

## 星源材质（300568）业绩点评

2017年7月17日

### 中报预告符合预期，预计下半年干法和湿法同发力保障全年高增长

买入（维持）

首席证券分析师 曾朵红

S0600516080001

zengdh@dwzq.com.cn

021-60199789

#### 投资要点：

■ 公司发布业绩预告，上半年业绩同比下降 26.88%到 21.51%，符合市场预期，下半年同比环比都将大幅度增长。公司上半年净利润 6800 万元至 7300 万元之间，其中一季度 3251 万元，同比下滑 34.12%，二季度归母净利润为 3549 万-4049 万，同比降低 12%-0%，环比增长 9%-25%，环比改善，上半年业绩出现下滑主要是因为去年上半年动力电池淡季特别火爆，下半年环比下降，而今年上半年尤其一季度非常清淡，产业链整体都在谈价。6 月份开始商用车需求明显放量，下半年需求更加旺盛，环比预计 50% 以上的增长，公司作为干法隔膜龙头企业，得益于海外客户 LG 和大客户的需求，预计上半年出货量基本持平，5000 万平干法隔膜 6 月投产，6 月底已经满产，7 月份目前干法订单已经供不应求，湿法隔膜今年以来一直处于供不应求的状态，公司今年前低后高明显，预计下半年业绩同比环比都将出现大幅度增长，预计全年业绩实现 30% 以上的增长。

■ 干法产能下半年供不应求，湿法产能逐步释放，且品质稳定，下半年公司盈利能力将大幅提升，干法隔膜龙头同时也着力扩张湿法产能。公司目前总产能 2.5 亿平（干法 1.8 亿，湿法 7000 万平），其中湿法隔膜包括深圳的 3000 万平和与国轩合作的 4000 万平，8 月与国轩合作的一期第二条线 4000 万湿法将投产，年底产能达到 3 亿平。湿法隔膜今年以来一直处于供不应求的状态，上半年湿法的产量为 1500 万平左右，价格稳定，基膜约 4.5 元/平，涂覆约 6.5 元/平，下半年湿法产能释放即可实现很好的盈利，预计湿法隔膜今年总的出货量 5500-6000 万平。干法方面，上半年考虑新线投产产能利用率有些不足，公司着力做了产品性能的提升，干法隔膜也可以做到 16um 的产品，6 月底开始满产，7 月开始公司干法隔膜也出现供不应求的状态，上半年干法的产量约为 5000 多万平，价格同比下降 15% 左右，下半年干法隔膜的产量有望实现 0.9-1 亿平的，全年预计 1.5-1.6 亿平，下半年满产后盈利环比也将明显提升。此外，公司在建项目包括常州 3.6 亿平湿法，常州项目定位海外市场，一期将于 2018 年三季度投产，与海外车企电动化进程相匹配，届时产能达到 6.2 亿；常州二期预计于 2019 年投产，且公司与国轩有意向规划二期项目，足可见对公司湿法隔膜的认可。公司规划 2020 年产能达到 10 亿平，规模直追全球隔膜龙头旭化成。预计 2019 年公司隔膜出货量可达 5.5 亿平，在全球份额将从当前 8% 提升至 15%。

■ 拓展国内市场的同时，聚焦海外市场，具备全球电动化视野。星源材质为 LG 动力电池隔膜唯一供应商，2016 年对 LG 的供应量超过 3000 万平，占公司销售额近 30%，由于 LG 动力电池需求旺盛，目前对公司隔膜需求量增长近一倍。LG 配套通用，现代，福特，沃尔沃，雷诺，日产，戴姆勒等众多车型，

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价（元）	43.48
一年最低价/最高价	16.11/58.90
市净率（倍）	7.19
流通 A 股市值（百万元）	2087.04

#### 基础数据

每股净资产（元）	10.57
资本负债率（%）	33.57%
总股本（百万股）	192.00
流通 A 股（百万股）	48.00

#### 相关研究

1. 《业绩维持较高增速符合预期，静待行业继续大幅好转》2017-03-23

2016 其配套动力电池达到 1.6gwh，由于今年公司配套的雪弗兰 BOLT，现代 Ioniq 开始放量，且成为日产 Leaf(2017 款)供应商，因此 1-4 月 LG 电池装车量超过 1gwh，同比增长超过 2 倍，除了原有车型的增长，LG 还积极拓展大众、宝马等车型，因此 2017 年一倍以上增长确定，未来几年增长潜力巨大。除了 LG，公司正拓展松下、三星等日韩企业，此为公司今明两年的战略重心，目标到 2020 年公司海外客户占比达到 70%，是国内隔膜企业最具国际视野的企业。

- **投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年净利润 2.04 亿/2.87 亿/4.82 亿，同比增长 31%/41%/68%，EPS 为 1.06/1.49/2.51，对应 PE 为 42/30/18 倍，考虑到公司当前业绩低点，干法隔膜龙头，且海外收入占比高，湿法隔膜产能逐步释放，与松下、三星等都在认证之中，给予 2018 年 35 倍 PE，对应目标价 52 元，维持“买入”评级。我们认为随着湿法产能的逐步释放和海外客户的拓展，公司海外收入的占比将由 30% 提升到 6-70%，受益于全球电动化的浪潮，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新能源汽车政策支持力度及销量不达预期，产品价格涨幅低于预期。

图表 1：星源材质三大财务预测表

资产负债表					利润表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1,071	929	1,138	1,654	<b>营业收入</b>	506	749	1,210	2,138
现金	757	415	376	339	营业成本	199	340	581	1,075
应收账款	168	252	407	685	营业税金及附加	9	14	22	39
其他应收款	1	1	1	1	销售费用	22	32	52	91
预付账款	2	4	6	11	管理费用	82	114	183	321
存货	44	75	128	237	财务费用	15	4	0	2
其他流动资产	99	183	220	380	资产减值损失	6	7	17	31
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	172	240	357	581
无形资产	82	80	77	75	营业外收入	12	24	25	25
其他非流动资产	249	299	299	299	营业外支出	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	1,876	1,934	2,282	2,874	<b>利润总额</b>	180	260	377	602
<b>流动负债</b>	260	153	256	467	所得税	27	39	56	90
短期借款	167	0	0	0	<b>净利润</b>	153	221	321	512
应付账款	19	33	56	104	少数股东损益	-2	17	34	30
其他流动负债	75	120	200	364	<b>归属母公司净利润</b>	155	204	287	482
<b>非流动负债</b>	348	348	348	348	EBITDA	239	294	419	657
长期借款	41	41	41	41	EPS (元)	0.81	1.06	1.49	2.51
其他非流动负债	306	306	306	306					
<b>负债合计</b>	608	501	604	815					
少数股东权益	35	52	86	116	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	120	192	192	192	<b>成长能力</b>				
资本公积	809	737	737	737	营业收入	19.0%	48.1%	61.5%	76.8%
留存收益	305	454	663	1,015	营业利润	30.2%	39.3%	48.6%	62.9%
归属母公司股东权益	1,233	1,382	1,591	1,943	归属于母公司净利润	31.3%	31.2%	40.5%	68.2%
<b>负债和股东权益</b>	1,876	1,934	2,282	2,874	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	60.6%	54.6%	51.9%	49.7%
					净利率(%)	30.3%	29.5%	26.5%	23.9%
					ROE(%)	12.6%	14.8%	18.0%	24.8%
					ROIC(%)	20.7%	18.3%	20.7%	25.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	32.4%	25.9%	26.5%	28.4%
					净负债比率	34.2%	8.2%	6.8%	5.1%
					流动比率	4.11	6.08	4.44	3.54
					速动比率	3.94	5.59	3.94	3.03
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.27	0.39	0.39	0.53
					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
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.81	1.06	1.49	2.51
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.41	0.68	1.23	1.27
					每股净资产(最新摊薄)	10.28	7.20	8.29	10.12
					<b>估值比率</b>				
					P/E	53.71	42.14	29.99	17.83
					P/B	6.77	6.22	5.40	4.42
					EV/EBITDA	36	30	21	13

资料来源：东吴证券研究所，公司年报，单位：百万

## 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>

