

2019年01月31日

星源材质点评：获政府补助，静待产能释放 买入（维持）

盈利预测预估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	521	598	1004	1450
同比（%）	3%	15%	68%	44%
归母净利润（百万元）	107	207	224	328
同比（%）	-31%	94%	8%	46%
每股收益（元/股）	0.56	1.08	1.17	1.71
P/E（倍）	44.89	23.11	21.37	14.62

投资要点

- 事件：**公司全资子公司江苏星源收到江苏常州经济开发区财政局产业扶持奖励资金2,200万元人民币。该笔补助款项已于2019年1月30日到账，计入2019年度损益。
- 获得国内大客户订单，盈利水平有望高于行业：**星源与国内大客户签订供货合同，双方约定19年内星源向该客户供应不低于4000万平隔膜(年度总量允许20%以内调整)，预计合同金额1.02亿。目前合同中4000万平(对应2.2gwh)中以干法涂覆为主，少量湿法隔膜，根据我们测算，预计公司干法涂覆价格2.4元/平左右(含税)，虽较18年价格有下降，但整体还是高于国内行业平均水平。同时公司也在积极进行湿法隔膜合作。
- 公司合肥基地已完全跑顺，1季度有望扭亏；常州基地1-2线调试中，2季度将起量。**经过18年调整及客户拓展，公司合肥基地目前基本满产，年产能8000万平，主要客户国轩、比亚迪、亿纬、捷威和力神，我们估计1月份出货量可达400万平，2、3月继续爬坡。18年合肥星源亏损，随着产能爬坡，我们预计今年将扭亏并实现盈利。公司常州基地湿法产能1、2线处于调试中，合计0.9亿平产能，预计2季度将起量，3-6线将于年中投产，剩余两条将在年底前投产，合计产能可达到3.6亿平，补足湿法产能不足短板。此外，常州基地8条干法线产能3.6亿平，预计1-2线2季度投产，年底前8条线均可投产，以满足LG及其他客户干法需求增长。
- 投资建议：**19年公司干法隔膜将受益于LG及国内大客户需求拉动，湿法隔膜受益于合肥和常州产能投放，我们预计18-20年净利润2.07/2.24/3.28亿(预计扣非净利润1.1/1.8/2.8亿元)，同比增94%/8%/46%，EPS1.08/1.17/1.71元，对应PE23x/21x/15x，给予19年33倍PE，对应目标价39元。
- 风险提示：**政策支持及产销不达预期；价格下滑超预期；公司出货量低于预期。

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.97
一年最低/最高价	18.58/43.10
市净率(倍)	3.19
流通A股市值(百万元)	3213.87

基础数据

每股净资产(元)	7.83
资产负债率(%)	50.67
总股本(百万股)	192.00
流通A股(百万股)	128.71

相关研究

- 《星源材质(300568)中报点评：盈利水平稳中有升，静待海外拓展逐步落地》2018-08-12
- 《星源材质(300568)公告点评：厚积而薄发，海外拓展又一城》2018-07-25
- 《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

星源材质三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,096	611	952	1,362	营业收入	521	598	1,004	1,450
现金	621	60	100	145	减: 营业成本	257	306	536	789
应收账款	203	221	380	554	营业税金及附加	10	11	19	27
存货	56	66	103	151	营业费用	24	25	41	58
其他流动资产	203	249	345	477	管理费用	104	104	151	189
非流动资产	1,277	1,452	1,563	1,613	财务费用	24	6	19	27
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	4	2	8	9
固定资产	861	988	1,102	1,156	加: 投资净收益	0	2	2	2
					其他收益	0	0	0	0
无形资产	110	107	104	101	营业利润	113	158	256	386
其他非流动资产	306	356	356	356	加: 营业外净收支	110	254	272	392
资产总计	2,374	2,063	2,515	2,975	利润总额	22	38	41	59
流动负债	651	179	461	676	减: 所得税费用	88	216	231	333
短期借款	530	39	227	338	少数股东损益	-19	9	7	5
应付账款	66	79	138	204	归属母公司净利润	107	207	224	328
其他流动负债	54	61	96	134	EBIT	110	248	243	365
非流动负债	438	438	438	438	EBITDA	201	234	344	486
长期借款	119	119	119	119					
其他非流动负债	319	319	319	319	重要财务与估值指标				
负债合计	1,089	617	899	1,114	2017A	2018E	2019E	2020E	
少数股东权益	17	26	33	38					
归属母公司股东权益	1,267	1,420	1,584	1,823					
负债和股东权益	2,374	2,063	2,515	2,975					
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E					
经营活动现金流量	40	233	111	170	每股收益 (元)	0.56	1.08	1.17	1.71
投资活动现金流量	-534	-248	-198	-148	每股净资产 (元)	6.60	7.39	8.25	9.49
筹资活动现金流量	373	-547	128	23	发行在外股份 (百万股)				
现金净增加额	-121	-561	41	45	ROIC (%)	8.1%	8.5%	11.2%	14.3%
折旧和摊销	64	76	89	100	ROE (%)	8.4%	14.6%	14.2%	18.0%
资本开支	519	250	200	150	毛利率 (%)	50.7%	48.9%	46.6%	45.6%
营运资本变动	-148	-58	-215	-270	销售净利率 (%)	16.9%	36.1%	23.0%	23.0%
					资产负债率 (%)	45.9%	29.9%	35.8%	37.5%
					收入增长率 (%)	3.1%	14.8%	67.8%	44.4%
					净利润增长率 (%)	-31.3%	94.3%	8.1%	46.2%
					P/E	44.89	23.11	21.37	14.62
					P/B	3.78	3.38	3.03	2.63
					EV/EBITDA	27	23	16	11

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>