

星源材质 (300568) 点评报告

业绩低点已过，干湿法均迎来高增长

买入 (维持)

2018年04月01日

首席证券分析师 曾朵红

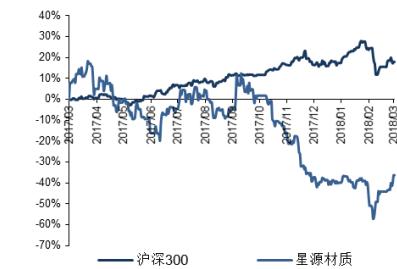
执业证书编号：

S0600516080001

021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

股价走势



投资要点

■ **业绩拐点来临**，公司经营已大幅改善，我们预计1季度公司出货量5000万平左右（2017年1Q为3100万平），同比增长超过60%，主要受益于LG需求的大幅增长，目前LG干法隔膜需求900万平/月，同比接近翻番，同时湿法隔膜也大幅增长，深圳湿法老线已全部供应LG。

图表1：星源材质分季度业绩情况

	4Q2017	3Q2017	2Q2017	1Q2017	4Q2016
营业收入(百万)	134.59	140.09	126.8	119.87	123.33
同比	9.13%	8.90%	9.70%	-13.30%	-17.60%
毛利率		46.20%	53.40%	52.80%	60.00%
归母净利润(百万)	15.39	20.84	36.27	34.65	31.87
同比	-51.71%	-31.80%	-10.20%	-34.10%	-37.00%
净利率	11.44%	10.30%	27.30%	27.90%	25.10%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

■ **干法隔膜技术进步需求回暖**，公司干法隔膜厚度不断变薄，目前主流产品16um，与湿法隔膜厚度差距缩小，同时公司新型产品改善起皱问题，提高横向拉升强度等，因此部分国内动力龙头基于成本考虑，采购干法隔膜比重提升。公司干法隔膜供不应求，在建4亿平产能，以满足LG以及国内市场需求。

■ **湿法隔膜月供LG200万平，技术获得认可**，同时合肥两条产线已陆续达产。此外公司在常州在建3.6亿平湿法产能，可以补足公司湿法产能不足短板。

市场数据

收盘价 (元)	34.38
一年最低价/最高价	18.74/53.38
市净率 (倍)	5.21
流通A股市值 (百万元)	4460.60

基础数据

每股净资产 (元)	6.53
资产负债率 (%)	46.10%
总股本 (百万股)	192.00
流通A股 (百万股)	129.74

相关研究

- 干法制敌湿法致胜，隔膜王者剑指全球 2017-08-21
- 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 2017-08-10
- 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
- 业绩维持较高增速符合预期，静待行业继续大幅好转 2017-03-25

■ **投资建议：**我们预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润为 1.07/2.22/3.56 亿, EPS 为 0.56/1.16/1.85 元, 同比增长-31/107/60%, 目标价 46.4 元, 对应 2018 年 40 倍 PE, 19 年 25 倍 PE, 维持“买入”评级。

■ **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, 隔膜价格超预期, 产能释放低于预期。

星源材质三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,071	1,068	942	1,307	营业收入	506	522	936	1,615
现金	757	730	368	325	营业成本	199	244	477	872
应收账款	168	176	303	514	营业税金及附加	9	10	17	30
其他应收款	1	1	1	1	销售费用	22	30	47	81
预付账款	2	3	5	9	管理费用	82	104	145	202
存货	44	54	91	167	财务费用	15	14	6	2
其他	99	104	173	290	资产减值损失	6	3	6	9
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	119	240	422
无形资产	82	80	77	75	营业外收入	12	12	50	20
其他	249	299	299	299	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	1,876	2,073	2,085	2,527	利润总额	180	126	286	438
流动负债	260	379	208	373	所得税	27	19	43	65
短期借款	167	270	0	0	净利润	153	107	243	372
应付账款	19	24	46	84	少数股东损益	-2	0	21	16
其他	75	86	162	289	归属母公司净利润	155	107	222	356
非流动负债	348	348	348	348	EBITDA	239	182	309	498
长期借款	41	41	41	41	EPS (元)	0.81	0.56	1.16	1.85
其他	306	306	306	306					
负债合计	608	727	555	721					
少数股东权益	35	35	56	72					
股本	120	192	192	192					
资本公积	809	737	737	737					
留存收益	305	383	545	805					
归属母公司股东权益	1,233	1,312	1,474	1,734					
负债和股东权益	1,876	2,073	2,085	2,527					
现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E					
经营活动现金流	170	161	172	204					
净利润	153	107	243	372					
折旧摊销	52	50	62	73					
财务费用	15	14	6	2					
投资损失	0	-2	-2	-2					
营运资金变动	-57	-11	-144	-251					
其他经营现金流	6	3	6	9					
投资活动现金流	-272	-248	-198	-148					
资本支出	272	250	200	150					
长期投资	0	0	0	0					
其他投资现金流	0	2	2	2					
筹资活动现金流	776	60	-336	-98					
短期借款	0	103	-270	0					
长期借款	-28	0	0	0					
普通股增加	652	0	0	0					
资本公积金增长	578	-72	0	0	估值比率				
其他筹资现金流	152	-43	-66	-98	P/E	42.47	61.49	29.73	18.54
现金净增加额	674	-27	-362	-43	P/B	5.35	5.03	4.48	3.81
					EV/EBITDA	29	38	22	14

数据来源：Wind 资讯，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，并注明出自为东吴证券研究所，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>