

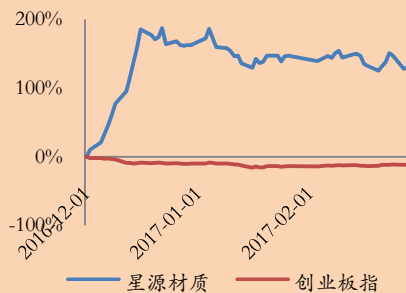


星源材质 (300568)

投资评级: 增持 (首次覆盖)

报告日期: 2017-03-01

股价走势:



研究员: 宫模恒

0551-65161836

gongmoheng@163.com

S0010512060001

联系人: 蒋园园

0551-65161837

gaoxy_pro@126.com

联系人: 李超齐

0551-65161591

lichaoqi.2008@163.com

隔膜产销两旺, 业绩快速增长

事件: 公司发布 2016 年年报, 公司 2016 年全年实现营业收入 50,569.83 万元, 较上年同期增长 18.97%; 归属于上市公司普通股股东的净利润 15,542.43 万元, 较上年同期增长 31.34%。

主要观点:

□ 隔膜需求旺盛, 公司业绩良好

近二年在新能源汽车的带动下, 隔膜材料市场规模快速提高, 公司作为隔膜市场龙头企业, 2016 年公司隔膜产量 1.42 亿平方米, 同比增长 43.36%, 隔膜销量达到 1.39 亿平方米, 同比增长 38.44%, 在产销两旺的情况下, 公司实现营业收入 5.06 亿元, 同比增长 18.97%, 实现归母净利润 1.55 亿元, 同比增长 31.34%。在费用方面, 公司管理费用由 14.35% 提升至 16.29%, 主要是研发费用的增加以及 IPO 相关费用支出, 而财管费用和销售方面均有不错的改善, 整体费用率控制良好。

□ 隔膜产品价格下滑, 毛利率不降反升

2016 年由于国内新能源汽车补贴政策的影响, 以及隔膜产能的不断释放, 隔膜产品价格出现下滑。公司通过改进产品工艺, 提升生产效率, 发挥规模化生产优势, 有效的降低了生产成本, 扭转了产品价格下滑的不利局面, 产品毛利率不降反升至 61.70%, 上涨 3.66 个百分点。随着公司高端湿法产能的逐步释放, 也将有效缓解隔膜产品价格下跌带来的影响。公司在提高生产的同时, 还积极优化客户结构。在国内市场, 公司主要客户覆盖比亚迪、国轩高科、天津力神、万向集团、捷威动力等国内知名锂离子电池厂商中的多家企业; 在国际市场, 公司产品已经成功实现对韩国 LG 化学等国外著名厂商的批量产品供应, 并与国外大型知名锂离子电池厂商建立了业务合作关系和启动产品认证工作。

□ 新增产能逐步释放, 维持行业龙头地位

公司 IPO 募投项目的 5000 万平方米干法产能将于今年一季度末投产, 此外合肥星源 8000 万平方米的湿法隔膜产能也将于今年投产, 2017 年公司合计产能有望达到 3 亿平方米。未来公司主要新增产能为湿法和涂覆生产线, 产品附加值高, 将有效避免低端产品的价格竞争, 提高公司产品盈利能力。高端产品产能的逐步释放将继续夯实公司在隔膜行业的龙头地位, 维持公司业绩快速增长态势。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2017-19 年的 EPS 分别为 1.84 元、2.46 元、3.03 元, 对应当前股价的 PE 分别为 38.95 倍、29.05 倍、23.61 倍、首次覆盖给予“增持”评级。

盈利预测:

单位: 百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	506	668	868	1102
收入同比(%)	19%	32%	30%	27%
归属母公司净利润	155	220	295	363
净利润同比(%)	31%	42%	34%	23%
毛利率(%)	60.6%	58.0%	57.0%	55.0%
ROE(%)	12.1%	15.3%	18.1%	19.3%
每股收益(元)	1.30	1.84	2.46	3.03
P/E	55.20	38.95	29.05	23.61
P/B	6.96	6.14	5.38	4.66
EV/EBITDA	39	29	21	16

资料来源: wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,071	1,335	1,765	2,335	营业收入	506	668	868	1,102
现金	757	930	1,210	1,627	营业成本	199	280	373	496
应收账款	170	231	297	376	营业税金及附加	9	10	10	13
其他应收款	1	3	3	4	销售费用	22	30	39	50
预付账款	2	3	4	2	管理费用	82	100	126	154
存货	44	59	74	104	财务费用	15	(3)	(7)	(12)
其他流动资产	97	108	177	221	资产减值损失	6	13	2	(2)
非流动资产	805	912	995	1,151	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	6	6	6
固定资产	474	444	414	384	营业利润	172	243	330	409
无形资产	82	77	72	67	营业外收入	12	18	18	18
其他非流动资产	249	391	509	700	营业外支出	4	3	3	3
资产总计	1,876	2,246	2,760	3,486	利润总额	180	258	345	424
流动负债	260	291	325	363	所得税	27	39	52	64
短期借款	139	135	131	125	净利润	153	219	294	361
应付账款	19	29	36	49	少数股东损益	(2)	(1)	(2)	(3)
其他流动负债	102	127	158	189	归属母公司净利润	155	220	295	363
非流动负债	348	523	810	1,253	EBITDA	239	275	359	432
长期借款	41	41	41	41	EPS (元)	1.30	1.84	2.46	3.03
其他非流动负债	306	482	768	1,211					
负债合计	608	814	1,134	1,616					
少数股东权益	35	34	32	29	主要财务比率				
股本	120	120	120	120	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
资本公积	809	809	809	809	成长能力				
留存收益	305	470	666	912	营业收入	18.97%	32.00%	30.00%	27.00%
归属母公司股东权益	1,233	1,398	1,594	1,841	营业利润	30.19%	40.99%	35.97%	23.86%
负债和股东权益	1,876	2,246	2,760	3,486	归属于母公司净利润	31.34%	41.73%	34.08%	23.07%
					获利能力				
					毛利率(%)	60.60%	58.00%	57.00%	55.00%
					净利率(%)	30.73%	33.00%	34.03%	32.98%
					ROE(%)	12.09%	15.32%	18.05%	19.29%
					ROIC(%)	23.62%	35.67%	43.25%	71.75%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	32.41%	36.26%	41.09%	46.36%
					净负债比率(%)	-48.42%	-37.01%	-37.69%	-37.28%
					流动比率	4.11	4.58	5.44	6.43
					速动比率	3.94	4.38	5.21	6.14
					营运能力				
					总资产周转率	0.36	0.32	0.35	0.35
					应收账款周转率	3.10	3.26	3.16	3.18
					应付账款周转率	28.67	27.50	26.59	25.89
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.30	1.84	2.46	3.03
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.41	2.33	3.16	4.33
					每股净资产(最新摊薄)	10.28	11.65	13.28	15.34
					估值比率				
					P/E	55.2	39.0	29.1	23.6
					P/B	7.0	6.1	5.4	4.7
					EV/EBITDA	38.50	28.52	20.84	16.00

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。