



一季度业绩超预期，隔膜龙头开拓全球

——星源材质（300568）2018一季报点评

2018年04月10日

强烈推荐/维持

星源材质

财报点评

杨若木

分析师

执业证书编号：S1480510120014

yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032

事件：

公司发布2018年第一季度财报，实现营业收入1.72亿元，同比增43.24%，归母净利润8943.54万元，同比增158.13%，扣非后归母净利润为4637.38万元，同比增42.66%，EPS为0.47元。

公司分季度财务指标

指标	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
营业收入（百万元）	128.62	123.33	119.87	126.8	140.09	134.59	171.7
增长率（%）	-	-17.65%	-13.25%	9.72%	8.92%	9.12%	43.24%
毛利率（%）	57.82%	60.00%	52.83%	53.41%	46.21%	50.85%	53.02%
期间费用率（%）	27.35%	27.26%	21.12%	22.91%	27.74%	43.45%	21.53%
营业利润率（%）	25.00%	29.42%	31.06%	26.70%	14.79%	15.94%	33.19%
净利润（百万元）	29.91	30.98	33.41	34.58	14.38	5.77	84.94
增长率（%）	-	-38.70%	-36.31%	-13.53%	-51.93%	-81.39%	154.25%
每股盈利（季度，元）	0.34	0.27	0.29	0.19	0.11	0.08	0.47
资产负债率（%）	49.87%	32.41%	33.57%	48.27%	46.10%	45.89%	52.09%
净资产收益率（%）	4.76%	2.44%	2.56%	2.73%	1.12%	0.45%	6.21%
总资产收益率（%）	2.39%	1.65%	1.70%	1.41%	0.61%	0.24%	2.98%

观点：

- **公司1季度业绩超预期，募投项目价值显现，干法产品功不可没。**公司1季度销售隔膜约5950万平米，同比增90.21%，扣非后归母净利润为4637.38万元，同比增42.66%，超出市场预期。销量大幅增长的主要原因在于IPO募投项目“第三代高性能动力锂离子电池隔膜生产线扩建项目”中的一条新增干法隔膜产线出货，同时公司湿法隔膜也在快速放量。业绩大增的原因除了销量大幅增加外，还有公司隔膜产品的总涂覆比例上升。公司IPO“第三代项目”从诞生之初即具备提升公司核心竞争力的使命，目标是在公司成熟的干法单拉工艺基础上，购置先进生产及检测设备，并结合高精度热复合技术来增强复合隔膜的粘结力，最终生产制造10、12、14 μm 等超薄规格极具竞争力的产品，在关键性能指标上实现突破，从目前业绩看，该项目的价值贡献已经开始显现。
- **1+2（合肥1+常州2）三线并举重塑自我，向年产13亿平米隔膜巨无霸迈进。**(1) 合肥星源“湿法涂覆”项目，包含2条湿法产线，已经分别于2017年7月、11月投产，目前9um/12um基膜、12+4/9+3/12+2+2等涂覆膜实现了量产，达到了设计产能，满足了客户对产品的要求，7um和9um超薄锂电池隔膜调试成

功，标志公司产品实力再上新台阶。(2)常州星源“湿法涂覆”项目，计划投资16亿元，建3.6亿平米湿法涂覆隔膜产能，包括湿法产线8套、涂覆产线24条，其中湿法产线供货合同分别于2017年4月、8月各签订4套，供货厂商为德国布鲁克纳机械有限公司。(3)江苏星源“超级涂覆工厂”项目，计划投资30亿元，建10亿平米高性能涂覆隔膜产能，包括涂覆产线50条、干法产线8条。公司最终将形成1+3的生产布局，即一个总部(深圳)、三个生产基地(合肥1个、常州2个)合计13亿平米/年的产能。

- **公司坚持技术研发驱动，美国、日本、德国研究院及办事处的设立坚定拓展海外的决心，可持续发展态势明确。**公司在美日已经设立海外材料研究院，打造出国际化平台，平台的使命将围绕新技术研发、新材料技术信息跟踪、人才队伍培养、优势项目引进及国内产业化落地等，最终为公司带来可持续发展动力，同时为引入美日功能膜产业界的高端人才打下基础，有望打造更多增长点

结论：

我们判断公司在湿法隔膜领域爆发势头已经展现，预计公司2018-2020年营业收入分别为9.1亿元、17.4亿元、25.1亿元，归母净利润分别为2.1亿元、3.2亿元、4.4亿元，EPS分别为1.08元、1.69元、2.27元，对应PE分别为30x、19x、14x，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

- (1) 新能源车销量不及预期 (2) 海外动力电池发展不及预期 (3) 隔膜降价超预期

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1071	1096	1876	3555	5136	营业收入	506	521	908	1737	2506
货币资金	757	621	1180	2258	3258	营业成本	199	257	433	853	1277
应收账款	168	203	323	619	893	营业税金及附加	9	10	17	32	46
其他应收款	1	3	5	9	13	营业费用	22	24	40	73	103
预付款项	2	10	24	52	93	管理费用	82	104	154	278	376
存货	44	56	95	187	280	财务费用	15	24	38	93	166
其他流动资产	11	50	50	50	50	资产减值损失	6.26	4.35	4.00	4.00	4.00
非流动资产合计	805	1277	1171	1154	1095	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.07	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	473.96	860.56	#####	804.21	754.93	营业利润	172	113	222	404	534
无形资产	82	110	99	89	80	营业外收入	12.33	2.38	50.01	3.00	3.00
其他非流动资产	112	256	256	256	256	营业外支出	4.37	5.58	5.00	5.00	5.00
资产总计	1876	2374	3047	4708	6231	利润总额	180	110	267	402	532
流动负债合计	260	651	1243	2789	4164	所得税	27	22	40	60	80
短期借款	139	450	1049	2525	3832	净利润	153	88	227	342	452
应付账款	19	66	71	140	210	少数股东损益	-2	-19	20	18	16
预收款项	18	18	18	18	18	归属母公司净利润	155	107	207	324	436
一年内到期的非流	28	81	81	81	81	EBITDA	319	308	352	594	798
非流动负债合计	348	438	438	438	438	EPS (元)	1.68	0.56	1.08	1.69	2.27
长期借款	41	119	119	119	119	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	608	1089	1681	3226	4602	成长能力					
少数股东权益	35	17	37	55	71	营业收入增长	18.97%	3.09%	74.18%	91.27%	44.30%
实收资本(或股本)	120	192	192	192	192	营业利润增长	30.19%	-34.28	95.93%	82.13%	32.21%
资本公积	809	737	737	737	737	归属于母公司净利润	93.72%	56.53%	93.72%	56.53%	34.78%
未分配利润	255	277	217	123	-3	获利能力					
归属母公司股东权	1233	1267	1330	1428	1558	毛利率 (%)	60.60%	50.68%	52.36%	50.88%	49.04%
负债和所有者权	1876	2374	3047	4708	6231	净利率 (%)	30.32%	16.90%	24.98%	19.68%	18.05%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	8.28%	4.50%	6.79%	6.88%	7.00%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	12.60%	8.43%	15.55%	22.68%	28.00%
经营活动现金流	170	40	133	4	209	偿债能力					
净利润	153	88	227	342	452	资产负债率 (%)	32%	46%	55%	69%	74%
折旧摊销	131.68	171.26	0.00	87.48	89.28	流动比率	4.11	1.68	1.51	1.27	1.23
财务费用	15	24	38	93	166	速动比率	3.94	1.60	1.43	1.21	1.17
应收账款减少	0	0	-120	-295	-274	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.36	0.25	0.34	0.45	0.46
投资活动现金流	-272	-534	11	-84	-44	应收账款周转率	3	3	3	4	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	28.67	12.18	13.21	16.44	14.31
长期股权投资减少	0	0	15	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.68	0.56	1.08	1.69	2.27
筹资活动现金流	776	373	415	1157	835	每股净现金流(最新)	5.62	-0.63	2.91	5.61	5.21
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	10.28	6.60	6.93	7.44	8.12
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	30	72	0	0	0	P/E	19.46	58.39	30.35	19.39	14.39
资本公积增加	578	-72	0	0	0	P/B	3.18	4.95	4.72	4.40	4.03
现金净增加额	674	-121	559	1077	1000	EV/EBITDA	10.59	20.45	18.05	11.35	8.83

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

单击此处输入文字。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出自为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看涨：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。