



业绩大增 干法隔膜龙头积极布局 湿发隔膜业务

2018年08月09日

强烈推荐/维持

星源材质 中报点评

——星源材质（300568）半年度财报点评

杨若木	分析师 yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032	执业证书编号：S1480510120014
刘慧影	研究助理 liuh_yjs@dxzq.net.cn 010-66444130	

事件：

公司发布2018年半年度报告，实现营业总收入3.18亿元，同比增长28.77%；归属于上市公司股东的净利润1.53亿元，同比增长115.54%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润0.84亿元，同比增长34.87%。其中，2018年3月8日、2018年6月28日，公司收到江苏常州经济开发区扶持奖励资金5,000万元和2,500万元。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	123.33	119.87	126.8	140.09	134.59	171.7	145.94
增长率（%）	-17.65%	-13.25%	9.72%	8.92%	9.12%	43.24%	15.09%
毛利率（%）	60.00%	52.83%	53.41%	46.21%	50.85%	53.02%	54.09%
期间费用率（%）	27.26%	21.12%	22.91%	27.74%	43.45%	21.53%	20.18%
营业利润率（%）	29.42%	31.06%	26.70%	14.79%	15.94%	33.19%	33.58%
净利润（百万元）	30.98	33.41	34.58	14.38	5.77	84.94	60.64
增长率（%）	-38.70%	-36.31%	-13.53%	-51.93%	-81.39%	154.25%	75.39%
每股盈利（季度，元）	0.27	0.29	0.19	0.11	0.08	0.47	0.33
资产负债率（%）	32.41%	33.57%	48.27%	46.10%	45.89%	52.09%	47.38%
净资产收益率（%）	2.44%	2.56%	2.73%	1.12%	0.45%	6.21%	4.09%
总资产收益率（%）	1.65%	1.70%	1.41%	0.61%	0.24%	2.98%	2.15%

观点：

- **公司业绩增长主要是由于新增产能释放及扩产后规模优势显现。**尽管2018H隔膜价格有所下滑，但是规模优势使公司单位产品成本也有所降低。公司2018H业绩增长主要有以下几个原因：1)“第三代高性能动力电池锂离子电池隔膜生产线扩建项目”中一条设计产能为5000万平米的干法隔膜产线贡献新增产能；2)控股子公司合肥星源湿发隔膜产能逐渐释放；3)公司隔膜产品涂覆比例有所增加，提升了单位产品的盈利能力。
- **积极布局新产能，“干”、“湿”并进，巩固龙头地位。**根据未来新能源汽车高增长的预期，公司积极进行新增产能的布局，并及时调整干法隔膜和湿发隔膜产线的规划比例。除合肥星源外，公司仍有常州星源和江苏星源两处规划产能，分别为：1)常州星源在建8条湿发产线，设计产能为3.6亿平米，预计2018年底、2019年底各投产1.8亿平米；2)江苏星源在建超级涂覆工厂项目，建成后分别增加4亿平

米干法隔膜和10亿平米涂覆产能。以上项目全部投产后公司共计约有10.46亿平米隔膜产能,约为2017年的5.78倍,其中干法隔膜5.8亿平米、湿法隔膜4.66亿平米。

- **提升研发实力,积极开拓海外市场。**公司不断提升自身研发实力,整体技术处于国内领先水平,为公司积极开拓海外市场提供了重要保障。2018H,公司海外营收同比增长71.75%,毛利率同比提升5.29个pct.,达61.1%。海外市场毛利率为各区域内最高。2018年7月21日,公司与日本Murata签订战略合作协议,预计未来5年内提供约2.5亿平米锂电池隔膜。海外市场的积极布局,为公司未来营收增长提供有力保障。

结论:

公司为隔膜领域龙头,尽管隔膜价格下跌,但成本的同步下跌以及销量的增长使得公司归母扣非净利润出现大幅增长。预计公司2018年-2020年营业收入分别为9.13亿元、14.10亿元和18.57亿元,归母净利润分别为1.70亿元、2.98亿元和4.22亿元,EPS分别为0.88元、1.55元和2.20元,对应PE分别为36.68倍、20.90倍和14.74倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 新能源汽车增速不及预期,隔膜价格下跌超出预期。

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	1890	2897	3804	营业收入	506	521	913	1410	1857			
货币资金	757	621	1186	1833	2414	营业成本	199	257	454	678	859			
应收账款	168	203	325	502	661	营业税金及附加	9	10	17	26	34			
其他应收款	1	3	5	7	9	营业费用	22	24	40	59	76			
预付款项	2	10	25	47	75	管理费用	82	104	155	226	279			
存货	44	56	100	149	188	财务费用	15	24	24	52	95			
其他流动资产	11	50	50	50	50	资产减值损失	6.26	4.35	6.02	5.54	5.30			
非流动资产合计	805	1277	1619	1914	1955	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	0.05	0.04	0.03			
固定资产	473.96	860.56	1238.7	1548.5	1599.0	营业利润	172	113	217	364	508			
无形资产	82	110	99	89	80	营业外收入	12.33	2.38	7.10	7.27	5.58			
其他非流动资产	112	256	256	256	256	营业外支出	4.37	5.58	3.44	4.46	4.49			
资产总计	1876	2374	3510	4811	5759	利润总额	180	110	220	367	509			
流动负债合计	260	651	722	1742	2286	所得税	27	22	31	51	71			
短期借款	139	450	513	1497	2010	净利润	153	88	190	316	438			
应付账款	19	66	75	111	141	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	170	298	422			
一年内到期的非流	28	81	81	81	81	EBITDA	319	308	374	591	788			
非流动负债合计	348	438	554	729	990	EPS (元)	1.68	0.56	0.88	1.55	2.20			
长期借款	41	119	235	409	671	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	1277	2471	3276	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%	75.06%	54.53%	31.66%			
实收资本(或股本)	120	192	192	192	192	营业利润增长	30.19%	-34.28	91.44%	67.97%	39.58%			
资本公积	809	737	1615	1615	1615	归属于母公司净利润	31.34%	-31.29	58.82%	75.48%	41.83%			
未分配利润	255	277	228	141	19	盈利能力								
归属母公司股东权	1233	1267	2197	2286	2413	毛利率(%)	60.60%	50.68%	50.25%	51.95%	53.75%			
负债和所有者权	1876	2374	3510	4811	5759	净利率(%)	30.32%	16.90%	20.77%	22.38%	23.59%			
现金流量表					单位:百万元		总资产净利润(%)	8.28%	4.50%	4.83%	6.19%	7.33%		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		ROE(%)	12.60%	8.43%	7.72%	13.02%	17.49%		
经营活动现金流	170	40	132	225	426	偿债能力								
净利润	153	88	190	316	438	资产负债率(%)	32%	46%	36%	51%	—			
折旧摊销	131.68	171.26	0.00	165.27	175.44	流动比率	4.11	1.68	2.62	1.66	1.66			
财务费用	15	24	24	52	95	速动比率	3.94	1.60	2.48	1.58	1.58			
应付帐款的变化	0	0	-122	-177	-159	营运能力								
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.36	0.25	0.31	0.34	0.35			
投资活动现金流	-272	-534	-482	-476	-230	应收账款周转率	3	3	3	3	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	12.94	15.16	14.70			
长期股权投资减少	0	0	0	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	0.88	1.55	2.20			
筹资活动现金流	776	373	915	897	384	每股净现金流(最新)	5.62	-0.63	2.94	3.37	3.02			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	10.28	6.60	11.44	11.91	12.57			
长期借款增加	0	0	116	174	262	估值比率								
普通股增加	30	72	0	0	0	P/E	19.29	57.86	36.68	20.90	14.74			
资本公积增加	578	-72	878	0	0	P/B	3.15	4.91	2.83	2.72	2.58			
现金净增加额	674	-121	565	647	580	EV/EBITDA	10.48	20.26	15.68	10.78	8.34			

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。

研究助理简介

刘慧影

2年证券从业经验，曾在纽约一家对冲基金任TMT研究员，2017年1月加入东兴证券从事电子研究

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。