

业绩企稳，产能释放带动业绩增长

投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年半年度业绩预告, 预计 2017 年半年度归属净利润 6800 万元-7300 万元, 相比上年同期下降 26.88%-21.51%。
- **业绩环比改善。** 按中报业绩区间 7100 万元来测算, 2017 年 Q2 公司实现归母净利润约 3465 万元, 同比去年二季度业绩下滑 10%, 但相比于一季度的业绩下滑幅度 (-34.1%) 已有所改善。公司业绩下滑主要受 2017 年新能源汽车补贴标准退坡和补贴标准从严, 以及各地方补贴政策未及时落地等政策性因素的影响, 导致公司上半年特别是第一季度出货量低于上年同期。同时, 隔膜市场竞争日趋激烈, 公司产品销售价格有一定程度下滑。随着政策的不断落地, 新能源汽车销量同比增速已由 Q1 的 -7.7% 上升为 Q2 的 24.9%, 环比改善幅度较大, 我们认为 Q3、Q4 新能源汽车销量数据或继续向好, 公司下半年业绩或将持续好转。
- **绑定优势客户, 持续推进扩产进度。** 公司产能利用率、产销率持续保持在高位, 隔膜生产长期供不应求。为扩大产能, 公司募投第三代高性能动力电池隔膜生产线扩建项目 (合计产能 7920 万平米)。公司与国轩高科全资子公司合肥国轩联手设立合肥星源, 将建设湿法生产线 2 条 (合计产能 8000 万平米)、陶瓷涂覆生产线 4 条, 继续扩大湿法工艺隔膜产能, 顺应行业发展趋势并绑定优势客户。此外公司全资子公司常州星源 “年产 36000 万 m² 锂离子电池湿法隔膜及涂覆隔膜项目” 继续扩充产能, 待合肥及常州基地建设完成后, 公司总的产能 (包括干法及湿法) 预计将达到 7-8 亿 m², 将持续满足高速发展的动力电池对高性能隔膜的需求。
- **长期高研发投入, 巩固公司技术壁垒。** 公司研发投入占营收比持续多年超过 5%, 已掌握大量相关专利和技术储备, 公司募投研发新一代动力电池隔膜, 持续稳固锂电隔膜领域技术优势; 此外, 投资研发铝塑膜、海水淡化膜等新型功能膜产品, 积极布局下一高毛利、易垄断领域。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 17-19 年的 EPS 分别为 0.90 元、1.17 元和 1.44 元, 对应的 PE 分别为 50 倍、38 倍和 31 倍, 首次覆盖, 给予 “增持” 评级。
- **风险提示:** 新能源汽车销量或不及预期的风险、隔膜价格大幅下滑的风险、产能释放不及预期的风险。

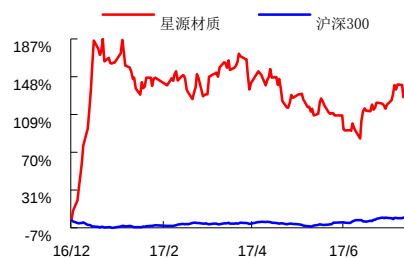
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	505.70	628.11	859.00	1094.75
增长率	18.97%	24.21%	36.76%	27.44%
归属母公司净利润 (百万元)	155.42	172.18	224.30	276.92
增长率	31.34%	10.78%	30.27%	23.46%
每股收益 EPS (元)	0.81	0.90	1.17	1.44
净资产收益率 ROE	12.09%	13.27%	15.94%	18.23%
PE	55	50	38	31
PB	6.78	6.26	5.61	4.94

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
 执业证号: S1250513070003
 电话: 021-50755259
 邮箱: shah@swsc.com.cn
 联系人: 李海勇
 电话: 0755-23617478
 邮箱: lihaiy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.92
流通 A 股(亿股)	0.48
52 周内股价区间(元)	31.18-89.51
总市值(亿元)	85.92
总资产(亿元)	19.64
每股净资产(元)	10.57

相关研究

关键假设：

假设 1：主营产品价格在 2017、2018 略有下降，2019 年保持稳定，考虑分切收得率增长，毛利率保持基本稳定；

假设 2：生产线扩建项目如期进行，预计新增产能第一年释放八成，第二年完全释放，产销率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
干法隔膜	收入	-	458.25	544.00	638.25
	增速		-	18.71%	17.33%
	毛利率		62.00%	62.00%	62.00%
湿法隔膜	收入	-	169.86	315.00	456.50
	增速		-	85.45%	44.92%
	毛利率		41%	45%	50%
合计	收入	505.70	628.11	859.00	1,094.75
	增速	18.97%	24.21%	36.76%	27.44%
	毛利率	199.25	274.35	379.97	470.79

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	505.70	628.11	859.00	1094.75	净利润	153.33	182.18	244.30	316.92
营业成本	199.25	274.35	379.97	470.78	折旧与摊销	51.92	62.02	83.18	139.06
营业税金及附加	9.26	10.08	13.74	17.53	财务费用	14.68	6.12	12.55	21.85
销售费用	21.62	28.76	38.46	49.38	资产减值损失	6.26	2.00	2.00	2.00
管理费用	82.37	100.50	136.58	174.06	经营营运资本变动	-25.49	-46.84	-92.22	-111.59
财务费用	14.68	6.12	12.55	21.85	其他	-31.03	4.96	-2.72	0.94
资产减值损失	6.26	2.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	169.66	210.44	247.09	369.18
投资收益	0.07	0.00	0.00	0.00	资本支出	-180.71	-550.00	-750.00	-600.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-91.05	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-271.75	-550.00	-750.00	-600.00
营业利润	172.34	206.30	275.70	359.13	短期借款	-39.40	0.00	77.06	257.17
其他非经营损益	7.95	7.63	11.29	13.13	长期借款	-27.50	40.00	0.00	0.00
利润总额	180.29	213.93	287.00	372.26	股权融资	607.52	0.00	0.00	0.00
所得税	26.96	31.74	42.70	55.33	支付股利	-58.50	-76.83	-85.12	-110.88
净利润	153.33	182.18	244.30	316.92	其他	294.22	113.13	103.43	108.10
少数股东损益	-2.09	10.00	20.00	40.00	筹资活动现金流净额	776.33	76.30	95.37	254.39
归属母公司股东净利润	155.42	172.18	224.30	276.92	现金流量净额	674.51	-263.26	-407.54	23.57
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	756.70	493.44	85.90	109.47	成长能力				
应收和预付款项	259.03	324.00	439.85	567.46	销售收入增长率	18.97%	24.21%	36.76%	27.44%
存货	43.99	56.46	77.28	97.55	营业利润增长率	30.19%	19.71%	33.64%	30.26%
其他流动资产	11.28	14.01	19.16	24.42	净利润增长率	29.57%	18.82%	34.10%	29.73%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	22.82%	14.86%	35.34%	40.01%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	607.29	1096.53	1764.60	2226.80	毛利率	60.60%	56.32%	55.77%	57.00%
无形资产和开发支出	82.35	81.10	79.84	78.59	三费率	23.46%	21.55%	21.84%	22.41%
其他非流动资产	115.45	115.45	115.45	115.45	净利率	30.32%	29.01%	28.44%	28.95%
资产总计	1876.10	2180.98	2582.09	3219.74	ROE	12.09%	13.27%	15.94%	18.23%
短期借款	139.10	139.10	216.16	473.33	ROA	8.17%	8.35%	9.46%	9.84%
应付和预收款项	91.87	131.45	179.35	222.96	ROIC	22.63%	20.76%	17.28%	16.36%
长期借款	41.25	81.25	81.25	81.25	EBITDA/销售收入	47.25%	43.69%	43.24%	47.50%
其他负债	335.85	455.82	572.79	703.60	营运能力				
负债合计	608.08	807.61	1049.54	1481.14	总资产周转率	0.36	0.31	0.36	0.38
股本	120.00	192.00	192.00	192.00	固定资产周转率	1.03	0.97	0.97	0.69
资本公积	808.51	736.51	736.51	736.51	应收账款周转率	3.10	3.26	3.36	3.27
留存收益	304.80	400.16	539.34	705.39	存货周转率	5.43	5.45	5.67	5.38
归属母公司股东权益	1233.31	1328.66	1467.85	1633.89	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.32%	—	—	—
少数股东权益	34.71	44.71	64.71	104.71	资本结构				
股东权益合计	1268.02	1373.37	1532.56	1738.60	资产负债率	32.41%	37.03%	40.65%	46.00%
负债和股东权益合计	1876.10	2180.98	2582.09	3219.74	带息债务/总负债	29.66%	27.28%	28.34%	37.44%
					流动比率	4.11	2.83	1.43	1.09
					速动比率	3.94	2.65	1.25	0.95
					股利支付率	37.64%	44.62%	37.95%	40.04%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	238.94	274.44	371.43	520.04	每股收益	0.81	0.90	1.17	1.44
PE	55.28	49.90	38.31	31.03	每股净资产	6.60	7.15	7.98	9.06
PB	6.78	6.26	5.61	4.94	每股经营现金	0.88	1.10	1.29	1.92
PS	16.99	13.68	10.00	7.85	每股股利	0.30	0.40	0.44	0.58
EV/EBITDA	19.69	30.04	23.49	17.22					
股息率	0.68%	0.89%	0.99%	1.29%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn