

星源材质 (300568.SZ)

中报符合预期，下半年干法和湿法同发力保障全年较高增长

买入（维持）

2017 年 8 月 9 日

证券分析师 曾朵红

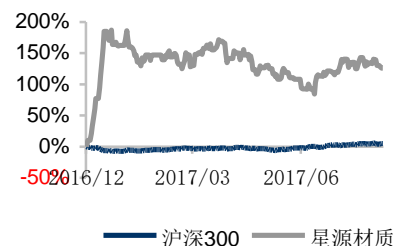
执业证号：S0600516080001

zengdh@dwzq.com.cn

021-60199798

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	506	749	1210	2138
同比（%）	19%	48%	62%	77%
净利润（百万元）	155	204	287	482
同比（%）	31%	31%	41%	68%
毛利率（%）	60.6%	54.6%	51.9%	49.7%
ROE（%）	12.6%	14.8%	18.0%	24.8%
每股收益（元）	0.81	1.06	1.49	2.51
P/E	53.98	41.15	29.28	17.41
P/B	6.80	6.07	5.27	4.32

股价走势



投资要点

- 2017 年上半年公司营收 2.47 亿元，同比下降 2.79%，实现归母净利润 0.71 亿元，同比下降 23.74%，处于预告中值，符合预期。其中，一季度营收 1.2 亿元，同比下降 13.25%，净利润 0.35 亿元，同比下降 34.12%；二季度营收 1.27 亿元，环比增长 5.78%，同比增长 9.72%，归母净利润 0.36 亿元，环比增长 4.68%，同比减少 10.24%，降幅缩窄，毛利率基本维持 53.4% 左右。上半年业绩出现下滑，主要是由于去年上半年淡季不淡，需求旺盛，而今年一季度产业处于调整期，出货量少，且商用车至二季度末才明显起量，因此今年上半年对于干法隔膜需求同比下滑，且价格下滑近 15%。受海外需求拉动，上半年公司干法隔膜出货量达到 5200 万平左右，基本维持稳定，湿法供不应求处于满产状态，预计上半年出货量 1500 万平。而由于下半年新能源汽车放量，特别是商用车销量进一步走强，且公司新增产能释放，预计下半年环比增长 50% 以上。

市场数据

收盘价（元）	43.87
一年最低/最高价	16.11/58.9
市净率（倍）	6.84
流通 A 股市值（百万元）	2105.76

基础数据

每股净资产（元）	6.42
资本负债率（%）	48.27
总股本（百万股）	192.00
流通 A 股（百万）	48.00

相关研究

1. 星源材质：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
2017-07-17
2. 《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

图表1：星源材质 2016-2017 上半年单季度业绩情况

	2016年 一季度	2016年 二季度	2016年 上半年	2017年 一季度	2017年 二季度	2017年 上半年
营业收入(亿)	1.38	1.16	2.54	1.20	1.27	2.47
-同比				-13.25%	9.72%	-2.79%
营业成本	0.48	0.48	0.96	0.57	0.59	1.16
毛利率	65.36%	58.63%	62.29%	52.83%	53.41%	52.97%
归母净利润(亿)	0.53	0.40	0.93	0.35	0.36	0.71
-同比				-34.12%	-10.24%	-23.74%
净利率	37.96%	34.60%	36.43%	27.87%	27.27%	27.56%

数据来源：公司 2017 年半年报，东吴证券研究所

- 干法价格下滑，毛利率降低；加大研发投入，管理费用率增加 2.56 个百分点。由于干法价格降低 15% 左右至 3 元/平，干法毛利率跌破 55%，但由于公司湿法隔膜产能利用率提升，今年毛利率略有提升至

50%以上，上半年公司整体毛利率水平为 53.13%，目前干法价格企稳，出货量环比增加，产能利用率提升，预计下半年毛利率水平将小幅上涨。费用率方面，公司加大研发投入提升湿法和涂覆技术，上半年研发投入 1446 万，同比增长 117%，占营收比重为 5.9%，处于行业较高水平，因此造成公司管理费用规模提升 17.7%，管理费用率提升 2.6 个百分点至 14.6%。销售费用和财务费用率基本维持稳定。另外，公司上半年获得政府补助，营业外收入近 1000 万，因此公司上半年净利率水平为 27.6%，同比下滑 8.9 个百分点。而下半年价格企稳，规模扩大，净利率水平将有所回升。

图表 2：星源材质 2017 年上半年费用率情况

项目	规模（亿元）	规模同比	费用率	费用率同比
管理费用	0.36	17.72%	14.65%	2.56%
销售费用	0.10	-7.82%	4.07%	-0.22%
财务费用	0.08	-0.96%	3.32%	0.06%

资料来源：公司 2017 年半年报，东吴证券研究所

- **上半年借款规模增加，公司经营活动净现金流为 0.48 亿元，流动性有所降低。**报告期末公司存货 0.42 亿，基本与年初持平。报告期末公司应收账款为 1.95 亿，较年初增加 15.6%。预收账款 0.18 亿，较年初持平。现金流方面，公司经营活动净现金流为 0.48 亿元，同比减少 49%；由于公司加大产能建设，投资活动净现金流为 -3.32 亿；因此，公司加大借款规模，新增借款 5.98 亿，筹资活动净现金流为 4.48 亿，报告期末公司短期借款余额为 6 亿，较年初增加 2.6 倍，长期借款 1.33 亿，较年初增加 57%，期末公司账面现金为 9.08 亿，较年初增加 22%。
- **拟发行可转债，缓解产能建设带来的资金压力。**锂电隔膜属于资金密集型行业，产能建设资金投入大，公司目前正进行常州 3.6 亿平方米湿法隔膜产能建设，该项目总投入 16 亿元，一期需投入 8 亿，预计在 2018 年下半年建设完成，资金压力较大，因此公司拟发行可转债解决资金瓶颈，发行总规模不超过 4.8 亿元，若发行完成，可有效缓解资金压力，降低财务费用。
- **干法产能下半年供不应求，湿法产能逐步释放，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，10 月与国轩合作的一期第二条线 4000 万湿法将投产，年底产能近 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 5000 万平左右。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 12um、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。
- **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 动力电池干法隔膜唯一供应商，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，2016 其配套动力电池达到 1.6gwh，由于今年公司配套的雪佛兰 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，因此预计 2017 年将实现一倍以上增长，我们判断未来几年增长空间大。公司除了成功实现对韩国 LG 化学等国外著名厂商的批量产品供应，同时也和国外大型知名锂离子电池厂商建立了业务合作关系和启动产品认证工作，具备国际化视野。

- **盈利预测与投资评级：**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 41/29/17 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预计将由 30%提升到 6-70%，将受益于全球电动化的浪潮。
- **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，公司动力湿法产能建设进度不及预期，产品价格降幅超预期。

星源材质三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,071	929	1,138	1,654	营业收入	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	99	183	220	380	资产减值损失	6	7	17	31
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	240	357	581
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	1,934	2,282	2,874	利润总额	180	260	377	602
流动负债	260	153	256	467	所得税	27	39	56	90
短期借款	167	0	0	0	净利润	153	221	321	512
应付账款	19	33	56	104	少数股东损益	-2	17	34	30
其他	75	120	200	364	归属母公司净利润	155	204	287	482
非流动负债	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	306	306	306	306					
负债合计	608	501	604	815					
少数股东权益	35	52	86	116					
股本	120	192	192	192					
资本公积	809	737	737	737					
留存收益	305	454	663	1,015					
归属母公司股东权益	1,233	1,382	1,591	1,943					
负债和股东权益	1,876	1,934	2,282	2,874					

现金流量表					主要财务比率				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	170	131	236	244	成长能力				
净利润	153	221	321	512	营业收入	19.0%	48.1%	61.5%	76.8%
折旧摊销	52	50	62	73	营业利润	30.2%	39.3%	48.6%	62.9%
财务费用	15	4	0	2	归属于母公司净利润	31.3%	31.2%	40.5%	68.2%
投资损失	0	-2	-2	-2	获利能力				
营运资金变动	-57	-148	-162	-373	毛利率(%)	60.6%	54.6%	51.9%	49.7%
其他经营现金流	6	7	17	31	净利率(%)	7.3%	30.3%	29.5%	26.5%
投资活动现金流	-272	-248	-198	-148	ROE(%)	12.6%	14.8%	18.0%	24.8%
资本支出	272	250	200	150	ROIC(%)	20.7%	18.3%	20.7%	25.1%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	2	2	2	资产负债率(%)	32.4%	25.9%	26.5%	28.4%
筹资活动现金流	776	-225	-77	-132	净负债比率	34.2%	8.2%	6.8%	5.1%
短期借款	0	-167	0	0	流动比率	4.11	6.08	4.44	3.54
长期借款	-28	0	0	0	速动比率	3.94	5.59	3.94	3.03
普通股增加	652	0	0	0	营运能力				
资本公积金增长	578	-72	0	0	总资产周转率(次)	0.27	0.39	0.39	0.53
其他筹资现金流	152	-59	-77	-132	应收账款周转率(次)	3	3	3	3
现金净增加额	674	-342	-39	-37	应付账款周转率(次)	10.36	10.36	10.36	10.36

单位:百万元					每股指标 (元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
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					
估值比率									
P/E	53.98	41.15	29.28	17.41					
P/B	6.80	6.07	5.27	4.32					
EV/EBITDA	36	29	21	13					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 公司报表

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>