

日期：2019年03月20日

行业：电气设备和新能源



SHANGHAI SECURITIES CO.,LTD.

分析师：洪麟翔

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 03 月 15 日）

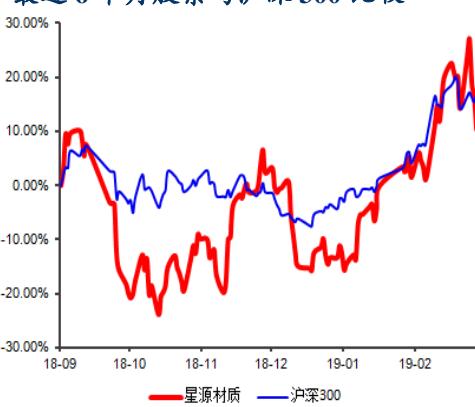
报告日股价（元）	28.77
12mth A 股价格区间（元）	29.16-43.10
总股本（百万股）	192
无限售 A 股/总股本	67.04%
流通市值（百万元）	3703
每股净资产（元）	7.45

主要股东（2018A）

陈秀峰	26.5%
-----	-------

收入结构（2018A）

锂离子电池隔膜	97.47%
---------	--------

最近 6 个月股票与沪深 300 比较

报告编号：SKY19-XYCZ02

首次报告日期：

业绩符合预期，产能逐步释放或迎边际改善

■ 公司动态事项

公司发布2018年年报和2019年一季度业绩预告。

2018年公司实现营业总收入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2.22亿元，同比增长108.02%，非经常性损益对公司净利润的影响金额约为1.17亿元，主要为公司及控股子公司收到的政府补助资金等。公司2019年一季度预计实现净利润5390万元-5790万元，同比下降39.73%-35.26%；扣非净利润3400万元-3800万元，同比下降26.68%-18.06%。

■ 事项点评**下游抢装致 2018Q4/2019Q1 环比高增，合肥星源亏损拖累公司业绩**

公司2018Q4实现营业收入1.6亿元，环比增加51.32%；实现净利润0.43亿元，环比上涨68.19%。2019年Q1实现净利润5390万元-5790万元，虽受去年一季度基数较大影响，同比出现下滑，但环比上涨24.02%-33.23%；剔除补贴的影响，2019Q1扣非净利润环比上涨86%-108%。我们认为这主要受益于补贴新政出台前下游抢装行情的影响，公司出货量大幅增加。

2018年，公司子公司合肥星源经营销售情况有所好转。但由于产能尚未达到设计标准，湿法隔膜产能利用率较低，导致合肥星源2018年度亏损4,526.13万元。预计短期内，合肥星源仍将对公司经营业绩带来一定影响。但随着相关设备和工艺调试完毕，参股股东国轩高科逐步扩大采购规模，合肥星源将逐步进入批量供货阶段，增厚公司业绩。

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。公司子公司常州星源投资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年公司外销占比44.29%，较2017年全年提高7.09个百分点。公司海外市场偏向中高端，降价幅度较小；2018年公司外销毛利率高达61.13%，远高于公司整体毛利率(48.25%)。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，其 2020 年出货目标约 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 和 2021 年营业收入分别为 9.70 亿、13.80 亿元和 18.46 亿元，增速分别为 66.16%、42.34% 和 33.77%；归属于母公司股东净利润分别为 2.39 亿、3.09 亿元和 3.60 亿元，增速分别为 7.82%、29.07% 和 16.41%；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，维持公司“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	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	583.49	969.52	1380.06	1846.14
增长率(%)	11.92%	66.16%	42.34%	33.77%
归属母公司股东净利润	222.00	239.35	308.92	359.63
增长率(%)	108.02%	7.82%	29.07%	16.41%
每股收益(元)	1.16	1.25	1.61	1.87
市盈率(X)	24.80	23.08	17.88	15.36

数据来源：Wind 上海证券研究所（2019 年 03 月 15 日收盘价）

■ 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	195	97	138	185
应收和预付款项	420	708	898	1252
存货	109	96	196	209
其他流动资产	131	131	131	131
长期股权投资	8	8	8	8
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	1744	2480	3020	3425
无形资产和开发支出	196	175	155	134
其他非流动资产	528	527	527	527
资产总计	3331	4221	5071	5869
短期借款	418	1090	1716	2242
应付和预收款项	107	172	224	320
长期借款	986	1038	1077	1098
其他负债	278	278	278	278
负债合计	1790	2578	3295	3938
股本	192	192	192	192
资本公积	734	734	734	734
留存收益	602	730	895	1088
归属母公司股东权益	1527	1656	1821	2014
少数股东权益	13	-12	-45	-83
股东权益合计	1540	1643	1776	1931
负债和股东权益合计	3331	4221	5071	5869

现金流量表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动产生现金流量	227	276	447	593
投资活动产生现金流量	-1263	-889	-794	-761
融资活动产生现金流量	685	516	387	214
现金流量净额	-340	-98	41	47

利润表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	583	970	1380	1846
营业成本	302	486	693	961
营业税金及附加	11	18	26	35
营业费用	29	48	68	91
管理费用	88	134	195	256
财务费用	12	95	132	164
资产减值损失	11	7	7	7
投资收益	3	0	0	0
其他收益	0	0	0	0
营业利润	124	181	259	332
营业外收支净额	124	65	60	40
利润总额	248	246	319	372
所得税	46	32	43	51
净利润	203	214	276	322
少数股东损益	-19	-25	-33	-38
归属母公司股东净利润	222	239	309	360
财务比率分析				
指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	48.25%	49.90%	49.81%	47.92%
EBIT/销售收入	41.95%	35.28%	32.80%	29.13%
销售净利率	31.67%	22.08%	20.02%	17.42%
ROE	13.37%	14.46%	16.96%	17.86%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	1.47	0.78	0.68	0.68
速动比率	1.06	0.61	0.52	0.55
总资产周转率	0.18	0.23	0.27	0.31
应收账款周转率	1.46	1.39	1.60	1.51
存货周转率	2.78	5.08	3.54	4.61

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。