

日期：2019年03月01日

行业：电气设备和新能源



分析师：洪麟翔
 Tel: 021-53686178
 E-mail: honglinxiang@shzq.com
 SAC 证书编号：S0870518070001
 研究助理：孙克遥
 Tel: 021-53686135
 E-mail: sunkeyao@shzq.com
 SAC 证书编号：S0870118050004

基本数据（截至 2019 年 02 月 27 日）

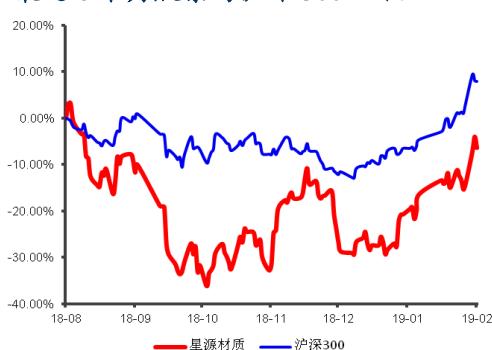
报告日股价（元）	29.16
12mth A 股价格区间（元）	29.16-43.10
总股本（百万股）	192
无限售 A 股/总股本	67.04%
流通市值（百万元）	3753.16
每股净资产（元）	7.24

主要股东（2018Q3）

陈秀峰	26.5%
-----	-------

收入结构（2018H1）

锂离子电池隔膜	97.83%
---------	--------

最近 6 个月股票与沪深 300 比较

报告编号：SKY18-XYCZ01

首次报告日期：

补贴增厚业绩，产能扩张提速

■ 公司动态事项

公司发布2018年度业绩快报。2018年实现营业总收入5.83亿元，同比增长11.92%，实现归属于上市公司股东的净利润2.20亿元，同比增长106.14%，非经常性损益对公司净利润的影响金额约为1.15亿元，主要为公司及控股子公司收到的政府补助资金等。

■ 事项点评**四季度下游需求爆发，Q4 业绩环比大幅提升**

公司2018Q4实现营业收入1.6亿元，环比上涨51.32%；实现净利润0.41亿元，环比上涨60.41%，净利润率环比上升2 pcts。我们认为这主要受益于年底下游抢装行情的影响，叠加合肥星源完成工艺和设备的调试、进入批量供货阶段，公司四季度隔膜销售大幅增长。

产能高速扩张，干法湿法两手抓

公司现有干法隔膜产能约1.8亿平方米，湿法产能约3亿平方米。合肥星源湿法产线调试期过长拖累了公司整体产能利用率。随着合肥星源工艺和设备调试完毕，产量将逐步爬坡，加之合肥星源参股股东国轩高科逐步扩大采购规模，有望提升公司整体盈利能力。

常州星源投资20亿元，建设8条湿法隔膜生产线，达产后形成湿法隔膜年产能3.6亿平方米，一期项目目前已投产；江苏星源投资30亿元建设“超级涂覆工厂”，建设8条干法隔膜生产线、50条涂覆隔膜生产线，达产后形成干法隔膜年产能4亿平方米、涂覆隔膜年加工能力10亿平方米。公司产能高速扩张，携带技术不断升级，捍卫干法隔膜龙头地位的同时充分缓解湿法产能瓶颈。

打入海外高端供应链，享受全球电动化进程红利

公司战略目标瞄准海外高端供应链。2018年上半年，公司外销占比44.74%，较2017年全年提高7.55 pcts。公司海外市场偏向中高端，降价幅度较小，毛利率远高于国内市场。公司当前海外客户主要是LG化学，公司已打败Celgard成为LG化学的唯一干法隔膜供应商。海外诸多车企在全力发展新能源车，LG化学便是欧美新能源车型储备最多的企业，后者2017年动力电池出货量在4.5GWh左右，2020年出货目标提高至90GWh，增量非常可观。三星、索尼、松下等海外电池企业也已同公司展开认证。我们认为公司将充分享受全球电动化进程加速的红利。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司2019、2020年营业收入分别为9.70亿、13.81亿元，

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

增速分别为64.57%、42.44%；归属于母公司股东净利润分别为2.40亿、3.09亿元，增速分别为10.64%、28.80%；全面摊薄每股EPS分别为1.25、1.61元，对应PE为23.35、18.13倍。考虑到公司外销比例不断扩大，高端产能逐步投产，将有效对冲隔膜产品价格下降的负面影响。随着产能瓶颈的改善，公司作为打入海外高端供应链的隔膜龙头企业，将充分享受全球电动化进程加速的红利，未来六个月内，给予公司“谨慎增持”评级。

■ 风险提示

下游新能源车需求不达预期，公司产能投放不达预期。

■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	521.35	589.12	969.51	1380.96
增长率(%)	3.09%	13.00%	64.57%	42.44%
归属母公司股东净利润	106.79	216.69	239.74	308.79
增长率(%)	-31.29%	102.91%	10.64%	28.80%
每股收益(元)	0.56	1.13	1.25	1.61
市盈率(X)	52.07	25.84	23.35	18.13

数据来源：Wind 上海证券研究所（2019年02月27日收盘价）

■ 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	522	59	97	138
应收和预付款项	370	219	749	631
存货	56	56	122	139
其他流动资产	50	50	50	50
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	892	1672	2413	2958
无形资产和开发支出	110	99	87	75
其他非流动资产	272	271	271	271
资产总计	2271	2426	3788	4262
短期借款	450	587	1633	1989
应付和预收款项	96	54	173	148
长期借款	119	86	181	192
其他负债	322	322	322	322
负债合计	987	1050	2310	2651
股本	192	192	192	192
资本公积	737	737	737	737
留存收益	339	448	568	723
归属母公司股东权益	1267	1376	1497	1652
少数股东权益	17	0	-18	-42
股东权益合计	1284	1377	1479	1610
负债和股东权益合计	2271	2426	3788	4262

现金流量表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动产生现金流量	49	369	-16	726
投资活动产生现金流量	-534	-799	-903	-792
融资活动产生现金流量	373	-33	957	107
现金流量净额	-124	-464	38	41

利润表（单位：百万元）

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	521	589	970	1381
营业成本	257	288	459	672
营业税金及附加	10	11	18	26
营业费用	24	27	45	64
管理费用	104	106	164	232
财务费用	24	33	72	114
资产减值损失	4	6	6	6
投资收益	0	0	0	0
其他收益	15	0	0	0
营业利润	114	117	205	267
营业外收支净额	-4	115	52	65
利润总额	110	232	257	332
所得税	22	32	36	47
净利润	88	200	221	285
少数股东损益	-19	-17	-18	-24
归属母公司股东净利润	107	217	240	309
财务比率分析				
指标	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	50.68%	51.05%	52.64%	51.35%
EBIT/销售收入	21.04%	44.40%	33.27%	31.67%
销售净利率	15.20%	33.96%	22.83%	20.65%
ROE	7.73%	15.74%	16.02%	18.69%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	1.59	0.53	0.54	0.43
速动比率	1.42	0.39	0.45	0.35
总资产周转率	0.23	0.24	0.26	0.32
应收账款周转率	1.46	2.72	1.33	2.24
存货周转率	4.61	5.14	3.76	4.85

数据来源：Wind 上海证券研究所

分析师承诺

洪麟翔 孙克遥

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。