

## 湿法开始兑现，客户将逐一攻克

买入（维持）

2019 年 04 月 09 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	583	1015	1584	2045
同比（%）	12%	74%	56%	29%
归母净利润（百万元）	222	264	274	342
同比（%）	108%	19%	4%	25%
每股收益（元/股）	1.16	1.37	1.43	1.78
P/E（倍）	26.62	22.44	21.59	17.31

### 投资要点

- **事件：公司与国轩高科签订采购框架协议，在 2019 年内国轩高科将向星源材质采购约 1 亿平湿法涂覆隔膜。**
- 15 年公司与国轩成立合肥星源，17 年年底合肥星源一期产能投产，经过 18 年产线调整，目前合肥基地已经实现满产满销。按照国轩规划，19 年电池产量 10gwh，对应约 1.8 亿隔膜需求，与星源签订 1 亿平合作框架协议，预计后续星源供应量将逐月提升，成为主供。合肥基地产能 1 亿平，目前除了国轩，同时供应比亚迪、亿纬、捷威、力神等，预计合肥基地全年有望实现盈利。
- **常州基地湿法已实现批量供货，国内大客户预计 5-6 月放量。**常州 8 条湿法线，1-2 号线已经调试完毕，处于送样和批量中，大客户如亿纬、宁德预计在 5-6 月将实现批量。同时，3-6 号线安装中，预计年中投产，产能下半年释放。湿法海外客户测试提速，如住友、三星、LG 等年内有望取得进展。
- **公司海外市场竞争优势依旧领先。**2015 年以来，公司隔膜产品出口比例逐年提高，2017 年公司隔膜产品出口比例达 37.19%，2018 年达到 44.29%，未来预计公司隔膜产品出口销量仍将增长。湿法方面，公司已与索尼确定战略合作协议，5 年供应 2.5 亿平，已开始小批量供货，19 年放量；第二，公司与住友、帝人（供应特斯拉）的谈判稳步推进，年内有望取得合作进展；第三，LG 目前订单为 1.5 亿平干法+2000 多万平湿法，基于公司与 LG 的深入合作，后续公司湿法极有可能进入 LG 动力电池供应链；干法方面，公司给三星、AESC 的干法隔膜测试通过，评价均较高，明年有望形成供货。第二，lg 动力电池及储能电池对干法隔膜每年保持高增速。目前公司产能干法 1.8 亿平+湿法 1.1 亿平，19 年将投产 3.6 亿平湿法产能和 4 亿平干法产能，2020 年备战海外市场。
- **投资建议：**2019-2021 年预计归母净利 2.64/2.74/3.42 亿（其中扣非净利润分别是 1.7/2.5/3.4 亿），同比增长 19%/4%/25%，EPS 为 1.37/1.43/1.78 元，对应 PE 为 22x/22x/17x，考虑到公司为干法隔膜龙头，产能投产进展顺利，给予 2019 年 30 倍 PE，目标价 41 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电池及材料价格波动、竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	30.82
一年最低/最高价	19.61/43.10
市净率(倍)	3.87
流通 A 股市值(百万元)	3965.66

### 基础数据

每股净资产(元)	7.96
资产负债率(%)	56.83
总股本(百万股)	192.00
流通 A 股(百万股)	128.67

### 相关研究

- 1、《星源材质（300568）年报点评：业绩符合预期，湿法隔膜国内市场率先放量》2019-03-18
- 2、《星源材质（300568）点评：星源材质点评：获政府补助，静待产能释放》2019-02-01
- 3、《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

星源材质三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1,079	1,002	1,243	1,568	<b>营业收入</b>	583	1,015	1,584	2,045
现金	419	51	79	102	减: 营业成本	302	596	962	1,262
应收账款	336	435	606	781	营业税金及附加	11	15	24	31
存货	109	196	211	277	营业费用	29	43	65	82
其他流动资产	196	292	307	358	管理费用	126	162	212	256
<b>非流动资产</b>	2,490	3,010	3,313	3,653	财务费用	12	13	18	27
长期股权投资	8	8	8	8	资产减值损失	11	7	8	13
固定资产	794	969	1,127	1,173	加: 投资净收益	3	2	2	2
无形资产	196	392	387	381	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	1,491	1,641	1,791	2,091	<b>营业利润</b>	124	216	302	401
<b>资产总计</b>	3,569	4,012	4,556	5,222	加: 营业外净收支	125	30	10	10
<b>流动负债</b>	639	982	1,697	2,109	<b>利润总额</b>	249	317	328	407
短期借款	472	667	1,195	1,454	减: 所得税费用	46	47	49	61
应付账款	90	177	286	375	少数股东损益	-19	4	5	4
其他流动负债	78	138	217	280	<b>归属母公司净利润</b>	222	264	274	342
<b>非流动负债</b>	1,389	1,389	1,013	1,013	EBIT	136	228	320	428
长期借款	610	610	610	610	EBITDA	226	288	437	538
其他非流动负债	779	779	403	403	<b>重要财务与估值指标</b>				
<b>负债合计</b>	2,028	2,371	2,710	3,122		2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	13	18	23	28	每股收益(元)	1.16	1.37	1.43	1.78
归属母公司股东权益	1,527	1,622	1,822	2,072	每股净资产(元)	7.96	8.45	9.49	10.79
<b>负债和股东权益</b>	3,569	4,012	4,556	5,222	发行在外股份(百万股)	192	192	192	192
					ROIC(%)	4.2%	5.4%	8.0%	8.8%
					ROE(%)	14.6%	16.3%	15.0%	16.5%
					毛利率(%)	48.3%	41.3%	39.3%	38.3%
					销售净利率(%)	34.8%	26.5%	17.6%	16.9%
					资产负债率(%)	56.8%	59.1%	59.5%	59.8%
					收入增长率(%)	11.9%	74.0%	56.1%	29.0%
					净利润增长率(%)	108.2%	18.6%	3.9%	24.7%
					P/E	26.62	22.44	21.59	17.31
					P/B	3.87	3.65	3.25	2.86
					EV/EBITDA	33	26	17	14

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下的准确性和完整性,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>