

公司研究/中报点评

2017年08月08日

电力设备与新能源/新能源 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 43.7
合理价格区间(元): 48.00~51.43

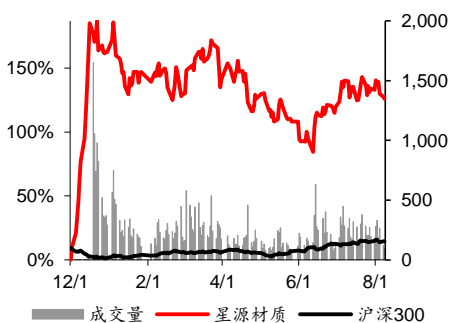
黄斌 执业证书编号: S0570517060002
研究员 billhuang@htsc.com

李轶奇 执业证书编号: S0570516080002
研究员 021-28972087
liyiqi@htsc.com

何昕 执业证书编号: S0570515050001
研究员 010-56793937
hexin6573@htsc.com

丁宁 010-56793941
联系人 dingning2@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

17Q2 单季度盈利明显改善

星源材质(300568)

17H1 收入 YoY -2.79%，归母净利润 YoY -23.74%

公司发布 2017 年半年度报告，17H1 实现营业收入 2.47 亿元，同比下降 2.79%；17H1 实现归母净利润 7092 万元，同比下降 23.74%；17H1 每股收益 0.37 元，同比下降 43.08%，基本符合我们预期。

受新能源车行业政策调整影响，公司 17H1 业绩出现下滑

公司上半年业绩下滑主要受新能源汽车销量不佳影响。去年年底国家对新能源车补贴政策进行调整，同时重新审核新能源汽车推荐目录，导致上半年国内新能源车销售疲软，公司作为新能源车动力锂电池的上游，很大程度上受到需求不振的影响。一方面，公司上半年营业收入受下游需求和产品价格下调影响出现下滑，另一方面公司隔膜毛利率也受价格下跌拖累，17H1 公司隔膜毛利率为 53.59%，比去年同期下降 10 个百分点。

下半年新能源车销量有望反弹，公司盈利改善可期

随着政策调整的影响逐步减弱，公司二季度隔膜销售情况已经出现明显好转。公司 17Q2 单季度营业收入同比增长转正 (YoY +9.72%)，Q2 单季度归母净利润同比增速也较 Q1 明显改善。上半年受政策影响的主要是新能源商用车销量这块，预计随着 1-7 批推广目录的出台，以及地方政府采购步入高峰期，下半年新能源商用车销量将大幅反弹，6 月新能源商用车销量回暖已经印证了这一趋势。同时，下半年新能源乘用车在 A00 级轿车的拉动下，仍有望维持上半年销售的强劲势头。我们判断下半年新能源车销量反弹将给公司业绩形成积极正面的影响。

积极加大湿法隔膜产能建设，解决供应瓶颈

随着新能源汽车对动力电池安全性和能量密度要求的提升，湿法涂覆隔膜的需求快速增长，未来市场空间的增长将高于干法隔膜。面对行业需求的转变，公司作为传统干法隔膜的龙头企业，积极布局湿法隔膜产能，目前已经拥有 2600 万平米湿法隔膜产能。此外，公司与国轩高科合资建设的 8000 万平米湿法产能也将于下半年陆续投产，在常州规划建设 3.6 亿平米湿法涂覆膜产能也已经开工建设，预计公司 17 年底将形成 1.06 亿平米湿法隔膜产能，18 年底形成 2.86 亿平米湿法隔膜产能，解决公司湿法隔膜供应瓶颈问题。

目标价区间 48.00~51.43 元，维持“增持”评级

我们预计公司 2017-2019 年实现归母净利润 2.72 亿元、3.29 亿元、4.33 亿元，公司 17-19 年 EPS 预计为 1.42 元、1.71 元、2.26 元，目前股价对应 PE 分别为 31 倍、25 倍、19 倍。公司目标价区间 48.00~51.43 元，维持“增持”评级。

风险提示：新能源汽车和动力锂电池销量不及预期；国家新能源汽车发展政策波动给行业造成负面影响；国内隔膜产能快速提升导致供给过剩。

公司基本资料

总股本 (百万股)	192.00
流通 A 股 (百万股)	48.00
52 周内股价区间 (元)	31.18-89.51
总市值 (百万元)	8,390
总资产 (百万元)	2,445
每股净资产 (元)	6.42

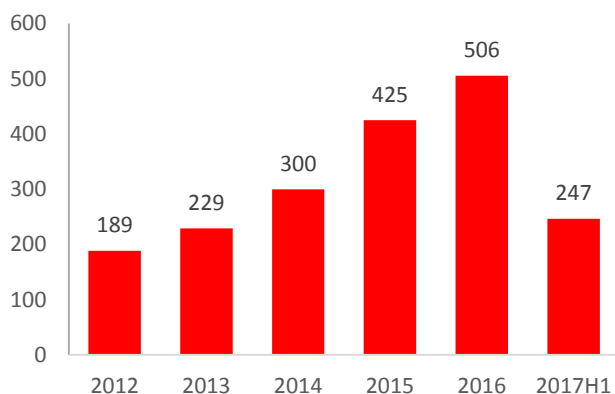
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	425.06	505.70	810.33	1,018	1,421
+/-%	41.81	18.97	60.24	25.63	39.59
归属母公司净利润 (百万元)	118.34	155.42	272.21	329.12	433.38
+/-%	73.07	31.34	75.14	20.91	31.68
EPS (元, 最新摊薄)	0.62	0.81	1.42	1.71	2.26
PE (倍)	70.90	53.98	30.82	25.49	19.36

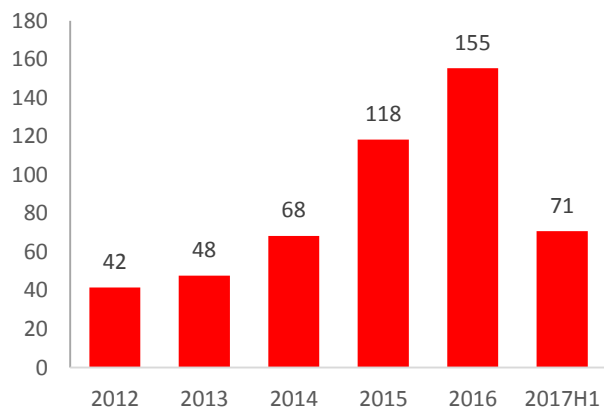
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司营业收入 (单位: 百万元)



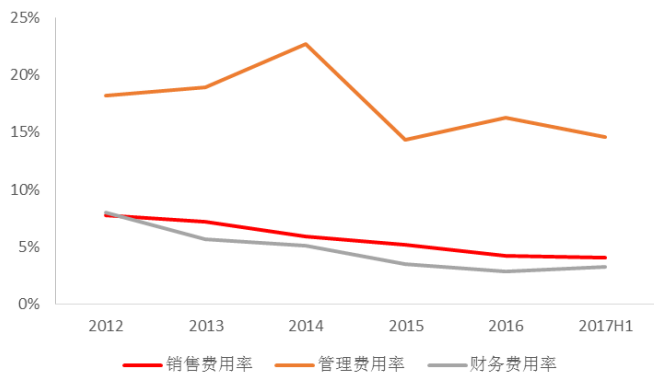
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司归母净利润 (单位: 百万元)



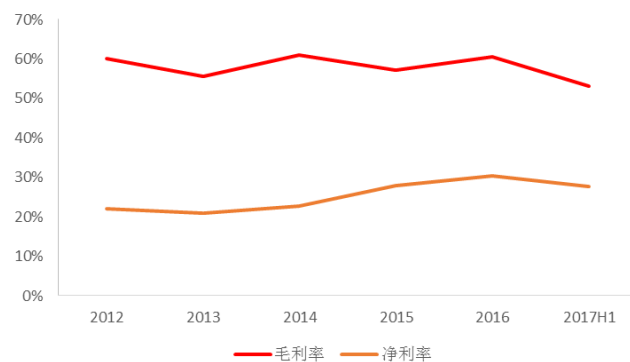
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 公司期间费用率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

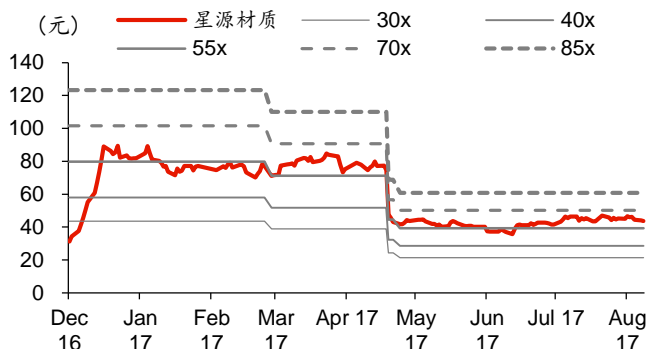
图表4: 公司毛利率和净利率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

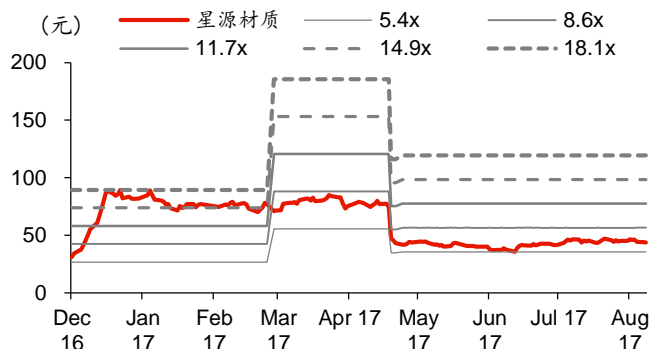
PE/PB - Bands

图表5: 星源材质历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 星源材质历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	363.29	1,071	1,210	1,538	1,914
现金	91.95	756.70	720.79	911.22	1,037
应收账款	143.71	168.46	269.70	335.80	473.08
其他应收账款	1.58	1.21	2.36	2.82	3.95
预付账款	5.68	2.05	5.94	7.99	10.67
存货	29.34	43.99	71.86	94.78	138.43
其他流动资产	91.03	98.59	139.19	185.29	250.64
非流动资产	583.00	805.10	773.46	800.55	820.01
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	504.96	473.96	564.01	615.73	647.03
无形资产	75.42	82.35	82.35	82.35	82.35
其他非流动资产	2.62	248.79	127.10	102.47	90.62
资产总计	946.29	1,876	1,983	2,338	2,734
流动负债	297.01	260.36	257.94	315.78	371.91
短期借款	178.50	139.10	104.10	124.92	127.07
应付账款	16.05	19.23	34.76	45.03	65.23
其他流动负债	102.46	102.04	119.08	145.83	179.61
非流动负债	120.40	347.72	256.49	286.19	278.86
长期借款	68.75	41.25	41.25	41.25	41.25
其他非流动负债	51.65	306.47	215.24	244.94	237.61
负债合计	417.42	608.08	514.43	601.97	650.77
少数股东权益	0.00	34.71	35.35	36.90	39.45
股本	90.00	120.00	192.00	192.00	192.00
资本公积	230.99	808.51	736.51	736.51	736.51
留存公积	207.88	304.80	505.01	771.08	1,116
归属母公司股	528.87	1,233	1,434	1,700	2,044
负债和股东权益	946.29	1,876	1,983	2,338	2,734

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	115.58	169.66	127.31	288.00	268.34
净利润	118.34	153.33	272.85	330.67	435.93
折旧摊销	47.11	51.92	26.61	31.61	35.36
财务费用	15.06	14.68	6.07	5.49	5.44
投资损失	(0.08)	(0.07)	(0.15)	(0.11)	(0.12)
营运资金变动	(72.59)	(61.02)	(223.19)	(83.91)	(215.74)
其他经营现金	7.74	10.81	45.12	4.24	7.46
投资活动现金	(89.97)	(271.75)	(49.85)	(49.89)	(49.88)
资本支出	90.08	271.83	50.00	50.00	50.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.11	0.08	0.15	0.11	0.12
筹资活动现金	(36.60)	776.33	(113.38)	(47.68)	(92.19)
短期借款	89.74	(39.40)	(35.00)	20.82	2.16
长期借款	(10.25)	(27.50)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	30.00	72.00	0.00	0.00
资本公积增加	2.58	577.52	(72.00)	0.00	0.00
其他筹资现金	(118.68)	235.72	(78.38)	(68.50)	(94.35)
现金净增加额	(9.79)	674.51	(35.91)	190.44	126.26

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	425.06	505.70	810.33	1,018	1,421
营业成本	182.31	199.25	350.68	467.20	670.25
营业税金及附加	4.90	9.26	12.33	15.92	22.65
营业费用	22.04	21.62	32.41	40.72	56.84
管理费用	61.00	82.37	90.27	101.80	155.74
财务费用	15.06	14.68	6.07	5.49	5.44
资产减值损失	7.45	6.26	6.21	6.43	6.33
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.08	0.07	0.15	0.11	0.12
营业利润	132.38	172.34	312.51	380.55	503.87
营业外收入	6.58	12.33	9.18	9.79	10.01
营业外支出	0.37	4.37	2.37	2.71	2.87
利润总额	138.59	180.29	319.32	387.64	511.00
所得税	20.25	26.96	46.47	56.97	75.07
净利润	118.34	153.33	272.85	330.67	435.93
少数股东损益	0.00	(2.09)	0.64	1.55	2.56
归属母公司净利润	118.34	155.42	272.21	329.12	433.38
EBITDA	194.55	238.94	345.20	417.66	544.67
EPS (元)	0.62	0.81	1.42	1.71	2.26

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	41.81	18.97	60.24	25.63	39.59
营业利润	78.25	30.19	81.34	21.77	32.40
归属母公司净利润	73.07	31.34	75.14	20.91	31.68
获利能力 (%)					
毛利率	57.11	60.60	56.72	54.11	52.83
净利率	27.84	30.73	33.59	32.33	30.50
ROE	22.38	12.60	18.99	19.36	21.20
ROIC	16.54	23.78	29.75	32.70	35.42
偿债能力					
资产负债率 (%)	44.11	32.41	25.94	25.74	23.80
净负债比率 (%)	65.82	34.18	33.60	32.17	30.09
流动比率	1.22	4.11	4.69	4.87	5.15
速动比率	1.12	3.94	4.41	4.57	4.77
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.36	0.42	0.47	0.56
应收账款周转率	3.40	3.04	3.38	3.10	3.22
应付账款周转率	11.69	11.30	12.99	11.71	12.16
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.81	1.42	1.71	2.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.88	0.66	1.50	1.40
每股净资产(最新摊薄)	2.75	6.42	7.47	8.85	10.65
估值比率					
PE (倍)	70.90	53.98	30.82	25.49	19.36
PB (倍)	15.86	6.80	5.85	4.94	4.10
EV_EBITDA (倍)	39.91	32.49	22.49	18.59	14.25

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com