

星源材质再获大单，国内客户逐一突破 买入（维持）

2019年07月20日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 曹越

执业证号：S0600519020001
021-60199793

caoy@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 583 | 1015 | 1621 | 2111 |
| 同比（%） | 12% | 74% | 60% | 30% |
| 归母净利润（百万元） | 222 | 279 | 305 | 380 |
| 同比（%） | 108% | 25% | 9% | 25% |
| 每股收益（元/股） | 1.16 | 1.45 | 1.59 | 1.98 |
| P/E（倍） | 22.80 | 18.24 | 16.64 | 13.36 |

投资要点

- **星源公司公告与欣旺达签订保供框架协议。**星源承诺在2019年至2023年协议期间，保证向欣旺达供应10亿平方米锂电池隔膜。
- **欣旺达为国内新兴二线动力电池企业。**目前欣旺达拥有2gwh动力电池产能，4季度惠州将再增2gwh；此外，南京规划30gwh动力电池产能，20年1期8gwh将陆续投产。欣旺达目前已进入吉利供应链，成为帝豪EV二供，且公司已经定点易捷特（雷诺日产东风合资），相关车型未来6年需求35.6万辆（约10gwh）。
- **星源国内客户逐一突破，静待常州基地大规模放量。**随着公司湿法隔膜产能释放，公司国内客户基本已囊括一二线动力电池。公司已开始给宁德小批量供货，预计四季度将大规模放量；二线电池亿纬锂能、欣旺达、比克、国轩公司均签订了采购框架协议，且份额不断提升。
- **行业需求即将复苏，3季度预计环比持续增长。**1) 7月行业普遍减产，但公司海外客户占比高，且新产能释放，7月排产预计环比持平或微降；常州1-3线已达量产状态，预计8月随行业复产，有望开始放量。2) 价格方面，年初至今行业降价20%，受补贴影响预计Q3价格小幅下降，公司常州产能投放降低成本，毛利率有望保持。
- **LG订单Q2恢复，海外客户将多点开花。**1) LG全年订单约1.7亿平，其中干法1.5亿+湿法2000万平。Q1受储能火灾影响，Q2开始逐步恢复；2) 索尼湿法消费类项目，每月稳定小批量供货，逐步爬坡；3) 新项目方面，三星、LG动力湿法、住友（特斯拉项目）均在稳步推进中，预计年底至明年有望取得突破。
- **盈利预测：**18-19年湿法隔膜行业加速洗牌，预计20年格局将稳定，从技术、客户积累和产能布局看，我们看好星源材质也能在湿法领域成为龙头企业。预计19-21年归母净利2.79/3.05/3.80亿（扣非1.8/2.8/3.6亿），同比增长25%/9%/25%，EPS为1.45/1.59/1.98元，对应PE为18x/17x/13x，给予2019年25倍PE，目标价36元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**降价幅度超预期、下游需求不及预期

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 26.45 |
| 一年最低/最高价 | 19.49/42.83 |
| 市净率(倍) | 3.37 |
| 流通A股市值(百万元) | 3403.43 |

基础数据

| | |
|-----------|--------|
| 每股净资产(元) | 7.85 |
| 资产负债率(%) | 60.03 |
| 总股本(百万股) | 192.01 |
| 流通A股(百万股) | 128.67 |

相关研究

- 1、《星源材质(300568)中报预告点评：2季度同环比实现较高增长，整体符合预期》2019-07-12
- 2、《星源材质(300568)一季报点评：湿法开始放量，盈利环比回升》2019-04-22
- 3、《星源材质(300568)公司点评：湿法开始兑现，客户将逐一攻克》2019-04-09

星源材质三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产 | 1,079 | 999 | 1,262 | 1,617 | 营业收入 | 583 | 1,015 | 1,621 | 2,111 |
| 现金 | 419 | 51 | 81 | 106 | 减: 营业成本 | 302 | 588 | 960 | 1,278 |
| 应收账款 | 336 | 435 | 620 | 815 | 营业税金及附加 | 11 | 15 | 24 | 32 |
| 存货 | 109 | 193 | 210 | 280 | 销售费用 | 29 | 43 | 66 | 84 |
| 其他流动资产 | 196 | 292 | 311 | 365 | 管理费用 | 126 | 152 | 211 | 264 |
| 非流动资产 | 2,490 | 3,010 | 3,313 | 3,653 | 财务费用 | 12 | 13 | 18 | 27 |
| 长期股权投资 | 8 | 8 | 8 | 8 | 资产减值损失 | 11 | 7 | 9 | 5 |
| 固定资产 | 794 | 969 | 1,127 | 1,173 | 加: 投资净收益 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 无形资产 | 196 | 392 | 387 | 381 | 其他收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 1,491 | 1,641 | 1,791 | 2,091 | 营业利润 | 124 | 214 | 360 | 448 |
| 资产总计 | 3,569 | 4,009 | 4,575 | 5,270 | 加: 营业外净收支 | 125 | 121 | 6 | 6 |
| 流动负债 | 639 | 968 | 1,682 | 2,094 | 利润总额 | 249 | 335 | 366 | 454 |
| 短期借款 | 472 | 655 | 1,178 | 1,428 | 减: 所得税费用 | 46 | 50 | 55 | 68 |
| 应付账款 | 90 | 175 | 285 | 380 | 少数股东损益 | -19 | 6 | 6 | 5 |
| 其他流动负债 | 78 | 138 | 219 | 286 | 归属母公司净利润 | 222 | 279 | 305 | 380 |
| 非流动负债 | 1,389 | 1,389 | 1,013 | 1,013 | EBIT | 357 | 498 | 599 | 829 |
| 长期借款 | 610 | 610 | 610 | 610 | EBITDA | 226 | 306 | 475 | 584 |
| 其他非流动负债 | 779 | 779 | 403 | 403 | | | | | |
| 负债合计 | 2,028 | 2,357 | 2,695 | 3,107 | 重要财务与估值指标 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 少数股东权益 | 13 | 19 | 24 | 29 | 每股收益(元) | 1.16 | 1.45 | 1.59 | 1.98 |
| 归属母公司股东权益 | 1,527 | 1,633 | 1,856 | 2,134 | 每股净资产(元) | 7.96 | 8.51 | 9.67 | 11.11 |
| 负债和股东权益 | 3,569 | 4,009 | 4,575 | 5,270 | 发行在外股份(百万股) | 192 | 192 | 192 | 192 |
| | | | | | ROIC(%) | 4.2% | 5.9% | 8.8% | 9.6% |
| | | | | | ROE(%) | 14.6% | 17.1% | 16.4% | 17.8% |
| | | | | | 毛利率(%) | 48.3% | 42.1% | 40.8% | 39.4% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 34.8% | 28.0% | 19.2% | 18.3% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 56.8% | 58.8% | 58.9% | 59.0% |
| | | | | | 收入增长率(%) | 11.9% | 74.0% | 59.7% | 30.2% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | 108.2% | 25.4% | 9.5% | 24.6% |
| | | | | | P/E | 22.80 | 18.24 | 16.64 | 13.36 |
| | | | | | P/B | 3.22 | 3.11 | 2.74 | 2.38 |
| | | | | | EV/EBITDA | 34 | 25 | 16 | 13 |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>

