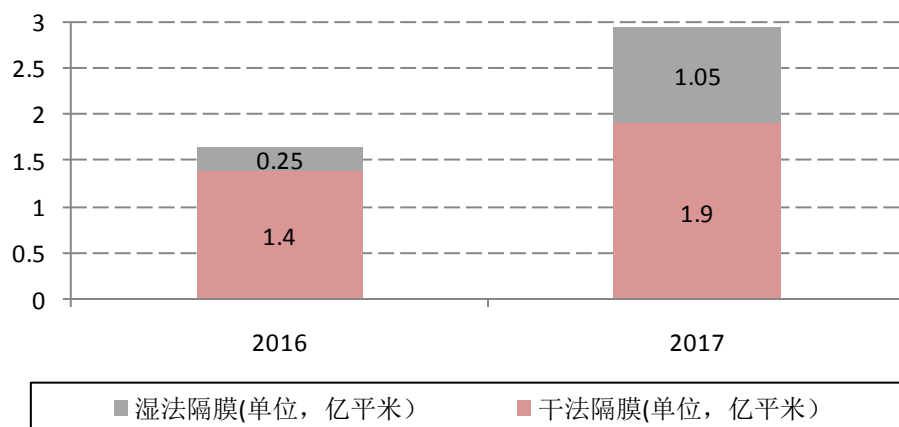
一直以来,星源材质在国内隔膜市场具有领先市场的行业地位,由于当前锂电材料行业面临全球化竞争格局,所以星源材质当前竞争对手主要为日本、韩国、美国等传统的材料领域一流生产企业,如 Polypore (Celgard)、日本旭化成、日本东燃化学、韩国 SK 等。对于湿法隔膜,星源材质尚处于一个新的进入者,但是下游客户比亚迪、国轩、LG 化学对其已投产的 2500 万平米生产线和产品一直评价较高,所以随着公司湿法隔膜新产能投产,2017 年湿法隔膜将成为公司重要发展方向。

图 6: 星源材质湿法隔膜生产工艺



资料来源: 星源材质招股说明书, 招商证券整理

图 7: 星源材质隔膜产能扩张情况



资料来源: 招商证券

星源材质盈利预测假设

表 7: 星源材质盈利预测假设

	2013 年	2014 年	2015 年	2016	2017E	2018E	2019E
收入(百万元)	229.1	299.7	425.1	505.7	792.60	1,018.50	1,161.45
成本(百万元)	101.7	117.3	182.3	199.3	335.40	455.07	530.28
毛利(百万元)	127.4	182.5	242.7	306.4	457.20	563.43	631.17
毛利率(%)	55.6%	60.9%	57.1%	60.6%	57.7%	55.3%	54.3%
隔膜产量(百万平方米)	52.22	70.04	100.17	138.68	212.00	279.00	329.25
均价(元/平方米)	4.39	4.28	4.24	3.65	3.74	3.65	3.53

资料来源: 招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	363	1071	1072	1246	1610
现金	92	757	407	583	921
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	91	87	157	119	119
应收款项	144	168	328	347	374
其它应收款	2	1	2	3	3
存货	29	44	69	81	83
其他	6	13	109	113	110
非流动资产	583	805	976	1092	1037
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	505	474	681	859	822
无形资产	75	82	88	89	89
其他	3	249	207	144	125
资产总计	946	1876	2048	2337	2647
流动负债	297	260	218	270	334
短期借款	179	139	35	50	100
应付账款	16	19	36	46	53
预收账款	4	18	34	44	50
其他	99	84	114	129	132
长期负债	120	348	348	348	348
长期借款	69	41	41	41	41
其他	52	306	306	306	306
负债合计	417	608	566	618	682
股本	90	120	120	120	120
资本公积金	231	809	809	809	809
留存收益	208	305	492	684	881
少数股东权益	0	35	62	107	155
归属于母公司所有者权益	529	1233	1421	1613	1810
负债及权益合计	946	1876	2048	2337	2647

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(258)	170	70	446	438
净利润	118	155	248	266	277
折旧摊销	79	52	52	73	91
财务费用	118	15	(2)	16	36
投资收益	(757)	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	204	(50)	(285)	35	(16)
其它	(20)	(3)	58	56	50
投资活动现金流	215	(272)	(230)	(195)	(35)
资本支出	(583)	(272)	(230)	(195)	(35)
其他投资	798	0	0	0	0
筹资活动现金流	(246)	776	(190)	(75)	(66)
借款变动	(195)	(26)	(132)	15	50
普通股增加	0	30	0	0	0
资本公积增加	3	578	0	0	0
股利分配	(45)	(45)	(60)	(74)	(80)
其他	(9)	240	2	(16)	(36)
现金净增加额	(289)	674	(350)	176	337

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	425	506	874	1078	1195
营业成本	182	199	369	481	546
营业税金及附加	5	9	10	13	14
营业费用	22	22	44	53	57
管理费用	61	82	131	151	161
财务费用	15	15	(2)	16	36
资产减值损失	7	6	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	132	172	315	358	374
营业外收入	7	12	12	12	12
营业外支出	0	4	4	4	4
利润总额	139	180	323	366	382
所得税	20	27	48	55	57
净利润	118	153	275	311	325
少数股东损益	0	(2)	27	45	48
归属于母公司净利润	118	155	248	266	277
EPS (元)	1.31	1.30	2.06	2.22	2.31

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	42%	19%	73%	23%	11%
营业利润	78%	30%	83%	14%	4%
净利润	73%	31%	59%	7%	4%
获利能力					
毛利率	57.1%	60.6%	57.8%	55.4%	54.3%
净利率	27.8%	30.7%	28.3%	24.7%	23.2%
ROE	22.4%	12.6%	17.4%	16.5%	15.3%
ROIC	15.7%	10.8%	17.1%	17.6%	16.5%
偿债能力					
资产负债率	44.1%	32.4%	27.6%	26.4%	25.8%
净负债比率	29.0%	11.1%	3.7%	3.9%	5.3%
流动比率	1.2	4.1	4.9	4.6	4.8
速动比率	1.1	3.9	4.6	4.3	4.6
营运能力					
资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
存货周转率	6.3	5.4	6.6	6.4	6.6
应收帐款周转率	3.4	3.2	3.5	3.2	3.3
应付帐款周转率	11.7	11.3	13.5	11.7	11.0
每股资料 (元)					
每股收益	1.31	1.30	2.06	2.22	2.31
每股经营现金	-2.87	1.41	0.59	3.72	3.65
每股净资产	5.88	10.28	11.84	13.44	15.08
每股股利	0.50	0.50	0.62	0.66	0.69
估值比率					
PE	58.6	59.5	37.3	34.7	33.4
PB	13.1	7.5	6.5	5.7	5.1
EV/EBITDA	42.9	39.1	25.3	20.7	18.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

胡毅：曾就职于力神、中银国际证券，2015年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究储能与新能源电池产业。

赵智勇：曾就职于艾默生、GE，2015年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究工控自动化与信息化产业。

陈术子：上海交通大学硕士，曾任职于光大证券，2015年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究新能源行业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。