

星源材质（300568）点评报告

2017年3月23日

业绩维持较高增速符合预期，静待行业继续大幅好转

买入（首次）

首席证券分析师曾朵红

S0600516080001

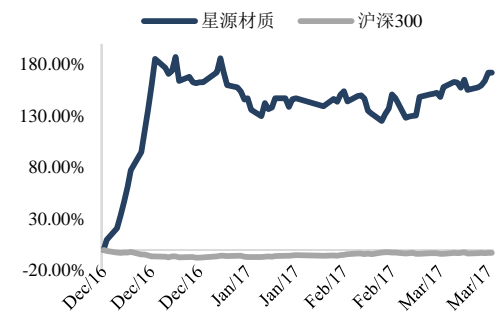
zengdh@dwzq.com.cn

021-60199789

投资要点

- 受益于新能源汽车发展，2016年公司业绩维持较高增速，基本符合预期：2016年公司实现营业收入5.06亿，同比增长18.97%；营业利润1.72亿，同比增长30.19%；归母净利润1.55亿，同比增长31.34%；扣非归母净利润1.49亿，同比增长31.47%；EPS为1.68元。公司拟以1.2亿股为基数，向股东每10股派现金红利6元，并以资本公积金每10股转赠6股。2016年第四季度实现营业收入/净利润1.23亿和3187万，分别环比-4.1%和+4.3%。
- 产品价格下滑，但基于规模效应及成本控制，盈利能力有所提升：2016年公司隔膜销量为1.39亿平，同比增长38.44%，以干法隔膜为主（预计湿法隔膜约2200万平），占国内13%市场份额，位居第一。2016年公司产品均价为3.58元/平（不含税），同比下滑16.6%，主要系双层干法隔膜价格大幅下滑所致。但由于湿法隔膜形成一定产能，生产稳定，且公司通过良好的成本控制和效率提升，公司毛利率水平提高3.5%至60.6%。费用方面，公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为4.3%/16.3%/2.9%，其中由于IPO费用及研发投入增加（研发费用2084万，同比增加39.1%，占营业收入4.1%），管理费用率提升2%，销售费用率和财务费用率略有下降。2016年公司净利率提升2.5%至30.3%，ROE为12.6%（下降9.8%，因新建产能未投产）。公司资产优质，流动性强，应收账款/存货周转天数为136/81天，资产负债率为32.4%，公司经营性现金流净额为1.7亿，由于产能建设资本性支持为2.72亿，公司通过IPO及借款，筹资现金流净额为7.76亿，期末公司账面现金7.57亿。年末公司预收账款为0.18亿，同比增长4倍，说明公司订单增长。
- 2017年一季度公司业绩短期承压，但随二季度新能源汽车销量回暖及公司新增产能释放，全年可维持较高增速：由于2017年新能源汽车补贴政策调整幅度较大，一季度为车企及电池厂议价、产品性能调整、生产计划制定阶段，公司出货量受此影响较大，业绩预告归母净利润3000-3800万，同比下滑42.95%-27.74%（部分原因为2015年一季度基数较高，因电池回补，需求旺盛），环比去年第四季度为-5%-20%。我们判断随着地方补贴落地、第二批推广目录出台及车厂新车型的推出，受乘用车及物流车需求拉动，新能源汽车销量将在二季度同比有较高增长，预计全年产量可达75万辆（+45%），对应动力锂电隔膜需求6.8亿平，同比增长29%（全部锂电隔膜需求预计为13.6亿平，同比增长23%）。

股价表现



市场数据

收盘价(元)	84.80
一年最低价/最高价	70.2/89.18
市净率(倍)	8.25
流通A股市值(百万元)	2544.00

基础数据

每股净资产(元)	10.28
资产负债率(%)	32.41
总股本(百万元股)	120.00
流通A股(百万股)	30.00

相关研究

- **产能释放有序，客户拓展顺利。**公司 2016 年干法产能为 1.4 亿平，湿法 3000 万平，2017 年初新增 3000 万平干法产能，年中与星源材质合作建设的 8000 万平湿法产能将投产，全年新增 7000 万平有效产能。同时公司将在常州建设 3 亿平方米湿法隔膜产能，目标客户日韩高端电池企业，2018 年底一期 1 亿平米产能将投产，加上合肥二期 8000 万方湿法产能，届时总产能将达到 5 亿方。公司客户包括 LG (LG 动力电池唯一供应商)、比亚迪、国轩高科 (合资建立子公司)、力神、捷威、亿纬锂能、孚能科技等，并进一步拓展日韩企业。
- **竞争加剧，隔膜降价趋势较明确，而龙头企业具备一定消纳能力：**隔膜为锂电四大材料中工艺壁垒最高的环节，厂商得以维持高毛利率。而 2017 年车企为应对补贴下滑，倒逼隔膜降价，且星源材质 (1.1 亿平投产)、沧州明珠 (9600 万平投产)、胜利精密等龙头企业均有新增产能释放，隔膜企业降价压力较大。但基于公司产品性能优异及客户粘性大，产品价格高于高内同行 15-20%，预计下调幅度可控，同时由于公司湿法隔膜已经形成一定产能，规模效应逐步显现，并且随着公司良品率逐年提升，成本有望进一步下降。
- **投资建议：**基于公司产能扩张及订单充足，同时涂覆隔膜比例提升，我们预测公司 2017-2019 年净利润 2.21 亿/2.78 亿/3.85 亿，同比增长 42%/26%/38%，EPS 为 1.84/2.32/3.21，对应 PE 为 46/37/26 倍，由于为隔膜龙头企业，并将继续保持该优势，且公司为次新股，给以一定溢价，给以公司 2017 年 54 倍 PE，对应目标价 99.4 元，首次覆盖给以买入评级。
- **风险提示：**新能源汽车政策支持不达预期，新能源汽车产销不达预期，公司产品价格下降幅度超预期，客户拓展及产能释放低于预期。

附盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,071	969	1,138	1,502	营业收入	506	847	1,130	1,643
现金	757	376	429	495	营业成本	199	390	522	800
应收账款	168	285	380	527	营业税金及附加	9	16	21	30
其他应收款	1	1	1	1	销售费用	22	36	48	70
预付账款	2	4	5	8	管理费用	82	129	171	246
存货	44	86	115	177	财务费用	15	0	0	0
其他	99	217	206	295	资产减值损失	6	11	11	16
非流动资产	805	1,005	1,143	1,220	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	2	2	2
固定资产	474	627	767	846	营业利润	172	268	360	481
无形资产	82	80	77	75	营业外收入	12	24	25	25
其他	249	299	299	299	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	1,876	1,974	2,281	2,722	利润总额	180	287	381	502
流动负债	260	175	233	351	所得税	27	43	57	75
短期借款	167	0	0	0	净利润	153	244	324	427
应付账款	19	38	50	77	少数股东损益	-2	20	46	40
其他	75	137	182	274	归属母公司净利润	155	224	278	387
非流动负债	348	348	348	348	EBITDA	239	317	422	555
长期借款	41	41	41	41	EPS (元)	1.30	1.87	2.32	3.22
其他	306	306	306	306					
负债合计	608	522	580	699	主要财务比率				
少数股东权益	35	55	101	141	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	120	120	120	120	成长能力				
资本公积	809	809	809	809	营业收入	19.0%	67.5%	33.4%	45.4%
留存收益	305	468	671	954	营业利润	30.2%	55.3%	34.6%	33.7%
归属母公司股东权益	1,233	1,397	1,600	1,882	归属于母公司净利润	31.3%	44.1%	24.1%	39.2%
负债和股东权益	1,876	1,974	2,281	2,722	获利能力				
					毛利率(%)	60.6%	54.0%	53.8%	51.3%
					净利率(%)	30.3%	28.8%	28.6%	26.0%
					ROE(%)	12.6%	16.0%	17.4%	20.6%
					ROIC(%)	20.7%	18.9%	21.5%	23.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	32.4%	26.5%	25.4%	25.7%
					净负债比率	34.2%	7.9%	7.1%	5.9%
					流动比率	4.11	5.55	4.89	4.28
					速动比率	3.94	5.06	4.40	3.77
					营运能力				
					总资产周转率	0.27	0.43	0.43	0.50
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	10.36	10.36	10.36	10.36
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.30	1.87	2.32	3.22
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.41	0.78	2.72	2.65
					每股净资产(最新摊薄)	10.28	11.64	13.33	15.68
					估值比率				
					P/E	65.47	45.43	36.62	26.31
					P/B	8.25	7.29	6.36	5.41
					EV/EBITDA	44	33	25	19

资料来源：东吴证券研究所，公司报表，单位：百万元

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

