

星源材质(300568)一季报点评

干法放量业绩拐点来临，湿法产能释放值得期待

买入(维持)

2018年04月12日

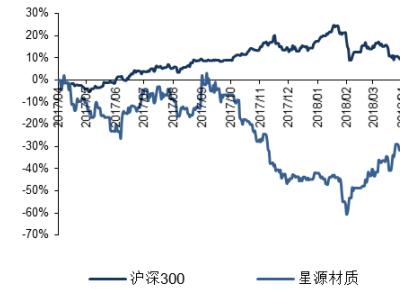
首席证券分析师 曾朵红

执业证书编号: S0600516080001

021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	33.18
一年最低价/最高价	18.74/53.38
市净率(倍)	4.70
流通A股市值(百万元)	4243.01

基础数据

每股净资产(元)	7.06
资产负债率(%)	52.09%
总股本(百万股)	192.00
流通A股(百万股)	127.88

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	521	944	1643	2316
收入同比(%)	3%	81%	74%	41%
归属母公司净利润	107	225	354	502
净利润同比(%)	-31%	111%	57%	42%
毛利率(%)	50.7%	48.7%	46.3%	44.6%
ROE(%)	8.4%	15.7%	20.9%	24.4%
每股收益(元)	0.56	1.17	1.84	2.61
P/E	59.66	28.30	18.02	12.69
P/B	5.03	4.45	3.77	3.10
EV/EBITDA	35	21	13	10

投资要点

■ **公司1Q2018年净利润0.89亿元，同比增长158.13%，基本符合预期：**公司一季度实现营业总收入1.72亿，同比增长43.24%；归母净利润0.89亿元，同比上升158.13%；扣非归母净利润0.46亿，同比增长42.66%，符合预期，非经常性损益主要为政府补助。

■ **1Q2018年盈利水平恢复：**从盈利能力看，Q1公司毛利率53.0%，环比增加2.2个百分点，同比基本持平，扣非净利润率27%，环比大幅提升17.2个百分点，同比基本持平。主要由于以海外客户为主，一季度公司隔膜价格环比仅略微下滑，且公司产能利用率高，成本下降明显。

■ **业绩拐点来临，公司经营已大幅改善：**公司预告上半年归母净利润1.27-1.40亿，同比增长79.16-96.77%，扣非净利润0.81-0.94亿，同比增长30-50%。我们预计1季度公司出货量5900万平左右(2017年1Q为3100万平)，同比增长超过90%，主要为干法隔膜，一方面受益于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；同时湿法隔膜也稳定贡献销量，深圳湿法老线已全部供应LG。另一方面受益于新能源车过渡期抢装，龙头企业一季度开工率复苏至60-70%，需求同比大幅提升。

图表1: 星源材质分季度业绩情况

	1Q2018	4Q2017	3Q2017	2Q2017	1Q2017
营业收入(百万)	172	135	140	127	120
-同比	43.2%	9.1%	8.9%	9.7%	-13.3%
毛利率	53.0%	50.8%	46.2%	53.4%	52.8%
归母净利润(百万)	89	15	21	36	35
-同比	158.1%	-52.8%	-31.8%	-10.2%	-34.1%
净利率	49.5%	4.3%	10.3%	27.3%	27.9%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

相关研究

1. 业绩低点已过，干湿法均迎来高增长 2018-04-01
2. 干法制敌湿法致胜，隔膜王者剑指全球 2017-08-21
3. 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
4. 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

■ 公司整体费用率有所下降，管理加强：1Q2018年，公司三费合计0.37亿元，同比增长46.01%，三费费用率为21.53%，同比增长0.41个百分点。其中，销售费用为378万元，同比略微上升3%，销售费用率为2.20%，同比减少0.87个百分点；管理费用为2710万元，同比增长41%，主要增加的为研发费用，费用率为15.78%，同比减少0.28个百分点；财务费用为609万元，同比增长156%，主要是本报告期利息支出增加所致，费用率3.54%，同比增长1.56个百分点。

图表3：公司1Q2018年费用率

项目	规模（百万）	规模同比（%）	费用率	费用率同比
销售费用	3.78	3%	2.20%	-0.87%
管理费用	27.10	41%	15.78%	-0.28%
财务费用	6.09	156%	3.54%	1.56%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

■ 公司流动性好转：1Q2018年公司存货为0.66亿元，较期初增长18%；应收账款2.85亿元，较期初增长41%；预收账款为0.23亿，较期初增长25%，订单增加。期末公司经营活动产生的现金流量净额为0.90亿元，去年同期仅为75万元，同比增长11849%，主要原因是由于销售商品收到的现金大幅增长，以及收到5000万政府补助所致；投资活动产生的现金流量净额为-0.64亿元，去年同期为-1.09亿元；筹资活动产生的现金流量净额为3.42亿，同比增长583%，主要本报告期发行可转债所致；短期借款为3.86亿元，较期初减少14%，账面现金为10.12亿元，较期初增长63%。

■ 干法隔膜技术进步且具备成本优势，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隔膜注液起皱问题，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，如CATL。另一方面，孚能、比克电池采购进口干法隔膜，目前也与星源开展合作，有意部分切换为国内干法隔膜。因此目前公司干法隔膜供不应求，在建4亿平产能，以满足LG以及国内市场的需求。

■ 湿法隔膜产能逐步释放，技术获认可。公司目前供应LG湿法隔膜200万平/月，用于消费类领域，技术获得认可。与国轩合作的合肥两条产线已陆续达产，我们预计二季度末可实现满产满销，预计合肥产线主要客户为国轩、江苏力神、捷威。同时公司在常州在建3.6亿平湿法产能，补足湿法产能不足短板。

■ 海外客户拓展值得期待。公司是LG干法隔膜唯一供应商，我们预计今年订单1亿平。后续公司有望与索尼、三星、松下等开展合作，与三星和索尼的合作今年年底将明朗。公司定位全球市场，目标2020年海外客户占比达到70%，一方面享受海外动力电池高增长红利，另一方面海外产品价格较稳定，盈利能力保持较高水平。

■ 投资建议：我们预计2018-2020年归属母公司股东净利润为2.25、3.54、5.02亿，EPS为1.17、1.84、2.61元，对应PE为28x/18x/13x，给以2018年目标价46.8元，对应PE为40倍，维持买入评级。

■ **风险提示：**新能源汽车政策支持不达预期，销量不达预期，隔膜价格下降超预期，海外客户拓展低于预期，新增产能投放进度低于预期。

星源材质三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	利润表				
					营业收入	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,096	956	1,402	1,972	营业收入	521	944	1,643	2,316
现金	621	94	164	232	营业成本	257	484	882	1,284
应收账款	203	283	497	708	营业税金及附加	10	17	30	43
其他应收款	3	3	3	3	销售费用	24	41	66	89
预付款项	10	20	36	52	管理费用	104	132	214	278
存货	56	105	169	246	财务费用	24	33	25	30
其他	203	452	533	732	资产减值损失	4	5	15	10
非流动资产	1,277	1,452	1,563	1,613	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	861	988	1,102	1,156	营业利润	113	234	413	585
无形资产	110	107	104	101	营业外收入	2	50	20	20
其他	306	356	356	356	营业外支出	6	4	4	4
资产总计	2,374	2,408	2,965	3,586	利润总额	110	280	429	601
流动负债	651	508	796	1,042	所得税	22	42	64	90
短期借款	530	293	418	502	净利润	88	238	364	511
应付账款	66	125	228	332	少数股东损益	-19	13	11	9
其他	54	90	150	208	归属母公司净利润	107	225	354	502
非流动负债	438	438	438	438	EBITDA	201	343	526	714
长期借款	119	119	119	119	EPS (元)	0.56	1.17	1.84	2.61
其他	319	319	319	319					
负债合计	1,089	946	1,234	1,480					
少数股东权益	17	30	40	49					
股本	192	192	192	192					
资本公积	737	737	737	737					
留存收益	340	504	762	1,129					
归属母公司股东权益	1,267	1,433	1,691	2,057					
负债和股东权益	2,374	2,408	2,965	3,586					
现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E					
经营活动现金流	40	52	263	297					
净利润	88	238	364	511					
折旧摊销	64	76	89	100					
财务费用	31	33	25	30					
投资损失	0	-2	-2	-2					
营运资金变动	-148	-298	-228	-351					
其他经营现金流	4	5	15	10					
投资活动现金流	-534	-248	-198	-148					
资本支出	519	250	200	150					
长期投资	0	0	0	0					
其他投资现金流	-15	2	2	2					
筹资活动现金流	373	-331	5	-82					
短期借款	0	-238	125	83					
长期借款	78	0	0	0					
普通股增加	1	0	0	0					
资本公积金增长	-72	0	0	0					
其他筹资现金流	294	-93	-120	-165					
现金净增加额	-121	-527	70	67	每股指标 (元)	0.56	1.17	1.84	2.61
					每股收益(最新摊薄)	0.56	1.17	1.84	2.61
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.27	1.37	1.55
					每股净资产(最新摊薄)	6.60	7.46	8.81	10.71
					估值比率				
					P/E	59.66	28.30	18.02	12.69
					P/B	5.03	4.45	3.77	3.10
					EV/EBITDA	35	21	13	10

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>