

2018年07月25日

# 厚积而薄发，海外拓展又一城

## 买入（维持）

盈利预测预估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	521	990	1749	2456
同比(%)	3%	90%	77%	40%
归母净利润(百万元)	107	250	362	521
同比(%)	-31%	134%	45%	44%
每股收益(元/股)	0.56	1.30	1.89	2.72
P/E(倍)	75.89	32.39	22.37	15.54

### 投资要点

- 公司近日与日本村田(Murata, 17 年收购索尼电池业务)签订战略合作协议，在星源产品满足村田要求下，将优先采购星源产品；星源材质承诺在 2018 年 6 月 1 日起的 5 年内，确保向村田提供约 2.5 亿平隔膜。在村田需求达到一定数量时，星源将为其提供专线生产及量身定制化的个性化服务。
- 厚积薄发，海外拓展又一城。公司与村田签订 5 年供应 2.5 亿平战略合作协议，主要用于数码和电动工具，我们预计下半年将开始小批量供，明年上量。根据 B3 统计，索尼 2017 年隔膜需求 4500 万平，分别由东丽(供 1800 万平)、SK(供 1800 万平)、W-scope(供 600 万平)、住友(300 万平)供应。星源凭借其技术积累、成本优势获得索尼认可。同时村田收购索尼后，将整合资源，预计电池业务规模将不断增长。
- 剑指全球，继续推进全球化供应战略。海外新客户拓展顺利，与明年产能释放进度匹配。公司与住友、帝人(供应特斯拉)的谈判稳步推进，年内有望取得合作进展。其次，公司给三星、AESC 的干法隔膜测试通过，评价均较高，明年有望形成供货。另外，LG 作为全球最有竞争力的动力电池企业之一，已拿下大众巨额订单，并且是通用、现代、沃尔沃、福特等主供，对星源隔膜需求也在逐年增长。
- 上半年已实现高增长，旺季来临，下半年预计维持较高水平。公司预告 2018 年上半年实现归母净利润 1.53 亿，同比增长 115.54%，其中扣非净利润 8423 万，同比增长 34.9%。目前深圳基地干法、湿法均满负荷生产，合肥基地已经达产，6 月出货量近 300 万平，已接近盈亏平衡，预计 7 月出货量爬坡，基本可实现扭亏，8 月份有望实现满产。三季度为行业旺季，国内外需求均环比提升，预计下半年公司出货量 1.5 亿平，全年可实现 2.6 亿平。另外价格方面，过渡期后，国内虽有再议价压力，但由于公司产品定位中高端，且国内出货量占比 50%，因此整体而言降价压力较小，下半年价格和盈利水平可基本保持稳定。
- 盈利预测与投资评级：预测公司 2018-2020 年归母净利润为 2.5/3.62/5.21 亿，同比增长 134%、45%、44%，对应 PE 为 32.39x/22.37x/15.54x，给以目标价 50 元，对应 18 年 38 倍 PE，维持“买入”评级。
- 风险提示：政策支持不达预期；锂离子电池隔膜产业竞争加剧；锂离子电池终端应用领域的行业波动。

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号：S0600517120002  
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	42.21
一年最低/最高价	18.58/52.93
市净率(倍)	5.98
流通 A 股市值(百万元)	5397.76

### 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

### 相关研究

- 《星源材质(300568)业绩预告点评：业绩高增长，下半年更精彩》2018-07-17
- 《星源材质：干湿法齐头并进，隔膜王者剑指全球》2018-05-10
- 《星源材质：干法放量业绩拐点来临，湿法产能释放值得期待》2018-04-13

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(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	1096	1007	1492	2091	<b>营业收入</b>	521	990	1749	2456
现金	621	99	175	246	减:营业成本	257	505	948	1373
应收账款	203	296	529	751	营业税金及附加	10	18	32	46
存货	56	109	182	263	营业费用	24	43	70	95
其他流动资产	203	480	565	773	管理费用	104	139	227	295
<b>非流动资产</b>	1277	1452	1563	1613	财务费用	24	43	35	32
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	4	6	17	11
固定资产	861	988	1102	1156	加:投资净收益	0	2	2	2
无形资产	110	107	104	101	<b>营业利润</b>	113	239	422	607
其他非流动资产	306	356	356	356	加:营业外收支	-4	71	16	16
<b>资产总计</b>	2374	2459	3055	3704	<b>利润总额</b>	110	310	438	623
<b>流动负债</b>	651	540	861	1121	减:所得税费用	22	46	66	94
短期借款	530	316	457	546	少数股东损益	-19	13	10	9
应付账款	66	130	245	355	<b>归属母公司净利润</b>	107	250	362	521
其他流动负债	54	94	159	221	EBIT	137	282	457	639
<b>非流动负债</b>	438	438	438	438	EBITDA	201	358	546	739
长期借款	119	119	119	119					
其他非流动负债	319	319	319	319	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>负债合计</b>	1089	978	1299	1559	每股收益(元)	0.56	1.30	1.89	2.72
少数股东权益	17	30	41	49	每股净资产(元)	6.60	7.56	8.93	10.92
	1267	1451	1715	2096	发行在外股份(百万股)	192	192	192	192
<b>归属母公司股东权益</b>					ROIC(%)	8.1%	12.6%	16.8%	19.4%
<b>负债和股东权益</b>	2374	2459	3055	3704	ROE(%)	8.4%	17.2%	21.2%	24.9%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	毛利率(%)	50.7%	49.0%	45.8%	44.1%
经营活动现金流	40	50	266	302	销售净利率(%)	16.9%	26.6%	21.3%	21.6%
投资活动现金流	-534	-248	-198	-148	资产负债率(%)	45.9%	39.8%	42.5%	42.1%
筹资活动现金流	373	-324	8	-84	收入增长率(%)	3.1%	90.0%	76.6%	40.4%
现金净增加额	-121	-522	76	71	净利润增长率(%)	-31.3%	134.3%	44.8%	43.9%
折旧和摊销	64	76	89	100	P/E	75.89	32.39	22.37	15.54
资本开支	519	250	200	150	P/B	6.39	5.59	4.72	3.87
营运资本变动	-148	-337	-245	-368	EV/EBITDA	44	25	16	12

数据来源：贝格数据，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、意见及推測不一致的报告。

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>