



业绩增速略有下滑，静待产能释放

2018.10.15

潘永乐(分析师)

电话: 020-88832354

邮箱: pan.yongle@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310518070002

强烈推荐 (维持)

现价: 21.33 元

目标价: 31.80 元

股价空间: 49.08%

电力设备与新能源行业

事件:

2018年10月13日,公司公布2018年三季度业绩预告。2018年前三季度公司预计实现归母净利润1.65~1.83亿元,同比增长80%~100%;其中2018年第三季度公司实现归母净利润2293万~2710万元,同比增长10%~30%。

点评:

◆业绩持续高增长,然扣非后归母净利润增速低于预期

2018年上半年公司实现归母净利润1.53亿元,其中非经常性损益0.69亿元,扣非归母净利润0.84亿元。2018年前三季度公司实现归母净利润预计为1.65~1.83亿元,其中非经常性损益0.92亿元,扣非归母净利润0.73~0.91亿元。我们通过测算可推测公司Q3业绩基本来源于非经常性损益,主营的隔膜业务扣非归母净利润大幅减少,第三季度公司在产能部分释放的情况下这一情况实际低于预期。我们预计这一情况与公司三季度部分湿法隔膜产能检修以及隔膜产品价格下滑有关。

◆隔膜价格下滑,出货量不达预期

目前公司干法产能合计约1.7亿平方,湿法产能合计约1.1亿平方。但由于目前合肥星源产能在4月份投产之后仍处于爬坡阶段,产能未全部释放,规模效应尚未显现,导致合肥星源的单位生产成本较高,上半年出现了1683万元的亏损,三季度也进一步拖累了公司的业绩表现。此外,公司隔膜产品价格自年初开始较去年下调了20%左右,这也导致公司在第三季度部分湿法隔膜产能检修的情况下盈利能力受到影响。

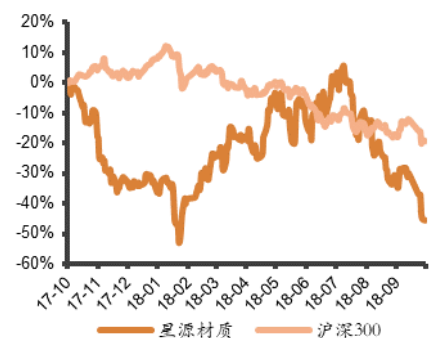
◆依旧看好常州星源和江苏星源产能释放后的业绩增长

常州星源目前规划有3.6亿平方的湿法隔膜产能(一期、二期各1.8亿平)、江苏星源目前规划有4亿平方干法隔膜产能、10亿平方的隔膜涂覆产能。常州星源一期的第一条线(4500万平湿法)已经开始产能爬坡,根据目前进度我们预计公司常州星源湿法一期(1.8亿平)将于2018年底建成,2019年上半年开始释放产能;湿法二期(1.8亿平)将于2019年下半年建成,2020年上半年开始释放产能。江苏星源的干法也将于2019年上半年投产4条线。即使目前公司因短期合肥星源出货量的因素导致业绩增速不及预期,但我们依旧看好公司2019年上半年在常州星源和江苏星源如期逐步投产后对公司业绩的拉动作用。

盈利预测与估值:

考虑到公司目前干法隔膜的绝对龙头地位以及向湿法和涂覆进军的规划,我们测算公司18-20年EPS分别为1.06、1.75、1.94元人民币,对应市盈率为20.12、12.18、10.99倍,考虑到公司未来湿法和涂覆产能的释放,我们继续给予其“强烈推荐”评级,以30倍P/E维持其目标价31.8元。

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
星源材质	-23.08	-47.62	-35.01
沪深300	-3.57	-10.49	-19.24

基本资料

总市值(亿元)	40.95
总股本(亿股)	1.92
流通股比例	67.04%
资产负债率	47.38%
大股东	陈秀峰
大股东持股比例	26.39%

相关报告

广证恒生-深度报告-星源材质(300568.SZ)-干法隔膜龙头,进军湿法再出发-20180918



风险提示：

干法隔膜价格下降幅度超出预期；公司湿法隔膜销售不及预期；湿法对干法替代进度超出预期；公司超级涂覆工厂建设进度不及预期等。

主要财务指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	521.35	810.00	1434.00	1787.00
同比(%)	3.09%	55.37%	77.04%	24.62%
归属母公司净利润	106.79	203.77	335.22	372.92
同比(%)	-31.29%	90.81%	64.51%	11.25%
毛利率(%)	50.68%	51.70%	48.88%	43.68%
ROE(%)	8.37%	15.08%	22.25%	21.82%
每股收益(元)	0.56	1.06	1.75	1.94
P/E	48.24	20.12	12.18	10.99
P/B	4.06	3.64	3.21	2.79
EV/EBITDA	8.87	15.74	10.90	9.72

数据来源：公司公告，广证恒生



附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1096	1083	1284	1515	营业收入	521	810	1434	1787
现金	621	499	234	144	营业成本	257	391	733	1007
应收账款	203	286	513	654	营业税金及附加	10	15	27	33
其它应收款	3	3	5	7	营业费用	24	23	40	46
预付账款	10	9	16	27	管理费用	104	113	201	214
存货	56	77	155	210	财务费用	24	26	29	34
其他	203	210	361	472	资产减值损失	4	4	4	4
非流动资产	1277	1358	1562	1676	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	0	0	0
固定资产	861	1033	1204	1330	营业利润	113	238	401	448
无形资产	110	125	145	162	营业外收入	2	6	5	5
其他	306	200	213	184	营业外支出	6	5	5	5
资产总计	2374	2441	2846	3191	利润总额	110	238	400	448
流动负债	651	573	746	822	所得税	22	47	80	89
短期借款	450	346	381	369	净利润	88	191	320	359
应付账款	66	101	189	260	少数股东损益	-19	-13	-15	-14
其他	135	125	175	193	归属母公司净利润	107	204	335	373
非流动负债	438	450	506	545	EBITDA	198	346	531	605
长期借款	119	144	195	233	EPS (摊薄)	0.56	1.06	1.75	1.94
其他	319	306	311	312					
负债合计	1089	1023	1251	1368	主要财务比率				
少数股东权益	17	4	-11	-25	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	192	192	192	192	成长能力				
资本公积	737	737	679	622	营业收入增长率	3.1%	55.4%	77.0%	24.6%
留存收益	340	486	735	1035	营业利润增长率	-34.3%	109.7%	68.7%	11.8%
归属母公司股东权益	1268	1415	1606	1849	归属于母公司净利润增长率	-31.3%	90.8%	64.5%	11.2%
负债和股东权益	2374	2441	2846	3191	获利能力				
					毛利率	50.7%	51.7%	48.9%	43.7%
					净利率	16.9%	23.5%	22.3%	20.1%
					ROE	8.4%	15.1%	22.3%	21.8%
					ROIC	5.0%	9.6%	13.8%	14.0%
					偿债能力				
					资产负债率	45.9%	41.9%	44.0%	42.9%
					净负债比率	59.60%	53.20%	51.40%	48.48%
					流动比率	1.68	1.89	1.72	1.84
					速动比率	1.60	1.76	1.51	1.59
					营运能力				
					总资产周转率	0.25	0.34	0.54	0.59
					应收账款周转率	2.81	3.32	3.59	3.06
					应付账款周转率	6.00	4.67	5.05	4.48
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.56	1.06	1.75	1.94
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.20	1.56	0.42	1.61
					每股净资产 (最新摊薄)	6.61	7.37	8.36	9.63
					估值比率				
					P/E	48.24	25.28	15.37	13.81
					P/B	4.06	3.64	3.21	2.79
					EV/EBITDA	8.87	15.74	10.90	9.72

数据来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生



广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电 话：020-88836132, 020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。市场有风险，投资需谨慎。