

2019年04月19日

湿法开始放量，盈利环比回升

买入（维持）

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	583	1015	1621	2111
同比(%)	12%	74%	60%	30%
归母净利润(百万元)	222	279	305	380
同比(%)	108%	25%	9%	25%
每股收益(元/股)	1.16	1.45	1.59	1.98
P/E(倍)	27.48	21.91	20.02	16.07

投资要点

- **公司1Q2019扣非净利润0.37亿，位于业绩预告上限，符合预期：**2019年一季度实现营收1.62亿，同比下降5.74%；归母净利润0.76亿，同比下降14.81%，符合预期；扣非归母净利润0.37亿，同比下降19.98%。盈利能力看，一季度公司毛利率49.6%，同比下降3.42个百分点，环比提升6.27个百分点。
- **1季度湿法隔膜出货量大增，毛利率环比回升明显。**1季度公司隔膜出货量0.75亿平，环比四季度基本持平，同比增长27%。由于产能利用率提升，成本下降，公司毛利率恢复至50%，环比提升6.27个百分点。
- **19Q1费用同比基本持平：**一季度，公司三费合计0.37亿元，同比下降0.29%，三费费用率为22.78%，同比提升1.24个百分点。其中，销售费用为442万元，同比增加16.85%；管理费用(含研发)为0.23亿元，同比下降14.15%，其中研发费用0.06亿元，研发费用/营收为3.74%；财务费用为0.09亿元，同比增加50.77%。
- **国内客户增加，经营性净现金流同比下降：**2019一季度公司存货为1.20亿元，同比增长82.70%；应收账款3.77亿元，较年初增长12.18%；一季度资本开支3.71亿元，同比增长499%；经营活动产生的现金流量净额为0.24亿元，同比减少74%；投资活动产生的现金流量净额为-3.71亿元，去年同期为-0.64亿元；公司在建工程13.2亿。
- **公司合肥基地已满产满销，常州基地湿法已批量，国内大客户预计5-6月放量。**公司合肥基地主要客户国轩、比亚迪、亿纬、捷威等，已与国轩签订1亿供货框架，产品供不应求。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，小客户安驰等已批量，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。
- **2季度LG订单恢复，干法结构调整完毕。**1季度受韩国储能电站排查影响，LG订单同比略微下滑，目前已恢复；国内市场，公司减少干法低价客户供货量，增加高价客户供应链，维持干法利润。
- **投资建议：**18-19年湿法隔膜行业加速洗牌，预计20年格局将稳定，从技术、客户积累和产能布局看，我们看好星源也能在湿法领域成为龙头企业。预计19-21年归母净利2.79/3.05/3.80亿(扣非1.8/2.8/3.6亿)，同比增长25%/9%/25%，EPS为1.45/1.59/1.98元，对应PE为22x/20x/16x，给予2019年29倍PE，目标价42元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不达预期，产能投放不及预期，竞争加剧。

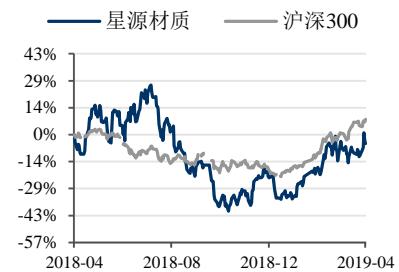
证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.82
一年最低/最高价	19.49/42.83
市净率(倍)	3.81
流通A股市值(百万元)	4094.34

基础数据

每股净资产(元)	8.35
资产负债率(%)	60.03
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)公司点评：湿法开始兑现，客户将逐一攻克》2019-04-09
- 2、《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
- 3、《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

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
流动资产	1,079	999	1,262	1,617	营业收入	583	1,015	1,621	2,111
现金	419	51	81	106	减: 营业成本	302	588	960	1,278
应收账款	336	435	620	815	营业税金及附加	11	15	24	32
存货	109	193	210	280	营业费用	29	43	66	84
其他流动资产	196	292	311	365	管理费用	126	152	211	264
非流动资产	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	9	5
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	营业利润	124	214	360	448
资产总计	3,569	4,009	4,575	5,270	加: 营业外净收支	125	121	6	6
流动负债	639	968	1,682	2,094	利润总额	249	335	366	454
短期借款	472	655	1,178	1,428	减: 所得税费用	46	50	55	68
应付账款	90	175	285	380	少数股东损益	-19	6	6	5
	78	138	219	286	归属母公司净利润	222	279	305	380
其他流动负债					EBIT	357	498	599	829
非流动负债	1,389	1,389	1,013	1,013	EBITDA	226	306	475	584
长期借款	610	610	610	610					
其他非流动负债	779	779	403	403					
负债合计	2,028	2,357	2,695	3,107					
少数股东权益	13	19	24	29					
归属母公司股东权益	1,527	1,633	1,856	2,134					
负债和股东权益	3,569	4,009	4,575	5,270					
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E					
经营活动现金流	240	232	383	352					
投资活动现金流	-1,263	-598	-398	-448					
筹资活动现金流	685	-2	46	121					
现金净增加额	-338	-369	30	24					
折旧和摊销	91	80	97	110					
资本开支	1,258	600	400	450					
营运资本变动	-83	-151	-50	-173					

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>

