

星源材质 (300568)

干湿法齐头并进，隔膜王者剑指全球 买入(维持)

2018 年 05 月 06 日

证券分析师 曾朵红

执业证书编号：

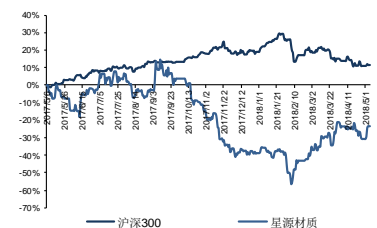
S0600516080001

021-60199789

zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	521	990	1749	2456
同比(%)	3%	90%	77%	40%
归属母公司净利润 (百万元)	107	237	369	521
同比(%)	-31%	122%	56%	41%
毛利率(%)	50.7%	49.0%	45.8%	44.1%
ROE(%)	8.4%	16.4%	21.6%	24.9%
每股收益(元)	0.56	1.23	1.92	2.71
P/E	60.01	27.07	17.36	12.30
P/B	5.06	4.45	3.75	3.06

股价走势



投资要点

- 国内大规模供应日韩电池的隔膜企业，具备技术优势和全球战略眼光。公司是国内第一家突破海外隔膜垄断的企业，技术和客户积淀深厚，对标海外 Celgard，是 LG 动力电池干法隔膜的唯一供应商，我们估计 2017 年供应 LG6000 万平干法隔膜，占公司销售额的 37% 左右。LG 作为全球电池龙头企业，与大众、通用、宝马、现代、戴姆勒、雷诺-日产等合作紧密，配套车型众多，在手订单充足，我们预计未来将成长为全球动力电池龙头企业，星源材质作为其隔膜主供应商将受益。其次，公司积极拓展松下、索尼、三星、AESC 等企业，合作时间表较明朗，公司目标到 2020 年公司海外客户占比达到 70%，是国内最具国际视野的隔膜企业。
- 新能源汽车全球化趋势明显，隔膜需求大幅提升，而海外扩产进度慢，国内企业将充分受益于全球化采购。我们预计 2020 年全球电动车市场销量有望达到 420 万辆以上，对应动力电池需求达 185gwh，消费类电池需求达到 115gwh，储能电池 2020 年达到 25gwh，因此到 2020 年全球电池需求量达到 326gwh，对应隔膜需求量为 52 亿平。目前日韩 LG、松下、三星、AESC 等厂商均加大对中国隔膜企业采购/认证，我们认为国内具备技术优势的隔膜龙头企业如星源材质有望扩大海外份额。
- 我们认为湿法+涂覆成趋势，但干法隔膜依然具备独特优势且技术不断进步，将与湿法隔膜长期共存。湿法加涂覆隔膜在隔膜厚度、与电解液浸润性等方面优势明显。但是干法隔膜技术成熟，价格较低（干法基膜 2 元/平，湿法基膜 3 元/平，涂覆膜 4.5 元/平），相比未涂覆的湿法隔膜热稳定性更好，且经过性能改进目前厚度可达到 16um（主流为 20um），与湿法隔膜主流厚度差距缩小（湿法主流为 12um

市场数据

收盘价(元)	33.38
一年最低/最高价	18.74/53.3
市净率(倍)	5.06
流通 A 股市值(百万元)	4268.59

基础数据

每股净资产(元)	6.60
资本负债率(%)	45.89%
总股本(百万股)	192.00
流通 A 股(百万)	127.88

相关研究

1. 星源材质：干法放量业绩拐点来临，湿法产能释放值得期待 20180413
2. 星源材质：业绩低点已过，干湿法均迎来高速增长 20180401
3. 星源材质：干法制敌湿法致胜，隔膜王者剑指全球 20170821
4. 星源材质中报点评：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 -20170809

+4um)，同时干法隔膜其他性能如抗皱性、孔隙率等均在提升。且干法隔膜在储能领域更具优势，将受益于储能市场兴起。

- **干法隔膜技术进步且具备成本优势，需求回暖，公司作为干法龙头受益。**干湿法膜应用由不同电池厂商工艺决定，海外三星、LG 动力均采用干法，松下采用湿法。从技术上看，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，将于年底至明年上半年陆续释放，以满足 LG 以及国内市场需求。
- **公司湿法隔膜产能逐步释放，技术获认可，同时配套建设 10 亿超级涂覆产能，致力于隔膜深加工。**目前深圳基地老线产能 3000 万平，基本全部供应 LG，用于 LG 消费类电池。合肥基地 1 季度末已完全达产，客户基本谈定，逐步提速。目前合肥星源产能已达到 8000 万平，预计 18 年出货量 6000 多万平，我们预计合肥星源隔膜 50%供应国轩，其余客户如捷威、力神均为公司长期合作客户。常州基地在建 3.6 亿平湿法产能，从今年年底陆续投产，采用最新一代技术，在宽幅、速度等方面进一步提升，预计成本和品质方面将有明显改进。且公司湿法隔膜对标海外，避免国内湿法隔膜无序竞争格局。
- **投资建议：我们认为公司业绩低点或已过，干湿法齐头并进，产能节节攀升，2018 年下半年将迎来大发展。**我们预计 2018-2020 年归属母公司股东净利润为 2.37(包括约 0.4 亿非经常性损益)、3.69、5.21 亿，EPS 为 1.23、1.92、2.71 元，同比增长 122%、56%、41%，对应 PE 为 27x/17x/12x，给以目标价 49.2 元，对应 2018 年 40 倍 PE，维持买入评级。
- **风险提示：锂离子电池终端应用领域行业波动；市场竞争加剧导致产品价格下降，利润空间被压缩；业务产品单一；新能源汽车政策支持力度下降，行业增长放缓，动力电池市场需求不达预期；隔膜产能释放进度不达预期。**

目录

目录	3
1. 深耕行业产能跃进，隔膜王者剑指全球	5
2. 全球电动化高增长延续，星源材质率先绑定 LG	8
2.1. 全球电动化进程加速，隔膜需求旺盛	8
2.2. 全球动力电池隐形龙头 LG 潜力大，星源材质率先绑定	11
2.3. 海外隔膜企业扩张保守，国内技术领先隔膜企业充分受益	13
3. 干法优势可持续，需求回暖稳固龙头地位	14
3.1. 干湿法两种技术将长期共存，各具优势	14
3.2. 干法具备成本优势+技术改进，2018 年需求回暖	16
4. 湿法技术获客户认可，产能释放值得期待	17
4.1. 公司湿法产能逐步释放，补足短板	17
4.2. 致力于隔膜深加工，定位海外客户	19
5. 盈利预测与投资建议	20
5.1. 分业务盈利预测	20
5.2. 风险提示	21

图表目录

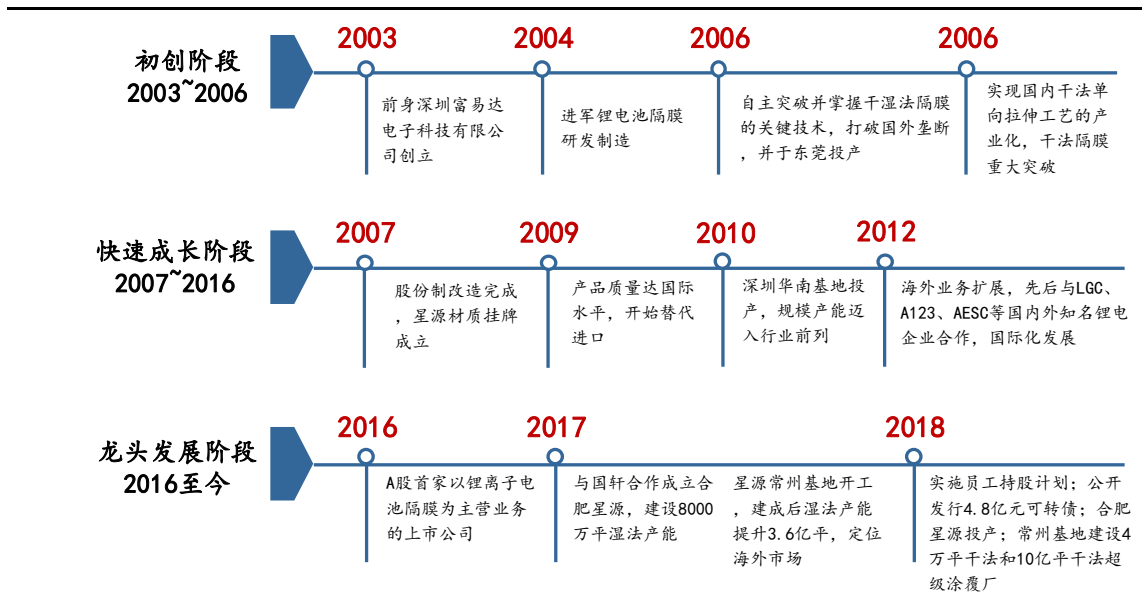
图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 2017 年公司前五大客户销售额占比	6
图表 3: 星源材质产能建设预测 (万平)	6
图表 4: 公司营业收入及营收增速 (百万)	7
图表 5: 公司净利润及净利润增速 (百万)	7
图表 6: 2013-2017 年毛利率	7
图表 7: 2013-2017 年净利率	7
图表 8: 全球新能源乘用车销量月度数据 (辆)	8
图表 9: 海外车企战略规划	9
图表 10: 全球新能源汽车动力电池及隔膜需求预测	10
图表 11: 2017 年主要车企电动车销量 (辆)	11
图表 12: 海外主力电动车型电池供应商	12
图表 13: LG 配套配套车企及动力电池需求测算	12
图表 14: 海外隔膜企业扩产计划	13
图表 15: 干法单拉工艺流程	14
图表 16: 湿法工艺流程	15
图表 17: 国内隔膜季度产量 (万平米, 分干湿法)	15
图表 18: 国内隔膜价格 (元/平)	15
图表 19: 2018 年全球隔膜需求测算 (动力电池企业维度)	16
图表 20: 17 年国内干法隔膜竞争格局	17
图表 21: 17 年国内湿法隔膜竞争格局	17
图表 22: 公司湿法产能规划	18
图表 23: 公司与大型知名锂离子电池厂商合作的具体内容	19
图表 24: 国内湿法隔膜厂商扩产计划 (亿平)	19
图表 25: 可比公司估值	21

1. 深耕行业产能跃进，隔膜王者剑指全球

深耕隔膜行业十余年，自主核心技术突破海外垄断，为国内第一家同时拥有干法和湿法制备技术的公司。2005-2006年，公司与四川大学、广东工业大学等国内高分子材料研究权威院校展开合作，自主突破并掌握干湿法隔膜的关键技术，打破国外垄断。2007-2008年，实现国内干法单向拉伸工艺的产业化。2009年以来，公司产品获得优质客户认可，同时拥有干法和湿法制备技术领先国内。并且，公司研发投入较大，核心技术将继续捍卫其龙头地位。截至2017年底，公司拥有发明专利32项，实用新型专利26项，领先国内其他隔膜企业。

星源材质也是我国A股市场第一个以锂离子电池隔膜为主营业务的上市公司。2016年公司首次公开发行新股3000万股并在创业板上市。

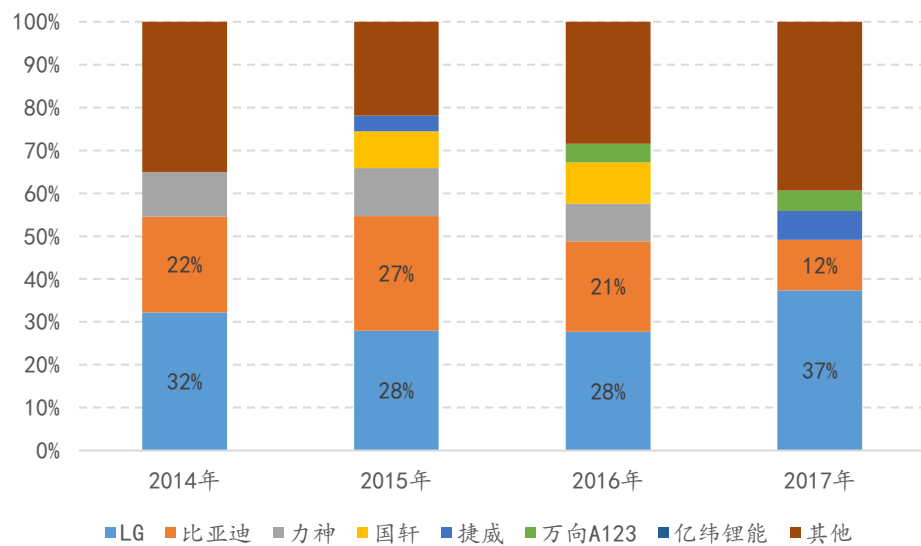
图表1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

星源材质产品技术与品质领先，是国内大规模供应海外电池企业的隔膜公司。星源材质作为国内第一家突破海外隔膜垄断的企业，技术和客户积淀深厚，对标海外Celgard，在干法隔膜领域多年龙头地位难撼动，是LG动力电池干法隔膜的唯一供应商，我们估计2017年公司供应LG6000万平干法隔膜，占公司营收的37%。LG作为全球电池龙头企业，与大众、通用、宝马、现代、戴姆勒、雷诺-日产等合作紧密，配套车型众多，在手订单充足，我们预计未来将成长为全球动力电池龙头企业，而星源材质作为其隔膜主供应商将受益。其次，我们认为松下全球动力电池地位将继续保持，目前星源已与松下开展有关合作。此外，现公司积极拓展索尼、三星、AESC等企业，公司目标到2020年公司海外客户占比达到70%，是国内最具国际视野的隔膜企业之一。

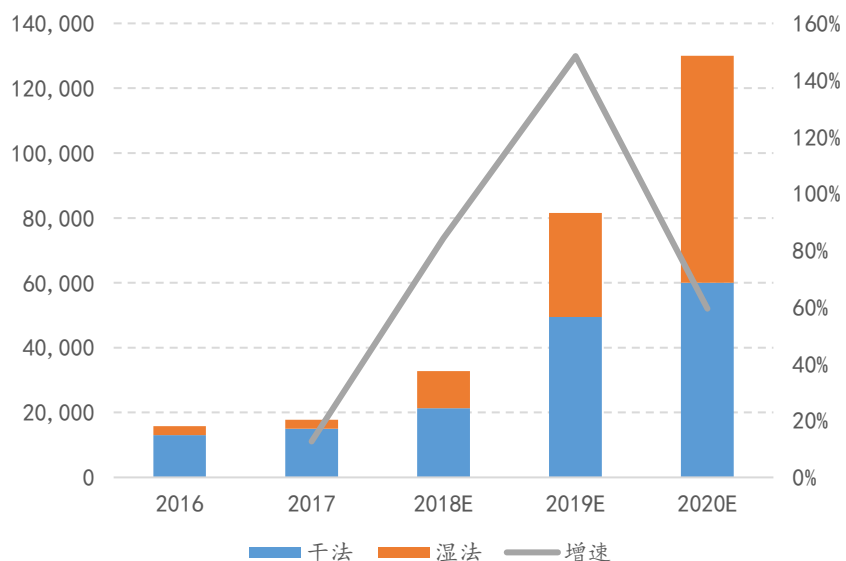
图表 2：2017 年公司前五大客户销售额占比



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司干湿法齐头并进，产能节节攀升，2018 年下半年将迎来大发展。公司充分发挥在干法领域的龙头优势，并积极建设湿法隔膜产能，年底常州一期项目投产，补足短板。公司目前干法隔膜产能 1.8 亿平，集中于深圳基地，供应 LG、比亚迪、捷威、力神等客户，处于满产状态，同时为满足国内外客户需求增长，公司在常州基地建设 4 亿平干法产能，我们预计将在明年开始达产，为 19 年增长奠定基础。湿法方面，公司深圳老线 3000 万平产能，基本全部供应 LG，技术获认可；与国轩合作的合肥星源两条线共 8000 万平，已经完全投产，客户基本确定，预计 2Q 末将实现满产满销；公司常州在建 3.6 亿平湿法产能，采用公司第三代技术，在宽幅、速度、品质方面具有明显提高，预计成本和产品一致性等方面将明显优于当前产线，一期将在今年年底投产，定位海外客户，补足公司湿法产能短板，为公司 19 年高增长打下基础。公司规划 2020 年产能基膜产能达到 13 亿平（6 亿平干法，7 亿平湿法），规模直追全球隔膜龙头旭化成。

图表 3：星源材质产能建设预测（万平）

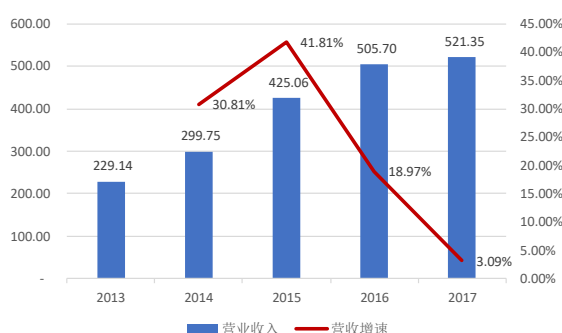


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

我们认为公司业绩低点或已过, 18 年 1 季度或为拐点。公司 2017 年实现营业总收入 5.21 亿, 同比增长 3.09%, 增速较 2016 年有明显下降(2016 增速为 18.97%); 归母净利润 1.07 亿, 是连续几年来首次出现利润下滑, 归母净利润同比下降 31.29%。主要原因有: 一是 17 年国内湿法隔膜替代速度加快, 公司湿法产能不足, 同时干法隔膜供给过剩, 价格下降幅度大, 且由于 2017 年公司隔膜出货量 1.5 亿平左右, 同比仅增长 10%左右, 利润增速受限; 二是公司合肥基地调试进度低于预期, 影响公司利润 1685 万, 加上汇兑损失和固定资产减值损失, 合计影响利润 3107 万。

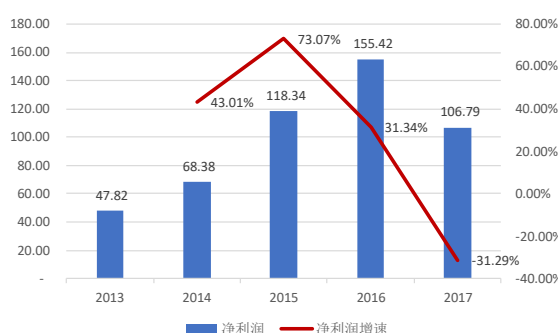
而 2018 年 1 季度有望为公司盈利业绩拐点, 全年定调。我们预计 Q1 公司隔膜出货量 5900 万平左右, 同比增长 90%, 实现营收 1.72 亿, 同比增长 43.24%; 归母净利润 0.89 亿元, 同比上升 158.13%; 扣非归母净利润 0.46 亿, 同比增长 42.66%。17 年 1 季度为公司单季度业绩高点, 预计今年后续业绩同比增速将逐步提高。公司预告上半年归母净利润 1.27-1.4 亿, 同比增长 79-97%, 扣非净利润 0.81-0.94 亿, 同比增长 30-50%。

图表 4: 公司营业收入及营收增速 (百万)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

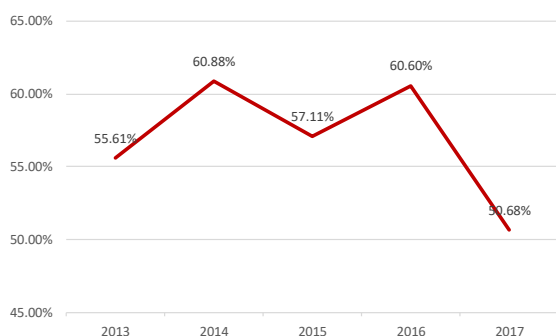
图表 5: 公司净利润及净利润增速 (百万)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

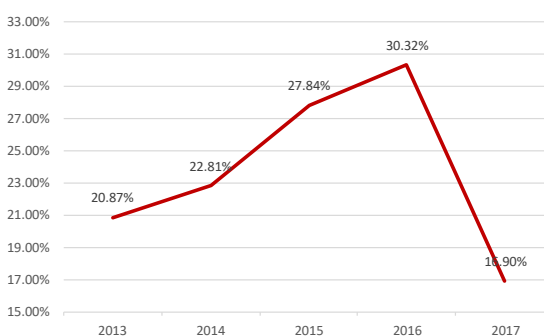
公司盈利能力有所恢复, 维持在较高水平。盈利能力看, 2017 年公司毛利率 50.68%, 下降 9.92 个百分点, 2017 年公司净利率 16.90%, 下降 13.42 个百分点。但 2018 年 1 季度公司毛利率恢复至 53.0%, 环比增加 2.2 个百分点, 同比基本持平, 扣非净利率 27%, 环比大幅提升 17.2 个百分点, 同比基本持平。主要由于公司以海外客户为主, 我们估计 1 季度公司隔膜价格环比 Q4 仅下滑 6%左右, 且公司产能利用率高、涂覆比例增加, 因此盈利水平提升。

图表 6: 2013-2017 年毛利率



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 7: 2013-2017 年净利率



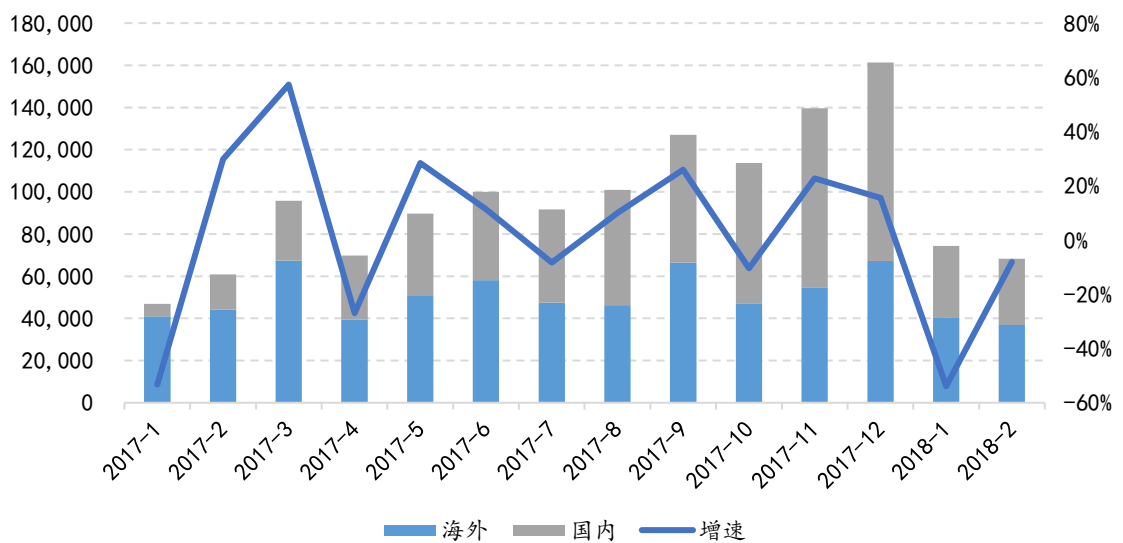
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 全球电动化高增长延续，星源材质率先绑定 LG

2.1. 全球电动化进程加速，隔膜需求旺盛

2017 年全球新能源乘用车进入高速增长期。根据 Marklines 数据，2017 年全球新能源乘用车销量 119.71 万辆，增长 67.07%，其中海外销量 62.97 万辆（+51.78%），国内销量 56.74 万辆（+88.10%）。进入 2018 年，1 月全球新能源乘用车销量为 7.43 万辆，2 月 6.83 万辆，分别较去年同比增长 58.54% 和 12.21%。2018 年全球新能源乘用车高增长仍在延续，国内市场相对更加强势；我们预期从 19 年开始，随着海外车企新车型投放，增速有望将超过国内市场。

图表 8：全球新能源乘用车销量月度数据（辆）



资料来源：Marklines，东吴证券研究所

海外汽车巨头纷纷发布电动化战略，未来两年海外新能源车型密集上市，高速增长周期开启。海外车企巨头在 2016 年下半年大幅转向，纷纷发布 2025 年电动化战略，新车型将在 2019-2020 年集中上市，规划到 2025 年前电动车销售比例达到 10-20% 之间。宝马、大众在研发车型众多，大众更是提出电动车销售占比 25% 的目标，车企巨头的加入扛起电动车全球高速增长旗帜。从未来两年密集上市的新能源车型来看，纯电动乘用车装车电量逐步提升，传统燃油车型插电式比例提高，且海外汽车将中国作为重要的市场，如宝马针对中国推出的 X1、芝诺 60H，大众推出奥迪 A6 e-tron，通用别克 Velite5，因此中国车企即将面临来自外资企业的竞争。

图表 9：海外车企战略规划

2017 年电动车销量 2017 年所有车型销量			新能源汽车战略规划
雷诺-日产-三菱	10.92 万	1060.8 万	目前集团有 9 款新能源车，将在中国投产一款纯电动汽车风诺 E300，并计划 2020 年推出一款全新电动车，续航里程达到 550，目标到 2020 年零排放车型销量占比达到 20%
宝马	8.13 万	246.3 万	宝马集团新能源车品牌主要为宝马和之诺，2017 年升级多款新能源车，预计到 2025 年宝马新能源车销量占比将达到 25%
Tesla	8.12 万	8.12 万	目前在售 Model S 和 X，去年 7 月开始量产 Model 3，3 在售订单近 50 万辆，2018 年产能 50 万。且和松下合作的超级工厂，将生产 21700，配套 Model 3
通用集团	6.69 万	960.0 万	通用双十战略：未来五年旗下四大品牌（雪佛兰，凯迪拉克，别克，宝骏）将推出不少于 10 款混合动力车型，到 2020 年新能源汽车每年销量超过 10 万辆，作为首款国产插电式新能源别克 Velite5 上市后销量值得期待
大众集团	6.20 万	1074.2 万	旗下新能源车型主要为大众、奥迪、保时捷三大品牌，集团计划 2018 年前推出 10 款新能源汽车，2025 年推出 30 款纯电动，年销量达 200-300 万辆，占集团销量的 25-30%；将中国确定为最重要的市场，与江淮合资进行低端电动车生产，并计划在 2020 年向中国市场每年交付 40 万辆新能源汽车，2025 年前每年向中国市场交付 150 万辆新能源汽车市场
丰田	4.87 万	1038.6 万	逐步重视纯电动及插电式新能源车发展，到 2018 年将会在中国发布两款插电式混合动力车，卡罗拉插电混动版和雷凌插电混动版，计划到 2050 年，消除发动机车型，使 HEV 和 PHEV 车型占总销量的七成，FCV 和 EV 占三成
戴姆勒集团	3.57 万	327.4 万	集团旗下新能源车品牌主要有梅赛德斯奔驰、Smart 和腾势，2016 年下半年戴姆勒宣布将增加投资最多 100 亿欧元（约 110 亿美元）用来开发新能源汽车，到 2022 年，开发出基于同一种架构的 10 种电动汽车，其中有三种将归于 Smart 品牌车型。
现代-起亚	2.60 万	725.1 万	在 2020 年之前，新增 6 款插电式混动车型、2 款纯电动车型以及 2 款燃料电池车型。
福特集团	1.95 万	660.7 万	2018 年上半年，将在中国推出 Mondeo Energi 插电混动车型，未来 5 年投资 290 亿元，推 13 款新能源车。到 2020 年，新能源汽车销量占福特全球总销量的 10%-25%

资料来源：各公司官网，公司公告，东吴证券研究所

我们预计 2020 年全球电动车市场销量有望达到 420 万辆以上，电动乘用车市场达到 380 万辆以上，2016-2020 年的年均复合增速 50%，渗透率提升到 5%，因此大幅拉动隔膜需求增长。

我们预期未来几年全球隔膜需求快速增长，预计 2020 年隔膜需求 52 亿平（2016 年为 28 亿平）。根据我们的测算 2020 年全球动力电池需求达 185gwh，消费类电池需求达到 115gwh，储能电池 2020 年达到 25gwh，因此到 2020 年全球电池需求量达到 326gwh，对应隔膜需求量为 52 亿平。其中，国内锂电池需求 148gwh，对应隔膜需求为 24 亿平。目前国内干法隔膜早

已国产化、湿法隔膜已基本实现国产化，并且国内龙头企业已成功拓展海外供应链，预计将大幅受益于隔膜全球化采购。

图表 10：全球新能源汽车动力电池及隔膜需求预测

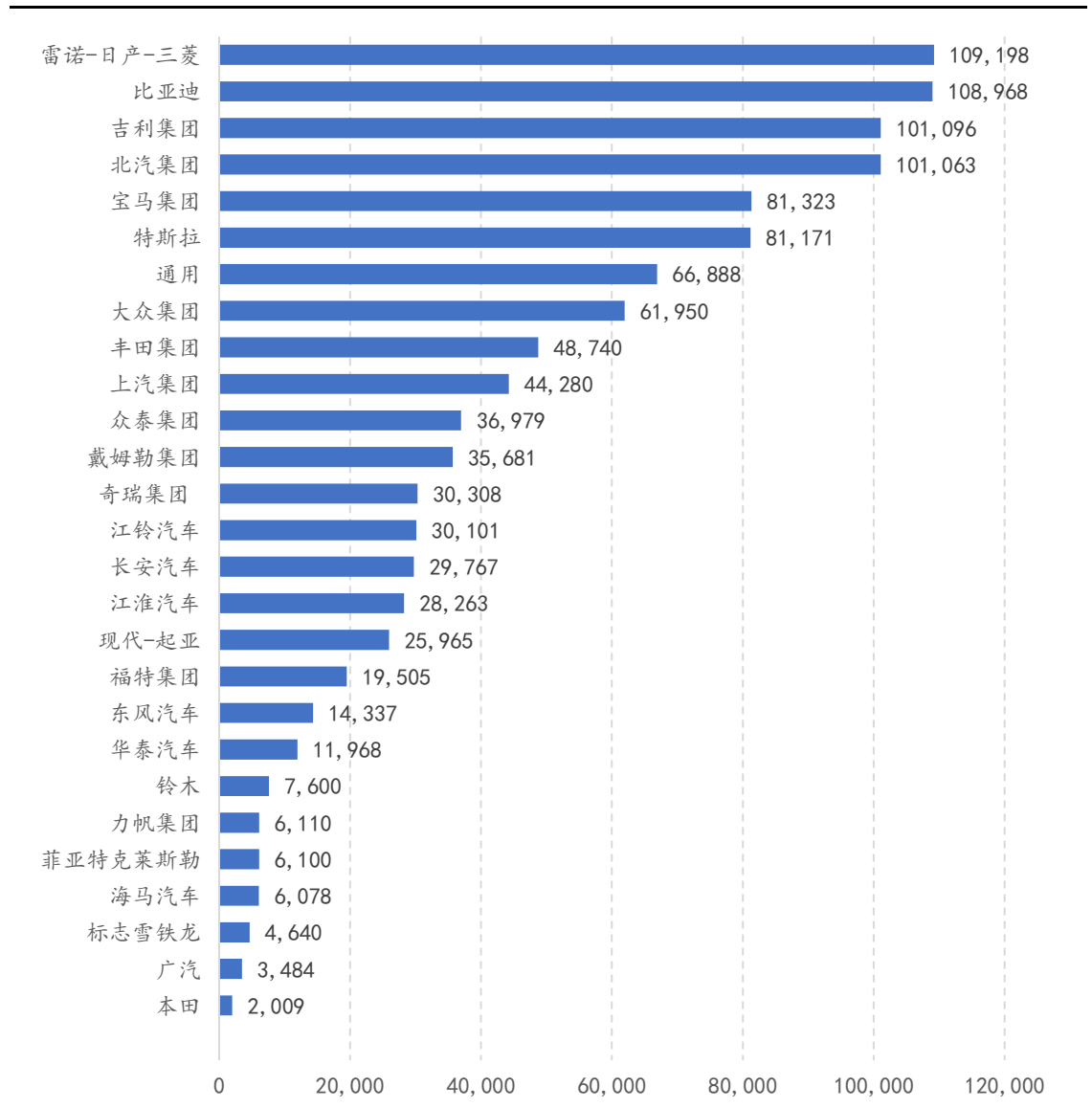
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
海外：新能源乘用车销量（万辆）	40.7	62.9	98.0	149.0	217.4
动力电池需求（Gwh）	11.9	18.9	33.2	57.0	91.1
纯电动销量（万辆）	21.7	36.9	59.0	94.4	146.4
单车电池容量（kwh）	43.5	40.0	45.0	50.0	53.0
纯电动需求量（Gwh）	9.4	14.8	26.6	47.2	77.6
插电式（万辆）	19.0	26.0	39.0	54.6	71.0
单车电池容量（kwh）	13.0	16.0	17.0	18.0	19.0
插电式动力需求量（Gwh）	2.5	4.2	6.6	9.8	13.5
国内：新能源乘用车销量（万辆）	32.6	56.0	81.0	110.0	170.0
动力电池需求（Gwh）	9.0	13.8	24.0	37.2	63.0
国内：纯电动销量（万辆）	24.4	45.0	65.0	88.0	135.0
单车电池容量（kwh）	32.0	27.0	33.0	38.0	42.0
纯电动需求量（Gwh）	7.8	12.2	21.5	33.4	56.7
国内：插电式销量（万辆）	8.2	11.0	16.0	22.0	35.0
单车电池容量（kwh）	14.5	15.0	16.0	17.0	18.0
插电式动力需求量（Gwh）	1.2	1.7	2.6	3.7	6.3
国内：商用车销量（万辆）	19.4	25.5	25.7	31.0	36.4
动力电池需求（Gwh）	22.1	22.5	23.1	27.0	31.0
国内：专用车销量（万辆）	5.9	15.0	15.0	20.0	25.0
单车电池容量（kwh）	49.0	54.7	56.0	58.0	60.0
专用车需求量（Gwh）	2.9	8.2	8.3	11.6	15.0
国内：纯电式客车销量（万辆）	11.6	8.9	9.0	9.3	9.5
单车电池容量（kwh）	131.0	154.0	156.0	158.0	159.0
纯电式客车动力需求量（Gwh）	15.2	13.6	14.0	14.6	15.2
国内：插电式客车销量（万辆）	1.9	1.6	1.7	1.8	1.8
单车电池容量（kwh）	28.0	42.0	43.0	44.0	45.0
插电式客车动力需求量（Gwh）	0.5	0.7	0.7	0.8	0.8
全球新能源销量：合计	92.6	144.4	204.7	290.1	423.7
全球动力电池需求：合计	43.0	55.3	80.3	121.2	185.1
国内消费类电池（gwh）	31.0	33.0	37.0	41.0	45.0
海外消费类电池（gwh）	58.0	60.9	63.9	67.1	70.5
国内储能电池（gwh）	3.0	4.5	6.0	7.5	9.0
海外储能电池（gwh）	6.0	8.0	10.0	12.0	16.0
国内隔膜需求（亿平）	13.0	14.0	16.3	19.3	24.1
海外隔膜需求（亿平）	14.9	16.4	19.0	22.9	28.3

资料来源：Marklines，东吴证券研究所

2.2. 全球动力电池隐形龙头 LG 潜力大，星源材质率先绑定

2017 年海外车企新能源汽车销量靠前企业依次为：雷诺-日产(10.9 万, Note/Leaf/ZOE)，比亚迪(10.9 万, 宋/秦/E5/唐)，吉利控股集团(10.1 万, D2/帝豪)，北汽集团(10.1 万, EC180/绅宝)，Tesla(8.1 万, Model S/Model X)，宝马集团(8.10 万, i3)，通用集团(6.69 万, Chevrolet Bolt)，大众集团(6.20 万, Golf)。

图表 11：2017 年主要车企电动车销量（辆）



资料来源：Marklines，东吴证券研究所

LG 配套车型众多，增长潜力大。从电动车投入力度及后续新车型上市规划看，我们认为特斯拉、大众、宝马、通用、雷诺日产、戴姆勒在电动车领域发展潜力大。目前来看，松下主要绑定特斯拉，动力电池规模领先；LG 配套车企众多，包括雷诺-日产、大众、通用、戴姆勒、现代等，目前已稳定供应雷诺 ZOE、雪佛兰 BOLT/Volt、现代 Ioniq，这些车企（包括大众）后续规划车型多与 LG 合作，因此我们认为 LG 增长潜力最大；三星目前主要配套宝马，后续发展势头目前看稍弱于松下和 LG。

图表 12：海外主力电动车型电池供应商

单位 (gwh)	品牌	车型	单车电量 (kwh)	2015	2016	2017
LG	戴姆勒	fortwo	17.6	0.02	0.01	0.08
	福特	Focus	23/33.5	0.04	0.02	0.06
	吉利	XC90 (Volvo Cars)	9.2	0	0.1	0.09
	通用	Chevrolet Bolt	60	0	0.03	1.56
	通用	Volt	18.4	0.31	0.52	0.46
	现代	Ioniq	28	0	0.1	0.24
	现代	Sonata	9.8	0	0.03	0.02
	雷诺	ZOE	22/41	0.38	0.48	1.28
LG 合计 (gwh)				0.75	1.31	3.79
松下 (gwh)	特斯拉、大众、福特等			3.2	6.1	7.65
三星 (gwh)	宝马、大众			0.49	0.89	1.35
其他 (SK, AESC, PEVE 等)	三菱、起亚、丰田、日产			1.29	1.75	2.16
主流车型电量合计 (gwh)				5.7	9.9	15.02

资料来源：Marklines，东吴证券研究所

LG 动力电池的高速增长，全球动力电池隐形龙头，其供应链最受益。LG 目前拥有韩国吴仓、美国霍兰德、南京三大工厂，并在波兰建厂。LG 动力电池主要以软包为主，积累深厚，在能量密度、倍率性、安全性、装车友好性方面都具备优势。根据我们的测算，2017 年 LG 装机电量为 3.8gwh，同比增长 189.31%。由于配套车企车型众多，我们预计未来受大众、通用、宝马、雷诺等车企需求拉动，LG 动力电池还将维持高速增长，预计规模将达到全球前三。因此 LG 的供应商动力电池供应商最为受益。

同时，LG 的理念为与供应商共同成长，愿意与供应商合作和分享技术研发成果，并愿意为供应商留有合理的利润空间，有利于双方共同进步。目前 LG 动力电池干法隔膜供应商为星源材质，双方合作时间长且密切，基本已确定未来几年的合作。

图表 13：LG 配套车企及动力电池需求测算

	配套主要车辆数预测 (万)				电池需求量预测 (gwh)			
	2017	2018E	2019E	2020E	2017E	2018E	2019E	2020E
戴姆勒	0.5	1.0	2.0	3.5	0.1	0.4	0.9	1.8
宝马	-	0.1	1.5	3.0	-	0.0	0.7	1.5
福特	0.2	0.5	1.3	3.0	0.1	0.2	0.6	1.5
沃尔沃	0.9	1.5	3.0	5.0	0.1	0.6	1.4	2.5
通用	5.1	7.6	9.0	11.0	2.0	3.0	4.1	5.5
现代	1.1	1.6	3.0	5.5	0.2	0.7	1.4	2.8

大众	-	0.1	1.5	7.0	-	0.0	0.7	3.5
日产	0.0	1.0	2.5	5.5	0.0	0.4	1.1	2.8
雷诺	3.1	4.7	7.0	10.6	1.3	1.9	3.2	5.3
合计	10.9	18.1	30.8	54.1	3.8	7.3	13.9	27.0

资料来源：Marklines，东吴证券研究所

2.3. 海外隔膜企业扩张保守，国内技术领先隔膜企业充分受益

海外隔膜扩张稍保守，国内企业机遇来临，将充分受益于全球化采购。全球隔膜龙头为旭化成，其自 2015 年收购美国 Celgard 之后，兼具干湿法技术，在全球市场份额一跃至近 30%，稳固占据第一位置。目前产能 5.55 亿平（3.5 亿湿法+2 亿干法），在建 2 亿平，目标在 2020 年产能达到 11 亿平，但实际投产进度可能偏慢，且旭化成产品主要用于消费类电池。东燃、宇部兴产全球市占率分别为 10-15%，目前产能分别为 2.5 亿平和 2 亿平，产品较多应用于动力锂电。住友化学为松下配套 Tesla 电池的隔膜供应商，为配套 Tesla 超级工厂也新建 0.7 亿平，但相较 Model3 的需求产能远不够，预计特斯拉有可能寻求国内配套厂商。

因此我们判断，随着全球电动化进程加速，日韩 LG、松下、三星、AESC 等厂商均加大对中国隔膜企业采购/认证，我们认为国内具备技术优势的隔膜龙头企业如星源材质有望扩大海外份额。

图表 14：海外隔膜企业扩产计划

公司	2017 年底产能	技术	主要客户	扩产计划
旭化成	3.5 亿湿法+2 亿干法	日本本部为湿法，收购的 Celgard 为干法技术	三星、松下（原三洋为旭化成最大的客户）、AESC、ATL	在建 2 亿平湿法隔膜产能，将于 2019 年上期可投产，并通过技改，可形成湿膜约 6.1 亿平方米/年的产能，干法隔膜的产能可达到 2.5 亿平方米/年，合计 8.6 亿平米/年。公司预计 2020 年可以实现整体供给 11 亿平方米/年
东燃化学	2.5 亿	湿法	LG 化学、ATL、索尼、三星 SDI	2016 年计划增资韩国工厂，将产能提升 50%
宇部	2 亿	干法	松下，中国客户居多（比克，国轩高科等）	通过改进现有设备及在大阪工厂导入新设备，将在 2017 年年中产能提升至 2 亿平，并计划在 2020 年前将产能提高到 3 亿平
住友化学	1.8 亿	湿法	松下，主要定位动力锂电隔膜	在韩国兴建一个产能 0.7 亿平的工厂，并将原有产能提高 30%，在 2017 年产能达到 1.8 亿平，以配套特斯拉产能提高
SK	2.02 亿	湿法	SK、LG	

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

星源材质为国内唯一一家大规模供应海外电池的隔膜企业，目标 2020 年出货量中海外客

户占比 70%。公司隔膜技术积累深厚，各项指标领先，是 LG 动力电池干法隔膜唯一供应商，将极大受益于 LG 动力电池的高速成长，同时公司加速与 LG 的湿法隔膜合作，深圳老线 3000 万平已专供 LG，常州产能释放后有望加大对 LG 供应规模。除了 LG 外，公司还与索尼、三星、松下、AESC 开展合作，我们预计公司后续有望继续打入海外主流电池企业供应链，为常州产能消化积累客户基础。

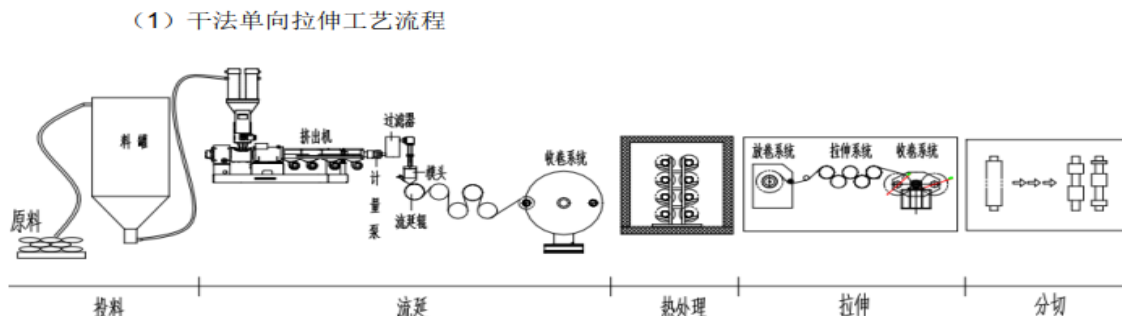
3. 干法优势可持续，需求回暖稳固龙头地位

3.1. 干湿法两种技术将长期共存，各具优势

目前商业化的锂电池隔膜主要是聚乙烯(PE)膜、聚丙烯(PP)膜及二者的三层复合膜(PP / PE / PP)等聚烯烃微孔隔膜。其制备工艺广义上可分为干法和湿法两种，二者各有优劣势，下游电池企业根据自身工艺选择。

干法隔膜分为单拉和双拉，目前国内主流干法隔膜为单向拉伸，用于生产 PP 微孔膜，PP 熔点为 165℃，安全性高。干法单拉的工艺为熔化聚烯烃树脂并挤出铺成薄膜，退火处理以增加片状晶区的尺寸和数量，然后经设备进行方向的机械拉伸使薄膜中的非晶区破裂形成微孔。干法拉伸工艺相对简单，基本无污染，生产设备基本成熟，且产品熔点高、强度高、安全性高，但该工艺的主要问题是产品相对于湿法制得的隔膜较厚，而且容易纵向撕裂，对电池企业工艺要求较高。

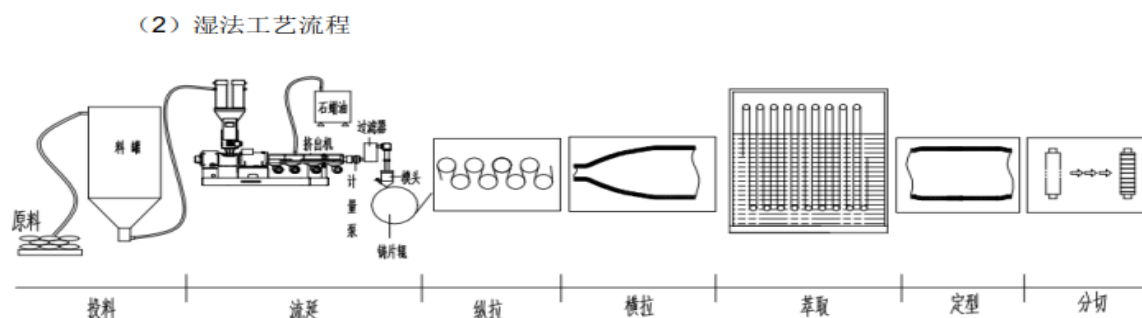
图表 15：干法单拉工艺流程



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

湿法工艺主要用于生产 PE 微孔膜。湿法工艺与干法不同，将 PE 与石蜡油一类的物质熔融混合，经铸片、纵向或同步双向拉伸后用溶剂萃取出占位的石蜡油形成微孔，后经热处理定型得到产品。用湿法双向拉伸方法生产的隔膜成孔分散均匀，对电解液的润湿性较好，更主要的特点是可以做得很薄、不易撕裂、隔膜制孔均匀，但 PE 熔点为 135℃，且穿刺强度低，因此安全性要低于干法隔膜。为提高安全性能，湿法隔膜通常需进行涂覆，涂覆后成本高于干法隔膜。

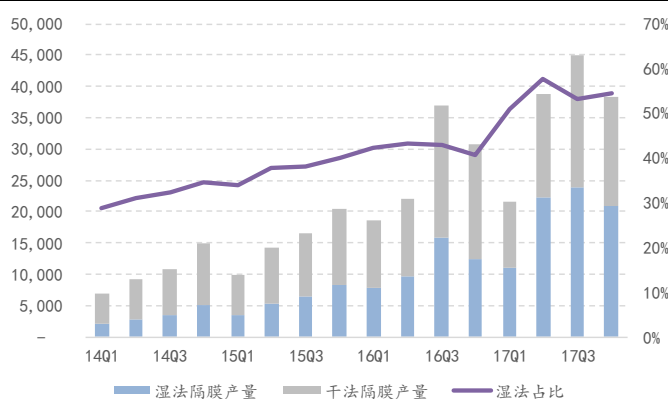
图表 16：湿法工艺流程



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

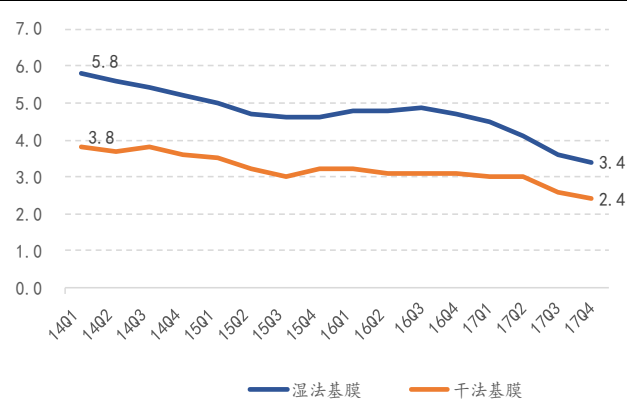
2017 年政策鼓励高能量密度电池，湿法隔膜占比提升，全年成供给偏紧状态。2017 年国内动力电池大规模切换成湿法，导致湿法隔膜占比大幅提升。2017 年国内隔膜产量为 14.4 亿平，同比增长 32%，其中干法隔膜为 6.55 亿平方米，同比增长 5%，基本保持稳定，湿法隔膜产量达到 7.8 平方米，同比增长 70%，占比达到 54%，份额首次超过干法隔膜，主要受动力市场、高端数码市场、进口替代带动。

图表 17：国内隔膜季度产量（万平米，分干湿法）



资料来源：高工锂电，东吴证券研究所

图表 18：国内隔膜价格（元/平）



资料来源：高工锂电，东吴证券研究所

我们认为湿法+涂覆成趋势，但干法隔膜依然具备独特优势且技术不断进步，将与湿法隔膜长期共存。湿法加涂覆隔膜在隔膜厚度、与电解液浸润性等方面优势明显。但是干法隔膜技术成熟，价格较低（干法基膜 2 元/平，湿法基膜 3 元/平，涂覆后价格 4-4.5 元/平），相比未涂覆的湿法隔膜热稳定性更好，且经过性能改进目前厚度可达到 16um（目前主流厚度为 20um），与湿法隔膜主流厚度差距缩小（湿法主流厚度为 12um+4um 涂覆），同时干法隔膜其他性能如抗皱性、孔隙率等均在提升。

此外，随着锂电池成本降低，以及分布式能源的发展，我们认为储能市场将在 2020 年兴起。而储能电池对于能量密度要求低，更注重成本，因此在储能市场干法隔膜更具优势。

3.2. 干法具备成本优势+技术改进，2018 年需求回暖

动力电池采用干法或者湿法隔膜与自身工艺相关，不存在绝对的优劣。如上所述，干法隔膜具备成本、安全等方面优势。海外方面，LG、三星、AESC 动力电池采用干法隔膜，国内孚能科技、比克、捷威三元动力电池也采用干法隔膜；CATL 多采用湿法隔膜，但从 17 年下半年开始部分磷酸铁锂电池也采用干法隔膜，我们预计今年 CATL 干法隔膜占比将提升；国轩高科从 17 年开始全部切换为湿法隔膜，但近期也在测试干法隔膜，有意将部分铁锂电池切换回干法隔膜；比亚迪以干法隔膜为主，部分采用湿法；力神干湿法均有使用。

我们预计干法隔膜在动力领域可维持 40%左右份额。根据我们的测算，在动力领域，2017 年国内干法隔膜使用量为 2.2 亿平，湿法为 5.3 亿平（涂覆后），干法隔膜市占率为 30%；海外方面，干法隔膜为 1.2 亿平，湿法为 1.6 亿平，干法占比 44%。星源材质 2017 年在全球范围内销售干法隔膜 1.3 亿平，基本用于动力电池，我们预计在动力类干法隔膜领域占比达到 38%。我们判断 2018 年由于 CATL 干法采购比例提升、以及孚能、比克、LG 等使用干法隔膜电池企业销量的增长，干法隔膜市占率将提升，预计在全球动力电池领域，干法隔膜市占率可维持 40%。

图表 19：2018 年全球隔膜需求测算（动力电池企业维度）

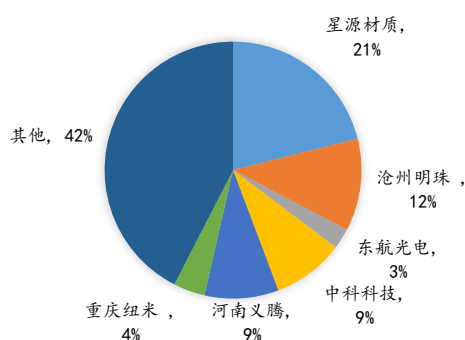
电芯企业（合计， gwh）	产量（gwh）	隔膜需求量（亿 平）	湿法需求量（亿 平）	干法需求量（亿 平）	干法占比
CATL	18.00	3.24	2.27	0.97	30%
比亚迪	10.00	1.80	0.72	1.08	60%
沃特玛	0.00	0.00	0.00		0%
国轩	5.50	0.99	0.99		0%
比克	3.00	0.54		0.54	100%
北京国能	2.50	0.45	0.23	0.23	50%
力神	2.00	0.36	0.25	0.11	30%
孚能科技	3.50	0.63		0.63	100%
亿纬锂能	2.50	0.45	0.45		0%
智航新能源	1.20	0.22	0.22		0%
万向	0.60	0.11	0.09	0.02	20%
中航	0.80	0.14		0.14	100%
哈光宇	0.40	0.07	0.07		0%
微宏	0.50	0.09		0.09	100%
捷威	0.60	0.11		0.11	100%
星恒	0.80	0.14	0.14		0%
上海德朗能	0.60	0.11	0.11		0%
远东福斯特	0.70	0.13	0.13		0%
天能	0.60	0.11	0.11		0%
鹏辉能源	0.60	0.11	0.11		0%
银隆	0.60	0.11		0.11	100%
中信国安	0.50	0.09	0.09		0%
天劲股份	0.60	0.11	0.11		0%

国内厂商合计	56.10	10.10	6.07	4.03	40%
松下	19.00	3.04	3.04	0.00	0%
LG	7.00	1.19	0.00	1.19	100%
三星	4.00	0.68	0.00	0.68	100%
AESC	1.00	0.17	0.00	0.17	100%
海外厂商合计	31.00	5.08	3.04	2.04	40%
全球合计	87.10	15.18	9.11	6.07	40%

资料来源：东吴证券研究所测算（湿法隔膜考虑涂覆膜）

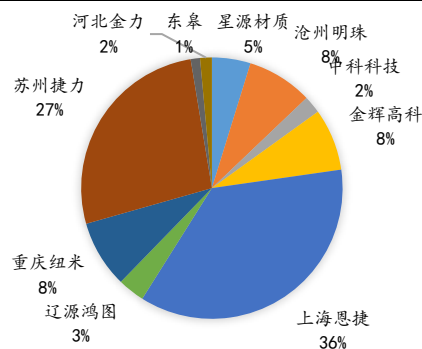
公司作为国内第一家量产干法隔膜的公司，干法隔膜在技术、规模、产品上一直遥遥领先国内同行，龙头地位难撼动。2017 年公司干法隔膜出货量 1.3 亿平，市占率超过 20%，在动力电池干法领域市占率超过 35%。2017 年 6 月公司深圳基地 5000 万平干法产能投产，目前产能达到 1.8 亿平。为满足国内外干法隔膜需求增长，公司在常州建设 8 条干法线，共 4 亿平产能，我们预计将从 18 年底开始陆续释放。

图表 20：17 年国内干法隔膜竞争格局



资料来源：高工锂电，东吴证券研究所

图表 21：17 年国内湿法隔膜竞争格局



资料来源：高工锂电，东吴证券研究所

国内外需求拉动，18 年公司干法隔膜复苏明显。目前作为 LG 动力电池干法隔膜唯一供应商，月供 900 万平，同时满足国内比亚迪、力神、捷威、万向 A123 等需求，一直处于满产状态，我们预计 18 年公司干法产量有望达到 1.7 亿平以上。此外，公司干法不断拓展新客户，国内方面，CATL 已通过测试，孚能科技、比克小批量供货，我们预计公司常州干法产能释放后，将大规模供应。海外方面，LG 每年干法隔膜订单不断增长，同时公司还积极拓展 AESC、三星等客户，直接对标 Celgard，公司有望成为全球干法隔膜龙头。

4. 湿法技术获客户认可，产能释放值得期待

4.1. 公司湿法产能逐步释放，补足短板

公司湿法隔膜技术领先，目前主要受限于产能。公司湿法隔膜分布深圳、合肥、常州三大基地。深圳 1 条线年产能 3000 万平，已稳定供货超过 3 年；合肥与国轩合作 2 条湿法线，共 8000 万平产能（可通过提速将产能提升至 1 亿平），2018 年 1 季度已完全达产；常州在建

8 条湿法线，共 3.6 亿平，将于明年陆续投产，投产后公司湿法产能将达到 3.2 亿平左右，产能瓶颈将解除。

图表 22：公司湿法产能规划

	基地	技术路线	设计产能 (万平)	2017	2018E	2019E	2020E
基膜产能	深圳	干法	13,000	13,000	14,300	15,000	15,000
	深圳	干法	5,000	2,000	5,000	2,000	5,000
	深圳	湿法	3,000	2,800	3,500	4,000	4,000
	合肥	湿法	10,000	0	8,000	10,000	10,000
	常州	湿法	36,000	0	0	18,000	36,000
	常州	干法	40,000	0	2,000	32,500	40,000
	拟规划（不确定）	湿法	20,000	0	0	0	20,000
	合计	干法		15,000	21,300	49,500	60,000
	合计	湿法		2,800	11,500	32,000	70,000
涂覆膜产能	深圳	干/湿法	12,000	8,000	11,000	12,000	12,000
	常州	干/湿法	100,000	0	2,000	50,000	100,000
	合计			8,000	13,000	62,000	112,000

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

深圳湿法老线已专供 LG，技术获认可。深圳老线采用德国布鲁克纳设备，工艺成熟，目前基本全部供应 LG，月供 200 万平，用于 LG 消费类电池。有部分富余产能用于拓展海外客户，如三星、松下等，测试结果反馈良好，为常州基地产能消化打好基础。

合肥基地已完全达产，客户基本谈定，逐步提速。公司合肥基地采用法国 EPSSO 设备，由于第一次合作，设备到港时间及调试时间低于预期，因此合肥 2 条湿法产线至 2018 年 10 月才完全达产。目前合肥星源产能已达到 8000 万平（目前速度 40m/min，还有 50%提升空间），预计下半年产能将提升至 1 亿平，我们预计 18 年出货量预计 6000 多万平，主要产品为 9-12um 湿法隔膜，同时该基地配套涂覆产能是 5 条线，年产能 1 亿平。**客户方面**，我们预计合肥星源 50%供应国轩，目前双方采购基本敲定，我们预计下半年国轩采购量将达到 400 万/月，其余客户如捷威、力神均为公司长期合作客户。此外，合肥星源也将做一些超薄产品，用于海外客户拓展。

常州湿法产线为最新一代技术，技术与成本优势明显。公司在建项目包括常州 3.6 亿平湿法，其中 1.8 亿平将于今年年底投产，二期 1.8 亿平将于 19 年下半年投产。常州湿法产线是第三代湿法产线，预计宽幅有 30%的提升空间，速度有 40%的提升空间，因此成本和品质方面将有明显提升。目前公司湿法成本略高于恩捷，我们预计公司常州基地投产后，成本差距将缩小。同时常州湿法定位海外客户，目标客户包括索尼、松下、三星、LG，目前与这些厂商的测试结果看，反馈良好，我们估计公司从下半年有望开始陆续给这些海外客户供应湿法隔膜。

图表 23：公司与大型知名锂离子电池厂商合作的具体内容

序号	合作方	合作具体内容
1	美国 A123	2012 年 10 月，公司已通过美国 A123 公司认证并实现小批量供货，该公司已于 2013 年被万向集团完成收购。
2	法国 SAFT	2013 年 12 月，公司已经通过法国 SAFT 公司认证；2015 年开始，公司陆续实现批量供货。
3	三星 SDI	2015 年 3 月，公司开始与三星 SDI 接洽，随后将部分规格样品提供给三星 SDI 进行认证测试，目前仍在样品检测过程中。
4	ATL	2012 年 10 月，公司与 ATL 附属企业签署有关新能源汽车产业技术创新工程的合作协议，就双方在开展该课题的研究内容、权利及义务等进行了约定，目前该课题仍在合作研发过程中。
5	松下能源	2013 年 9 月，公司开始与松下能源进行接洽；2014 年以来，公司向松下能源提供干法和湿法隔膜样品开展认证工作。

资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

4.2. 致力于隔膜深加工，定位海外客户

公司湿法隔膜对标海外，避免国内湿法隔膜竞争格局。2016-2017 年国内湿法隔膜供给偏紧，各大厂商积极扩张湿法产能，以上海恩捷、湖南中锂为首。我们估计 2017 年底湿法隔膜国内产能达到 15 亿，供需格局扭转，整体湿法产能过剩，但高端湿法产能依然偏紧。目前国内动力湿法隔膜产能较大的厂商以上海恩捷、湖南中锂、苏州捷力为主，价格竞争激烈，2018 年第一次价格谈判，降幅超过 30%，目前湿法基膜半成品 2.5 元/平，湿法基膜成品 3 元/平，涂覆膜价格 4.5 元/平。而海外动力电池企业对隔膜性能要求较高，对价格不敏感，每年价格降幅较平稳，隔膜企业高盈利水平得以维持。星源材质 1Q18 年毛利率维持 53%，较 17 年全年略有提升。

图表 24：国内湿法隔膜厂商扩产计划（亿平）

企业名称	技术路线	2017 年底	2018 年中	2018 年底	2019 年中
创新股份 (上海恩捷)	湿法	3.00	8.40	10.20	12.60
星源材质	干法	1.80	1.80	1.80	6.00
	湿法	1.10	1.10	3.10	4.00
	合计	2.90	2.90	4.90	10.00
长园集团 (湖南中锂)	湿法	4.68	6.12	7.00	7.00
沧州明珠		1.55	1.90	1.90	1.90
	干法	1.00	1.00	1.00	1.00
	合计	2.55	2.90	2.90	2.90
苏州捷力	湿法	2.00	2.00	2.00	2.00

天津东皋	湿法	2.20	2.20	2.20	2.20
金冠电气（鸿图隔膜）	湿法	1.10	2.00	2.00	2.00
中材科技	湿法	1.20	2.40	2.40	2.40
纽米科技	湿法	0.50	0.50	0.50	0.50
中科科技	湿法	0.50	0.50	0.50	0.50
	干法	1.40	1.40	1.40	1.40
	合计	1.90	1.90	1.90	1.90
金辉高科	湿法	1.13	1.13	1.13	1.13
河南义腾	湿法	0.50	1.00	1.00	1.00
	干法	1.50	1.50	1.50	1.50
	合计	2.00	2.50	2.50	2.50
三门峡兴邦	湿法	0.20	0.20	0.20	0.20
河北金力	湿法	0.45	0.45	0.45	0.45
东航光科	干法	0.50	0.50	0.50	0.50
中兴新材	干法	2.50	2.90	5.00	7.00
南通天丰	干法	0.90	0.90	0.90	0.90
武汉惠强	干法	0.30	0.30	0.30	0.30
产能合计	干法	10.9	11.3	13.4	19.6
	湿法	18.6	28.0	32.7	36.0
	合计	29.46	39.30	46.08	55.58
较为确定的产能合计	干法	9.00	10.00	11.00	13.00
	湿法	14.96	22.00	27.88	31.18
	合计	23.96	32.00	38.88	44.18

资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

建设超级涂覆工厂，致力于隔膜深加工。公司在常州基地拟投资 30 亿建设 10 亿平涂覆产能，从今年下半年开始陆续投产，与公司干法和湿法产能配套。涂覆环节利润丰厚，国内部分动力电池企业为降低成本，采取基膜与涂覆膜分离招标方式，如 CATL 购买基膜，委托璞泰来涂覆加工；国轩后续也将基膜及涂覆膜分离招标等，且自建涂覆产线。因此在这种交易模式下，隔膜企业销售中涂覆比例提升速度较慢，盈利水平受抑制。与此相反，海外动力电池企业涂覆环节由隔膜企业做，如松下由住友涂覆，LG 由东燃涂覆。涂覆环节的壁垒在于涂覆材料研发门槛较高，国内在高端涂覆材料方面技术缺失，同时涂覆材料绝大多数拥有专利保护。而 LG 于 2015 年将涂覆技术无条件转让星源材质，并且双方合作紧密，我们预计星源超级涂覆厂投产之后，有望与 LG 开展涂覆业务合作。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 分业务盈利预测

隔膜出货量：我们认为 2018 年公司干法需求回暖，湿法放量，出货量开始大幅增长，而

2019 年常州基地干湿法产能陆续投产，支撑公司高增长。我们估计一季度公司出货量已达到 5900 万平左右，二季度合肥基地有望开始满产满销，全年带来 6000 万平+的增量，因此我们预计 2018 年公司隔膜出货量可达 2.7 亿平，同比增 74%左右，其中湿法隔膜 9000 万平，干法隔膜 1.8 亿平。2019 年预计干湿法隔膜有效产能均可增加 2 亿平左右，且随着国内外新客户拓展，我们预计 19 年公司产能扩张依然能够带动收入增长。

价格及盈利能力：公司客户以海外客户为主，隔膜整体降幅较小，从一季度看公司价格环比降幅 6%左右，我们预计 2018 年公司干法基膜价格保持 2.8 元/平（含税），湿法基膜价格保持 3.5 元/平。盈利能力方面，由于公司一季度整体毛利率 53%，有所回升，我们认为全年公司毛利率可维持 49-52%左右。而 2018 年公司常州产能释放，是公司最新一代技术，在车速、宽幅方面都有较大提升，有利于降低成本，因此我们预计公司毛利率有所下降，但仍会维持较高水平。

投资建议：我们预计 2018-2020 年归属母公司股东净利润为 2.37（包括约 0.4 亿非经常性损益）、3.69、5.21 亿，EPS 为 1.23、1.92、2.71 元，同比增长 122%、56%、41%，对应 PE 为 27x/17x/12x，给以目标价 49.2 元，对应 2018 年 40 倍 PE，维持买入评级。

图表 25：可比公司估值

名称	代码	股价	市值	净利润(亿元)			PE		
		2018/5/6	2018/5/6	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
沧州明珠	002108.SZ	7.50	81.80	5.45	6.20	7.11	15.00	13.20	11.51
金冠电气	300510.SZ	26.52	69.55	1.26	3.00	3.79	55.35	23.18	18.34
双杰电气	300444.SZ	16.82	54.75	1.05	2.21	2.72	52.37	24.81	20.15
星源材质	300568.SZ	33.38	64.09	1.07	2.37	3.69	60.01	27.07	17.36
长园集团	600525.SH	17.20	227.84	11.36	12.80	16.08	20.05	17.79	14.17
中材科技	002080.SZ	17.16	138.45	7.67	11.09	14.17	18.04	12.48	9.77

资料来源：wind，东吴证券研究所。注：除了星源材质，其余来自 wind 一致预期。

5.2.风险提示

- 1) 市场竞争加剧导致隔膜价格下降幅度超预期，造成价格和盈利双双下降，或导致公司利润空间被压缩，
- 2) 公司业务产品单一，主要以隔膜生产为主，业务单一，受行业电动车景气度影响较大，业绩或受波动；
- 3) 新能源汽车政策支持力度下降，补贴退坡力度或超预期，电动车行业增长放缓，动力电池市场需求不达预期；
- 4) 公司隔膜产能释放进度或不达预期，调试时间过长导致各项费用增长，同时也造成产能不足，出货量低于预期，影响公司业绩。

附盈利预测表

资产负债表					利润表				
资产	2017	2018E	2019E	2020E	营业收入	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,096	1,007	1,492	2,091	营业成本	521	990	1,749	2,456
现金	621	99	175	246	营业税金及附加	257	505	948	1,373
应收账款	203	296	529	751	销售费用	10	18	32	46
其他应收款	3	3	3	3	管理费用	24	43	70	95
预付账款	10	20	38	55	财务费用	104	139	227	295
存货	56	109	182	263	资产减值损失	24	35	27	32
其他	203	480	565	773	公允价值变动收益	4	6	17	11
非流动资产	1,277	1,452	1,563	1,613	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	营业利润	0	2	2	2
固定资产	861	988	1,102	1,156	营业外收入	113	247	431	607
无形资产	110	107	104	101	营业外支出	2	50	20	20
其他	306	356	356	356	利润总额	6	4	4	4
资产总计	2,374	2,459	3,055	3,704	所得税	110	293	447	623
流动负债	651	550	866	1,127	净利润	22	44	67	93
短期借款	530	326	462	551	少数股东损益	88	249	380	530
应付账款	66	130	245	355	归属母公司净利润	-19	12	11	9
其他	54	94	159	221	EBITDA	107	237	369	521
非流动负债	438	438	438	438	EPS (元)	201	358	546	739
长期借款	119	119	119	119		0.56	1.23	1.92	2.71
其他	319	319	319	319					
负债合计	1,089	988	1,304	1,565					
少数股东权益	17	29	40	49					
股本	192	192	192	192					
资本公积	737	737	737	737					
留存收益	340	512	782	1,162					
归属母公司股东权益	1,267	1,441	1,711	2,091					
负债和股东权益	2,374	2,459	3,055	3,704					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	40	27	264	303	成长能力				
净利润	88	249	380	530	营业收入	3.1%	90.0%	76.6%	40.4%
折旧摊销	64	76	89	100	营业利润	-34.3%	118.3%	74.3%	41.0%
财务费用	31	35	27	32	归属于母公司净利润	-31.3%	121.7%	55.9%	41.2%
投资损失	0	-2	-2	-2	获利能力				
营运资金变动	-148	-337	-245	-368	毛利率(%)	50.7%	49.0%	45.8%	44.1%
其他经营现金流	4	6	17	11	净利率(%)	16.9%	25.2%	21.7%	21.6%
投资活动现金流	-534	-248	-198	-148	ROE(%)	8.4%	16.4%	21.6%	24.9%
资本支出	519	250	200	150	ROIC(%)	8.1%	12.6%	16.8%	19.4%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-15	2	2	2	资产负债率(%)	45.9%	40.2%	42.7%	42.2%
筹资活动现金流	373	-302	10	-84	净负债比率	59.6%	45.0%	44.5%	42.8%
短期借款	0	-204	136	89	流动比率	1.68	1.83	1.72	1.86
长期借款	78	0	0	0	速动比率	1.60	1.63	1.51	1.62
普通股增加	1	0	0	0	营运能力				
资本公积金增长	-72	0	0	0	总资产周转率	0.22	0.40	0.40	0.57
其他筹资现金流	294	-98	-126	-173	应收账款周转率	2	3	3	3
现金净增加额	-121	-522	76	71	应付账款周转率	3.87	3.87	3.87	3.87
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.56	1.23	1.92	2.71
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.14	1.38	1.58
					每股净资产(最新摊薄)	6.60	7.51	8.91	10.89
					估值比率				
					P/E	60.01	27.07	17.36	12.30
					P/B	5.06	4.45	3.75	3.06
					EV/EBITDA	35	20	13	10

资料来源：公司报表，东吴证券研究所。单位：百万

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>

