

新能源与汽车研究中心

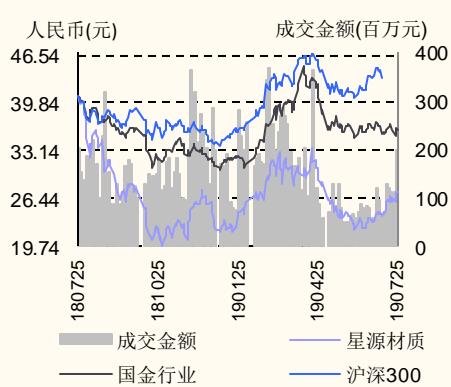
星源材质 (300568.SZ) 买入(首次评级)

公司研究

市场价格(人民币): 27.35元

湿法隔膜放量降本在望**市场数据(人民币)**

已上市流通A股(百万股)	128.67
总市值(百万元)	5,251.35
年内股价最高最低(元)	40.74/19.74
沪深300指数	3802.79

**公司基本情况(人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.556	1.157	1.233	1.557	1.890
每股净资产(元)	6.60	7.96	8.43	9.69	11.22
每股经营性现金流(元)	0.21	1.25	1.57	1.16	1.63
市盈率(倍)	47.97	19.18	22.18	17.57	14.47
净利润增长率(%)	-31.29%	108.02%	6.59%	26.23%	21.42%
净资产收益率(%)	8.43%	14.54%	14.62%	16.06%	16.84%
总股本(百万股)	192.00	192.00	192.01	192.01	192.01

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **隔膜需求7年增长4.3倍,干法和湿法分别增长2.4、4.6倍:** 2019上半年我国新能源汽车生产61.4万台,同比增长49%,抢装行情延续。尽管补贴退坡会导致销量波动,但是中长期看,新能源车仍有很大降本空间,动力锂电有望维持高速增长态势。预计2025年全球锂电池需求约为1013GWh,对应隔膜需求约为151亿平,7年复合增速为27%。公司是干法隔膜龙头,主要看点为湿法隔膜即将放量、降本,贡献业绩弹性。
- **干法隔膜龙头,有望率先受益于铁锂电池需求回暖:** 干法隔膜厚度较大,但是成本低,适合对体积、能量密度要求较低的磷酸铁锂电池和低端消费电子市场。随磷酸铁锂在乘用车经济性凸显,干法隔膜需求有望回暖。假设未来磷酸铁锂电池全部选用干法隔膜(现仍有部分磷酸铁锂用湿法隔膜,基于成本考虑,会切换为干法),则2025年全球干法隔膜需求约为14亿平,7年复合增速19%。2018年,星源材质干法隔膜出货位列国内第一,约40%供货LG chem.,为该领域内名副其实的龙头公司,有望率先受益于磷酸铁锂需求回暖。我们预计公司干法隔膜未来三年营收复合增速将达31%。
- **湿法隔膜放量在即,有望实现量利双收:** 湿法隔膜厚度薄、安全性能好,比较适合动力三元和高端消费电子电池,预计2025年全球需求约为138亿平,7年复合增速28%。湿法隔膜固定资产投资较高,折旧均摊约占成本50%左右,因此产能利用率、单位设备产出、良品率等对成本影响较高。2019年合肥星源已实现稳定生产,且随常州新增3.6亿平产能投产,公司湿法隔膜将具备规模供货能力;客户方面,公司已与国轩高科、欣旺达等众多客户签订初步合作协议,湿法隔膜有望实现量利双收。我们预计,公司湿法隔膜未来三年营收复合增速有望达82%。

投资建议

- 我们预测公司2019-2021年归母净利润分别为2.37亿元、2.99亿元和3.63亿元,同比分别增长6.59%、26.23%、21.42%,EPS分别为1.23元、1.56元和1.89元,对应PE分别为22.18、17.57、14.47倍。考虑公司湿法隔膜放量在即,参考同类公司估值,给予公司2019年29倍估值,对应股价为35.76元,首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示

- 隔膜降价超预期,出货量不及预期;解禁带来股价阶段性波动;应收账款和存货偏高;新能源车增速不及预期。

柴明

联系人
chaiming@gjzq.com.cn

姚遥

分析师SAC执业编号:S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

张帅

分析师SAC执业编号:S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

1、隔膜行业：干法复苏，湿法高增不改.....	4
1.1 下游锂电 7 年增长 4.8 倍	4
1.2 隔膜需求 7 年增长 4.3 倍，干法和湿法分别增长 2.4、4.6 倍.....	5
2、公司为干法龙头，湿法隔膜放量降本在即.....	6
2.1 干法隔膜需求萎缩+湿法未顺利投产，公司盈利筑底	6
2.2 公司为干法龙头，有望率先受益于铁锂电池需求回暖.....	9
2.3 湿法隔膜：上量→降本在望	10
3、财务数据回顾：期间费用率上升后趋稳，规模化均摊空间大.....	11
4、盈利预测.....	12
5、风险提示.....	13

图表目录

图表 1：全球动力电池需求预测（GWh）	5
图表 2：国内储能锂电历年市值及预测（亿元）	5
图表 3：储能锂电装机（GWh） 及同比增速.....	5
图表 4：湿法隔膜占比逐步提升	6
图表 5：隔膜需求 7 年复合增速 27%.....	6
图表 6：星源材质隔膜历年出货及同比增速、市占率.....	7
图表 7：星源材质 2018 年隔膜出货位居国内第二.....	7
图表 8：历年核心客户占公司营收比例.....	7
图表 9：2018 年主要客户占公司营收比例	7
图表 10：出口拉动公司干法单层隔膜价格高于行业平均值（元/平）	7
图表 11：星源材质历年营收及增速.....	8
图表 12：星源材质历年扣非归母净利润及增速.....	8
图表 13：公司干法、湿法隔膜出货占比.....	8
图表 14：星源材质 2017、2018 年利润率下滑	8
图表 15：公司隔膜净利率在业内仍处高位	9
图表 16：扣除非经常性损益后公司净利率低于湿法龙头	9
图表 17：星源材质干法隔膜出货量及市占率.....	9
图表 18：2018 年国内干法隔膜市占率排名.....	9
图表 19：预计国内磷酸铁锂在乘用车领域市占率逐步提升.....	10
图表 20：产能利用率-折旧成本弹性测试	10
图表 21：公司客户合作协议一览	11
图表 22：星源材质历年期间费用（百万元）	11
图表 23：星源材质历年期间费用率.....	11
图表 24：合计期间费用率对比.....	12
图表 25：出货规模提升后，公司费用率仍有下降空间.....	12

图表 26: 可比同类公司估值.....	12
图表 27: 公司隔膜产品价格走势（元/平米）.....	13
图表 28: 湿法隔膜价格不同降幅对应公司业绩弹性测试.....	13
图表 29: 星源材质 2019 年 12 月 2 日解禁股东明细.....	13
图表 30: 新能源汽车销量及预测.....	14

1、隔膜行业：干法复苏，湿法高增不改

1.1 下游锂电 7 年增长 4.8 倍

粗略估算 2018 年全球锂电池总需求约为 174GWh，2025 年预计为 1013GWh，7 年有望实现 4.8 倍增长。具体分析如下：

■ 车市低迷，但新能源汽车高增有望持续

至 2019 年 6 月之前，新能源汽车高增增长：2018 年，中国新能源汽车产销分别 127 万辆和 125.6 万辆，同比分别增长 59.9%、61.7%，对应动力电池装机 56.98GWh，同比增长 56%，其中乘用车、商用车分别生产 107 万辆、20.1 万辆，同比增长 80.5%、-0.4%。2019 上半年，中国车市整体持续低迷，汽车总产销分别为 1213 万辆和 1232 万辆，同比分别下降 13.7%、12.4%；但新能源汽车产销分别为 61.4 万辆和 61.7 万辆，同比分别增长 48.5%、49.6%，抢装高增行情延续。

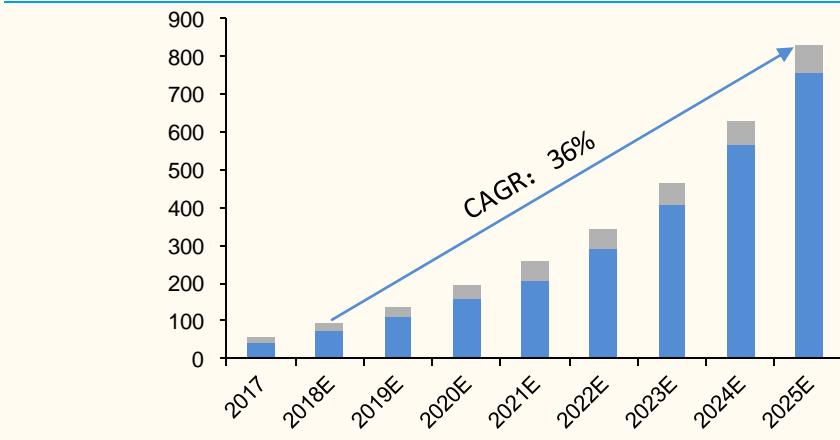
新能源车销量短期内存在波动风险，暂维持 2019 年预期不变：新能源汽车补贴过渡期已经结束，叠加传统汽车大力打折促销，短期内，新能源汽车销量存在波动风险，但考虑到以下两条原因，暂时维持 2019 年新能源汽车销量预测不变：1) 车企现金利润仍在，优先保量，大部分车型未上调销售价格；2) 传统车国六正式实施后大幅降价未必长期持续。

新能源汽车中长期高增持续：中长期内，考虑到新能源汽车产业链仍有很大的降本空间，可逐步缓冲退补的冲击，延续高速增长趋势。经测算，2021 年在没有补贴的背景下，传统汽车和续航 400km 新能源汽车行驶 1.5 万 km/年的年均使用成本分别为 2.35 万、2.36 万，行驶 2 万 km/年的年均使用成本分别为 2.61 万、2.40 万。由此可见，退补后新能源汽车的经济性已与传统汽车相当，在某些特定的使用情景下经济性甚至会更优。因此，我们认为新能源汽车可以维持高速增长的趋势。

磷酸铁锂成本优势阶段性凸显：动力电池根据正极体系不同，主要可分为三元和磷酸铁锂电池。三元电池具有体积、能量密度高等特点，而磷酸铁锂则具有更低的成本。近年，乘用车电池在补贴与能量密度挂钩的影响下，逐步由磷酸铁锂切换为三元。但进入 2019 年后，补贴退坡幅度超预期，磷酸铁锂在 400km 及以下续航车型中成本优势凸显（受体积密度限制，铁锂暂仅可满足乘用车 400km 左右续航）。以 400km 和 250km 续航车型为例，磷酸铁锂 2019 年扣除补贴影响后综合成本比三元分别低 5600 元和 3500 元。考虑到未来随着高镍 811 以及低钴、无钴电池量产，三元与磷酸铁锂电池成本将再次逐步缩小，因此我们认为磷酸铁锂动力电池需求阶段性回暖即将出现。

根据中国汽车工程协会和国际各大车企规划，2025 年新能源汽车的侵占率将达 15%-25%。经测算，2025 年中国、欧美地区动力电池需求约为 830GWh，其中磷酸铁锂约为 74GWh，年复合增速为 19%；三元电池约为 756GWh，年复合增速 40%。

图表 1：全球动力电池需求预测 (GWh)



来源：GGII、Wind、国金证券研究所

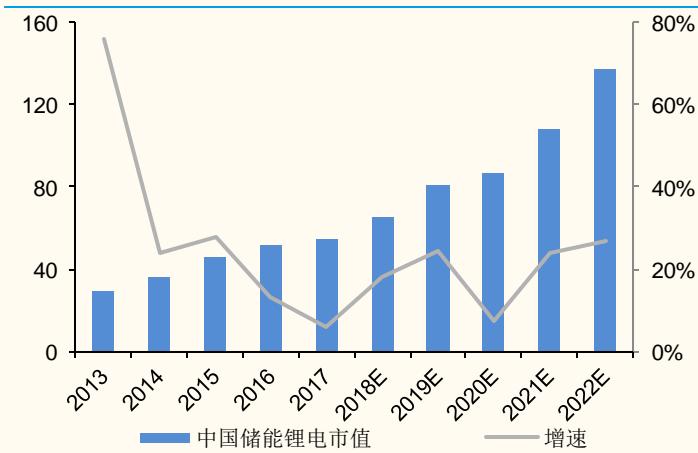
■ 消费电子：手机&笔电下滑趋稳，电动工具&自行车蓬勃发展

消费电子电池的应用场景主要包括手机、笔记本、平板电脑、电动工具、电动自行车、充电宝等。据 GGII 和前瞻产业研究院报道，2018 年消费电子电池出货同比增长不大，其中智能手机市场饱和，电池装机小幅下滑，未来增长空间在 5G 换机潮以及单机带电量提升；电动工具、电动自行车等领域 2018 年电池装机小幅增长，未来增长空间在铅酸、镍镉等电池替代以及单机带电量提升。

■ 储能处起步阶段，市场空间大

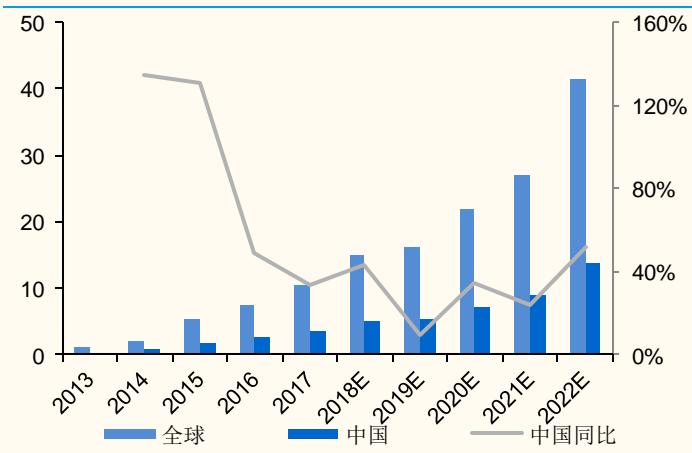
据产业信息网披露，2017 年全球和中国储能锂电池出货量分别为 10.4GWh、3.45GWh，同比分别增长 38%、34%，预计 2022 年国内储能电池市值约为 137 亿元，据此测算 2022 年国内储能电池装机约为 14GWh。国外电价高于国内，对储能需求更强，假设按照国外储能电池增速与国内相同，则 2022 年全球储能电池需求为 41GWh，年均增速约为 16%。

图表 2：国内储能锂电历年市值及预测（亿元）



来源：中国产业信息、国金证券研究所

图表 3：储能锂电装机 (GWh) 及同比增速



来源：中国产业信息、GGII、国金证券研究所

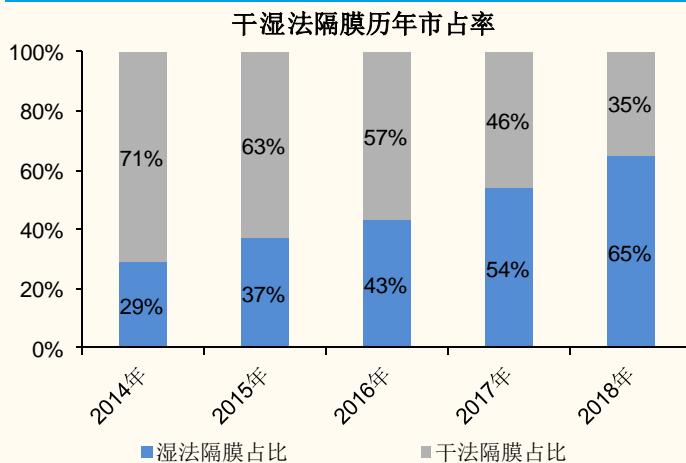
1.2 隔膜需求 7 年增长 4.3 倍，干法和湿法分别增长 2.4、4.6 倍

2025 年锂电 1013GWh 对应隔膜需求约为 151 亿平，7 年实现 4.3 倍增长，年复合增速 27%。

隔膜根据制造工艺不同，分为干法隔膜和湿法隔膜。干法隔膜设备、工艺简单，成本较低，但是隔膜厚度大，对应电池能量密度低，适用于动力、储能磷酸铁锂及低端消费电子市场；湿法隔膜设备、工艺复杂，成本较高，但隔膜厚度小且强度大、安全性能好，适用于动力三元、高端消费电子市场。因动力电池为锂电增速最高的细分市场，近年湿法隔膜市占率随动力三元占比提升而提升。未来随磷酸铁锂需求回暖，干法隔膜有望随湿法隔膜一起高速增长。

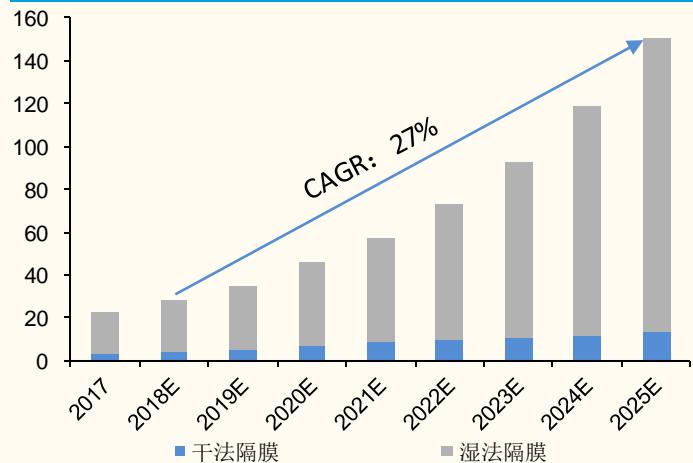
简单假设磷酸铁锂匹配干法隔膜，三元及钴酸锂电池匹配湿法隔膜，则2025年干法、湿法隔膜的需求分别为14亿平和138亿平，7年复合增速19%、28%。

图表 4：湿法隔膜占比逐步提升



来源：GGII、国金证券研究所

图表 5：隔膜需求7年复合增速27%



来源：GGII、国金证券研究所

2、公司为干法龙头，湿法隔膜放量在即

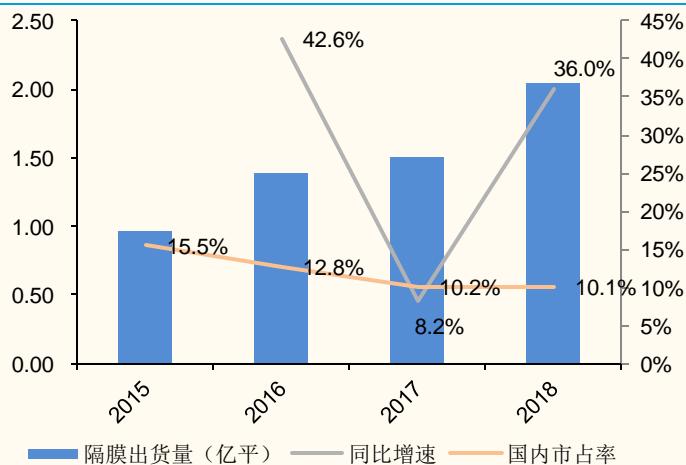
2.1 干法隔膜需求萎缩+湿法未顺利投产，公司盈利筑底

■ 隔膜出货持续高增，客户结构优质

隔膜出货持续高增：星源材质成立于2003年9月，为中国锂电池隔膜行业领军企业，产品同步涉及干法隔膜、湿法隔膜等。据GGII数据，公司隔膜出货维持高速增长，近3年复合增速为28%，2018年实现出货2亿平，国内占比10%，位居第二。

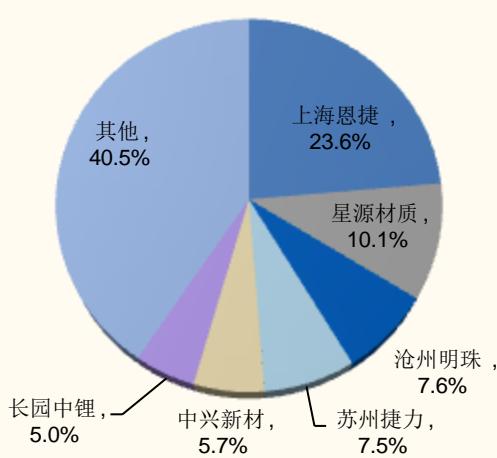
客户结构优势，产品单价高出行业平均约53%：2018年，公司第一大客户LG chem.创造营收2.5亿元，占公司营收44%，位列第一。LG chem.与公司深度绑定，连续3年锁定公司第一大客户位置。除此之外，公司核心客户还有比亚迪、力神、国轩高科等，多为知名电池企业，客户结构优质。LG等海外客户要求较高，高要求意味公司产品品质过硬，同时也意味价格高。公司隔膜平均价格远高于高工锂电披露行业平均价格，比如，公司干法单层隔膜2016-2018年平均价格分别为3.3元/平、3.02元/平、2.48元/平，分别较GGII披露干法隔膜行业均价高25%、28%、77%。

图表 6：星源材质隔膜历年出货及同比增速、市占率



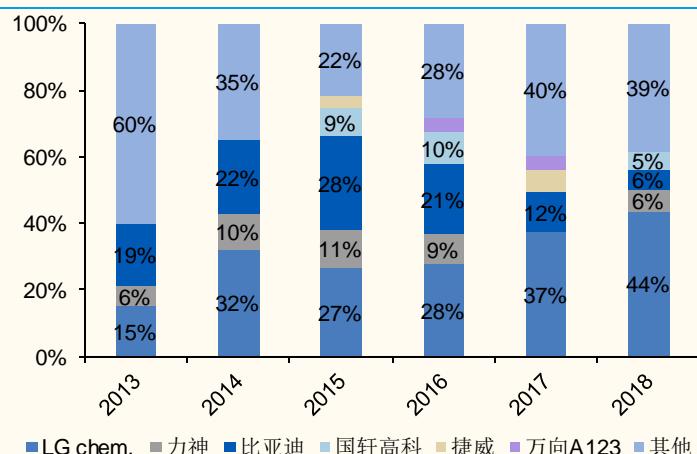
来源：GGII、公司公告、国金证券研究所

图表 7：星源材质 2018 年隔膜出货位居国内第二



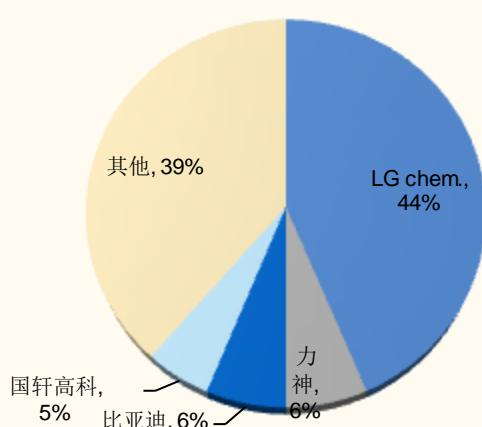
来源：GGII、国金证券研究所

图表 8：历年核心客户占公司营收比例



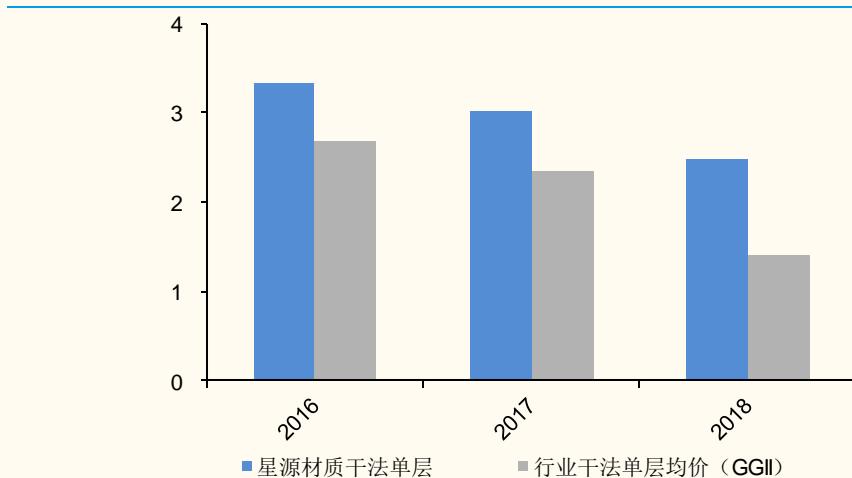
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 9：2018 年主要客户占公司营收比例



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 10：出口拉动公司干法单层隔膜价格高于行业平均值（元/平）



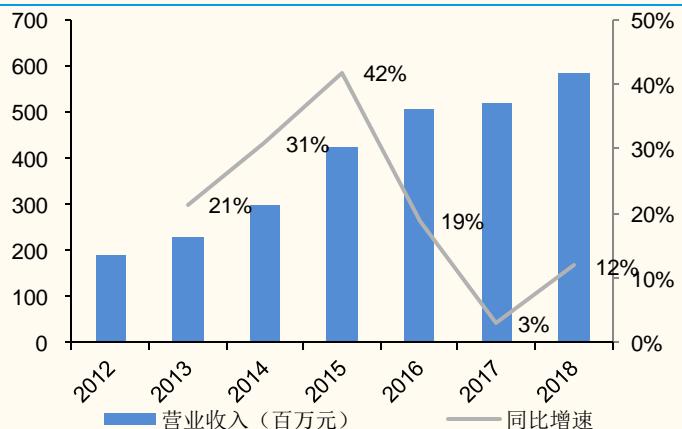
来源：公司公告、GGII、国金证券研究所

■ 干法隔膜需求萎缩+湿法未顺利投产，公司营收及利润增速低于出货

盈利增速及利润率逐步筑底：2018年，公司实现营收5.8亿，同比增长12%；实现归母净利润2.2亿，同比增长108%，其中非经常性损益为1.2亿元，主要为政府补贴；实现扣非归母净利润1.1亿元，同比增长9%。公司隔膜业务净利率2017年为17%，环比下滑13pct；2018年为35%，环比上涨22pct，但扣除非经常性损益后的扣非归母净利率约为18%，环比下滑1pct。

近年营收及利润增速下滑主要是因为：1) 业内湿法隔膜占比提升，干法隔膜需求萎缩，而公司产品主要为干法隔膜产品，价格和利润受到挤压；2) 公司湿法隔膜未按计划投产，产能利用率较低，导致单位制造成本较高，合肥星源2018年度亏损0.45亿元，拖累公司业绩。

图表 11：星源材质历年营收及增速



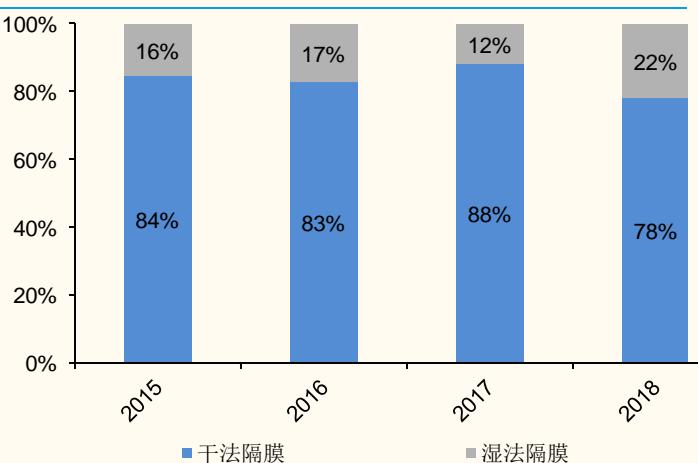
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 12：星源材质历年扣非归母净利润及增速



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 13：公司干法、湿法隔膜出货占比



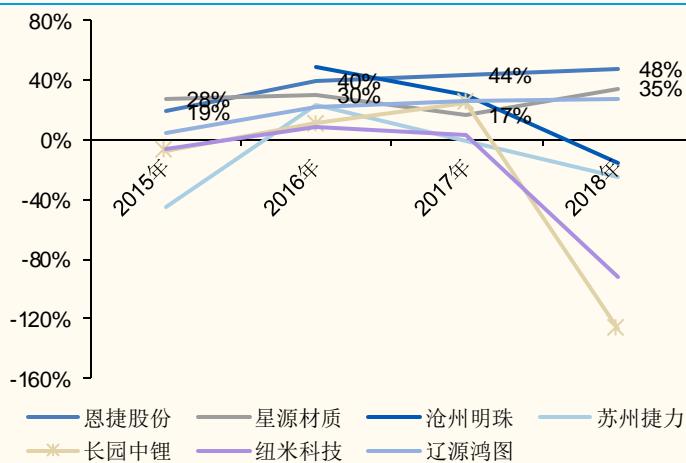
来源：公司公告、GGII、国金证券研究所

图表 14：星源材质2017、2018年利润率下滑

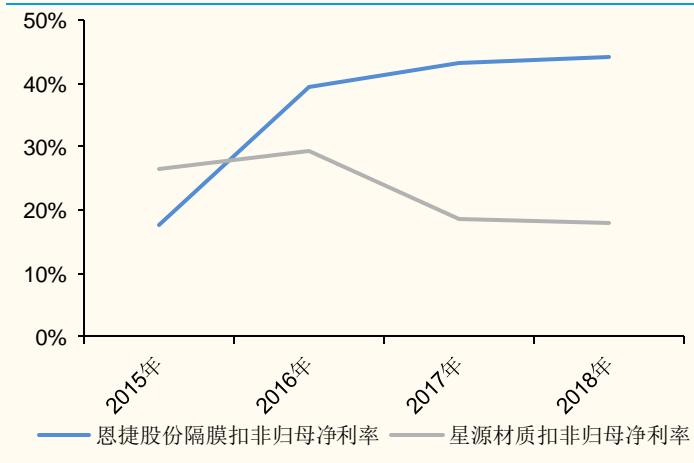


来源：公司公告、国金证券研究所

图表 15：公司隔膜净利率在业内仍处高位



图表 16：扣除非经常性损益后公司净利率低于湿法龙头



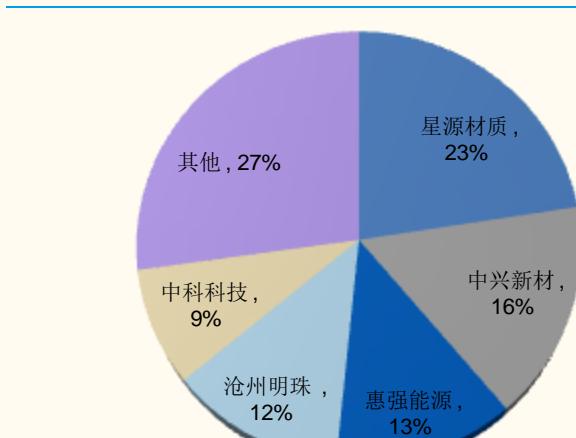
2.2 公司为干法龙头，有望率先受益于铁锂电池需求回暖

公司隔膜产品主要为干法，在干法领域市占率连续多年维持在 20%左右，位列第一，为干法隔膜领域名副其实的龙头公司，主要客户为 LG chem. 等。

图表 17：星源材质干法隔膜出货量及市占率



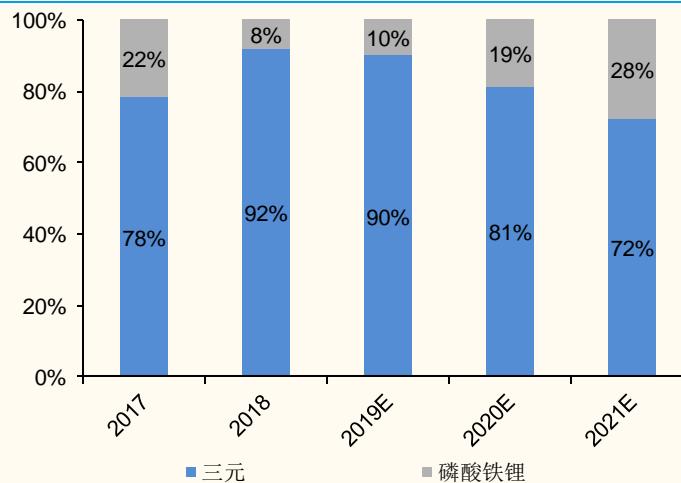
图表 18：2018 年国内干法隔膜市占率排名



■ 干法隔膜需求有望跟随磷酸铁锂回暖

干法隔膜需求萎缩主要有两个原因：1) 为追求高能量密度和安全性，三元电池逐步由干法隔膜切换为湿法隔膜；2) 可使用干法隔膜的磷酸铁锂电池在乘用车市场受到挤压。进入 2019 年，随补贴退坡，磷酸铁锂在乘用车领域有望回暖，而公司做为干法龙头，有望优先受益。

图表 19：预计国内磷酸铁锂在乘用车领域市占率逐步提升



来源：GGII、Wind、国金证券研究所

2.3 湿法隔膜：上量→降本在望

■ 产能利用率、良品率等对成本影响大

公司拥有湿法隔膜产能约 1.1 亿平，其中深圳约 0.3 亿平，合肥星源 0.8 亿平。2018 年，公司湿法隔膜销量约为 0.7 亿平，产能利用率较低，主要是因为合肥星源新增产能尚未达到设计标准，出货不及预期。湿法隔膜单线投资约为 2 亿元，假设单线成品产能为 0.5 亿平，且简单按照 10 年折旧，则单位面积隔膜均摊固定资产折旧成本约为 0.4 元/平，占隔膜成本约 50%（假设湿法隔膜基膜成本为 0.8 元/平）；若产能利用率只有 62.5%，则单位面积隔膜均摊折旧成本提升至 0.64 元/平，对应成本提升至 1.04 元/平，增长 30%。因此，产能利用率对隔膜成本影响较大。除产能利用率外，良品率、单位设备产出对成本也有较大影响，逻辑与以上描述类似。

图表 20：产能利用率-折旧成本弹性测试

单线设计产能 (亿平)	单线固定资产投 资(亿元)	折旧年限 (年)	产能利用 率	折旧成本 (元/平)	其他成本 (元/平)	总成本 (元/平)	成本上涨 比例
0.5	2	10	100%	0.4	0.4	0.8	--
			63%	0.64	0.4	1.04	30%
			50%	0.8	0.4	1.2	50%
			25%	1.6	0.4	2	150%

来源：公司公告、国金证券研究所

■ 公司湿法隔膜规模放量在即，成本有望大幅下降

2019 年，合肥星源产线基本达到正常生产状态，产能利用率大幅提升。常州星源新增 3.6 亿平产能陆续投产，新产能单位设备产出、良品率都有持续提升，且出货规模提升后，可承接大客户订单，避免单条产线反复切换产品型号而造成产能利用率降低，以上几点因素都将对降低成本起到积极作用；客户方面，公司积极开拓新客户，近期已陆续与亿纬锂能、孚能科技、欣旺达、比克、国轩高科等龙头客户签订合作协议，公司湿法隔膜有望实现量利双升。

图表 21：公司客户合作协议一览

客户	公告日期	合作内容简介
日本村田	2018/7/21	星源材质将 Murata 视为优先客户，承诺在协议期限（5 年内）确保提供合计约 2.5 亿平方米隔膜。
孚能科技	2019/1/29	双方约定2019年度锂电池隔膜产品保供需求为不少于4,000万平方米，因市场、客户需求、国家政策等因素的影响，年度采购总量允许有 20%以内的调整。
亿纬锂能、天能动力	2019/3/15	星源材质预计2019年度分别与亿纬锂能、天能动力及其控股子公司发生的日常关联交易最高累计交易金额（不含增值税）为7,000万元和600万。
国轩高科	2019/4/10	截止2019年底，国轩高科预计向星源材质采购隔膜需求约为1亿平，星源材质在产能允许的情况下优先保证国轩高科需求。
比克动力	2019/4/20	星源材质预计2019年度可供应比克1.2亿平方米隔膜，具体的采购数量、价格以比克确认的订单为准。
欣旺达	2019/7/20	星源材质承诺在2019-2023年期间，保证向欣旺达供应10亿平方米锂电池隔膜，具体交易以欣旺达出具的加盖合同专用章订单为准。

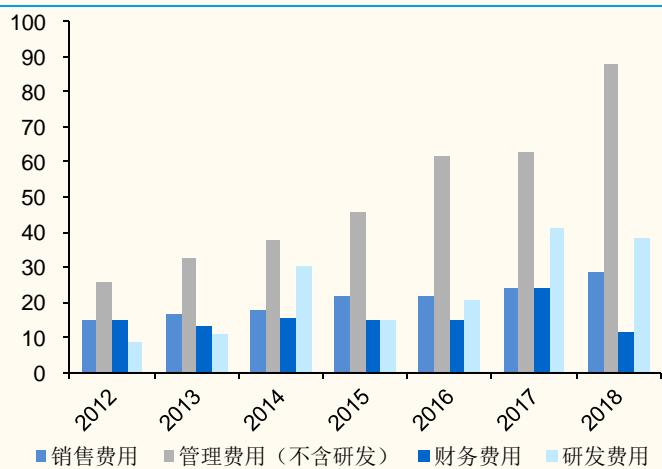
来源：公司公告、国金证券研究所

3、财务数据回顾：期间费用率上升后趋稳，规模化均摊空间大

2017 年，为丰富产品种类，提升综合竞争力，公司持续加大湿法工艺和涂覆工艺的研究开发，且合肥星源湿法隔膜产线逐步投产，公司研发费用率和财务费用率出现大幅增长。2018 年，公司整体期间费用率为 28.5%，在 2017 年基础上有所下降 0.6pct，其中管理费用率由于生产规模扩大，管理人员增加而增加 3pct，研发费用率由于规模相应，下降 1.3pct。

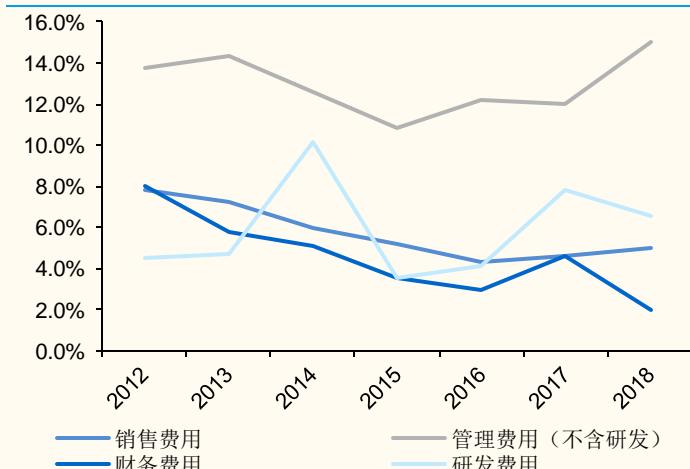
公司期间费用率处于高位，扣除财务费用率影响后仍有 26.6%，较恩捷股份高 14.3pct，未来随公司出货规模提升，期间费用率下降空间较大。

图表 22：星源材质历年期间费用（百万元）



来源：Wind、国金证券研究所

图表 23：星源材质历年期间费用率



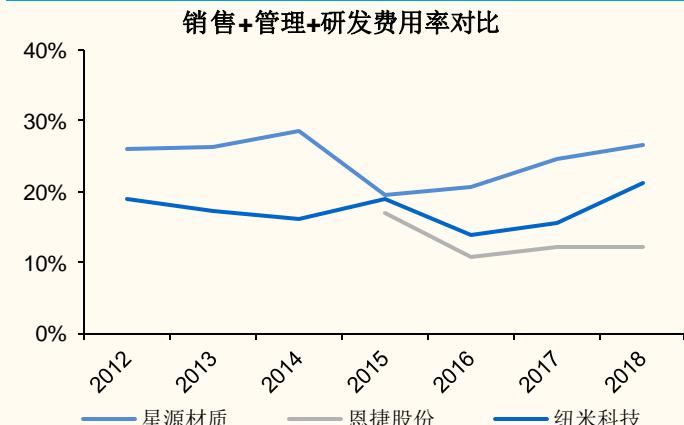
来源：Wind、国金证券研究所

图表 24：合计期间费用率对比



来源：Wind、国金证券研究所 (*恩捷股份 2018 年数据包含原创新股份业务，2018 年之前为纯净上海恩捷隔膜业务数据)

图表 25：出货规模提升后，公司费用率仍有下降空间



来源：Wind、国金证券研究所 (*恩捷股份 2018 年数据包含原创新股份业务，2018 年之前为纯净上海恩捷隔膜业务数据)

4、盈利预测

■ 干法隔膜

营收：公司原有干法隔膜产能 2 亿平，常州 4 亿平干法隔膜于 2019 下半年陆续投放，预计明年公司干法隔膜出货有望大幅提升，假设干法隔膜 2019-2021 营收增速分别为 9%、57%、25%；

毛利率：公司干法隔膜约有 40% 左右供应 LG，海外客户价格相对稳定，假设公司干法隔膜 2019-2021 年价格降幅分别为 15%、10%、5%，则对应毛利率约为 54%、47%、45%。

■ 湿法隔膜

营收：合肥星源 0.8 亿平产能陆续进入稳定生产状态，常州新增 3.6 亿平 2019 下半年陆续投产，预计公司 2019 年湿法隔膜有望出现大幅增长，假设 2019-2021 年湿法隔膜营收增速分别为 197%、45%、40%；

毛利率：湿法隔膜仍存在盈利能力较强的企业，公司产能释放后，成本可能会持续下降，叠加 2019Q3 新能源车需求弱，价格可能继续下调。假设 2019-2021 年湿法隔膜价格降幅分别为 22%、12%、7%，对应毛利率约为 47%、45%、42%。

我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别为 9.01 亿元、13.57 亿元和 17.89 亿元，归母净利润分别为 2.37 亿元、2.99 亿元和 3.63 亿元，同比分别增长 6.59%、26.23%、21.42%，EPS 分别为 1.23 元、1.56 元和 1.89 元，对应 PE 分别为 22.18、17.57、14.47 倍。考虑公司湿法隔膜放量降本在即，参考同类公司估值，给予公司 2019 年 29 倍估值，对应股价为 35.76 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 26：可比同类公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (百万)	2019E 归母净利润 (百万)	2019E PE
002812.SZ	恩捷股份	24,441	842	29
300073.SZ	当升科技	10,848	392	28
603659.SH	璞泰来	22,635	781	29
平均值				29

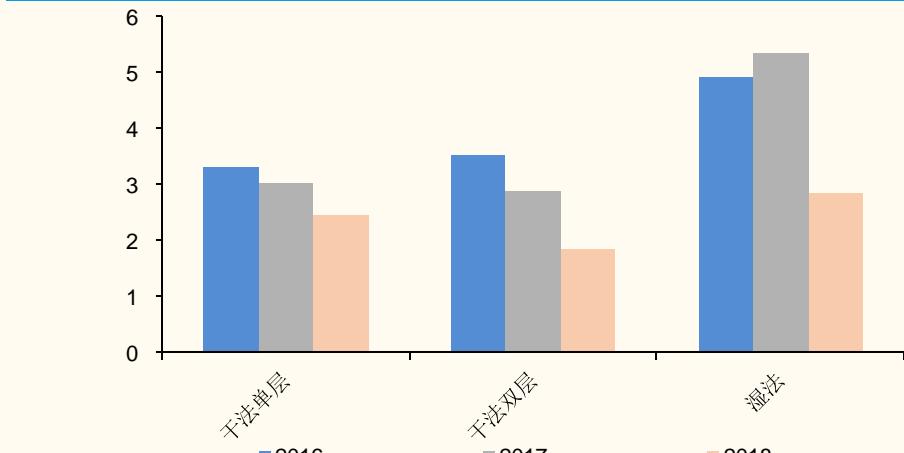
来源：Wind、国金证券研究所

5、风险提示

■ 隔膜降价超预期，出货量不及预期

动力电池产业链降价压力大，隔膜产品价格持续下滑。尤其是湿法隔膜，公司新增产能释放后价格战可能升级，若价格出现非理性下滑，则会影响公司盈利能力。

图表 27：公司隔膜产品价格走势（元/平米）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 28：湿法隔膜价格不同降幅对应公司业绩弹性测试

湿法隔膜降幅-公司业绩弹性测试	中性假设			悲观假设			乐观假设		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
湿法隔膜价格降幅	-22%	-12%	-7%	-25%	-17%	-8%	-18%	-10%	-3%
公司归母净利润	240	305	373	227	266	308	252	338	443

来源：公司公告、国金证券研究所

■ 解禁带来股价阶段性波动

2019年12月2日，公司有6225.6万股首发原股东限售股份解禁，本次解禁数量占总股本32.42%。

图表 29：星源材质 2019 年 12 月 2 日解禁股东明细

股东名称	本次解禁股份数量(万股)	解禁市值(万元)
陈秀峰	5,030.85	133,066.04
陈良	1,006.16	26,613.04
陈蔚蓉	8.14	215.19
其他法人股东 2	180.44	4,772.75

来源：Wind、国金证券研究所

■ 应收账款和存货偏高

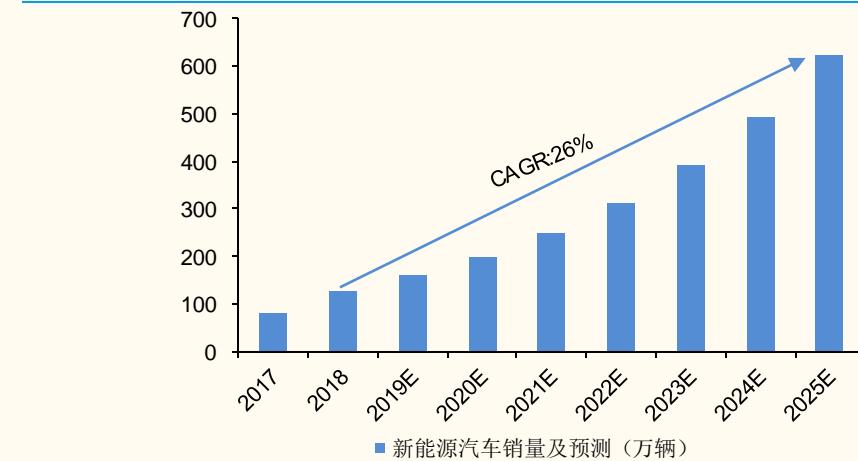
从已有财务数据看，公司应收账款和存货周转天数具有升高趋势，但湿法隔膜放量后该两项指标存在好转预期，需进一步观察。

■ 新能源车增速不及预期

公司隔膜产品增长主要靠下游动力电池拉动，而动力电池出货受新能源汽车销量影响较大。与传统汽车相比，新能源汽车仍然存在续航里程短、快充速

度慢和成本高三大痛点，需求受路权、补贴等政策性因素影响较大。报告中动力电池销量参照新能源汽车未来年均增速 26%预测，若下游汽车销量不及预期，动力电池也会存在销量不及预期的风险。

图表 30：新能源汽车销量及预测



来源：第1电动网、GGII、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	506	521	583	901	1,357	1,789
增长率		3.1%	11.9%	54.4%	50.7%	31.9%
主营业务成本	-199	-257	-302	-451	-736	-1,014
%销售收入	39.4%	49.3%	51.7%	50.1%	54.2%	56.7%
毛利	306	264	282	449	621	775
%销售收入	60.6%	50.7%	48.3%	49.9%	45.8%	43.3%
营业税金及附加	-9	-10	-11	-17	-25	-33
%销售收入	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
销售费用	-22	-24	-29	-41	-56	-70
%销售收入	4.3%	4.6%	4.9%	4.5%	4.1%	3.9%
管理费用	-82	-104	-88	-114	-145	-171
%销售收入	16.3%	19.9%	15.1%	12.6%	10.7%	9.5%
研发费用	0	0	-38	-53	-71	-87
%销售收入	0.0%	0.0%	6.5%	5.9%	5.3%	4.9%
息税前利润(EBIT)	193	127	116	226	323	414
%销售收入	38.2%	24.3%	19.8%	25.0%	23.8%	23.1%
财务费用	-15	-24	-12	-68	-72	-79
%销售收入	2.9%	4.6%	2.0%	7.5%	5.3%	4.4%
资产减值损失	-6	-4	-11	-21	-15	-22
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	3	1	1	2
%税前利润	0.0%	0.0%	1.2%	0.3%	0.3%	0.4%
营业利润	172	113	124	178	268	344
营业利润率	34.1%	21.7%	21.3%	19.7%	19.7%	19.2%
营业外收支	8	-3	125	130	120	120
税前利润	180	110	249	308	388	464
利润率	35.7%	21.1%	42.7%	34.2%	28.6%	26.0%
所得税	-27	-22	-46	-55	-73	-85
所得税率	15.0%	19.9%	18.6%	17.8%	18.8%	18.4%
净利润	153	88	203	253	315	379
少数股东损益	-2	-19	-19	16	16	16
经营活动现金净流	170	40	240	301	224	314
资本开支	-272	-519	-1,258	-108	-229	-276
投资	0	-15	-8	0	0	0
其他	0	0	3	1	1	2
投资活动现金净流	-272	-534	-1,263	-107	-227	-274
股权筹资	652	1	14	-97	0	0
债权筹资	-27	418	889	33	173	157
其他	151	-59	-206	-125	-139	-158
筹资活动现金净流	777	360	697	-188	34	-1
现金净流量	675	-133	-327	5	30	39

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	757	621	419	425	455	494
应收账款	257	359	411	559	822	1,098
存货	44	56	109	122	180	265
其他流动资产	13	60	140	75	99	122
流动资产	1,071	1,096	1,079	1,181	1,555	1,979
%总资产	57.1%	46.2%	30.2%	31.2%	36.1%	40.4%
长期投资	0	15	23	23	23	23
固定资产	607	892	1,744	2,016	2,024	2,055
%总资产	32.4%	37.6%	48.9%	53.4%	47.0%	41.9%
无形资产	82	111	197	293	399	511
非流动资产	805	1,277	2,490	2,598	2,752	2,924
%总资产	42.9%	53.8%	69.8%	68.8%	63.9%	59.6%
资产总计	1,876	2,374	3,569	3,779	4,308	4,903
短期借款	167	530	472	493	668	828
应付账款	64	97	110	174	251	356
其他流动负债	30	24	57	59	79	100
流动负债	260	651	639	727	998	1,283
长期贷款	41	119	610	610	610	610
其他长期负债	306	319	779	793	794	794
负债	608	1,089	2,028	2,130	2,402	2,687
普通股股东权益	1,233	1,267	1,527	1,619	1,861	2,155
其中：股本	120	192	192	192	192	192
未分配利润	255	277	427	615	857	1,150
少数股东权益	35	17	13	29	45	61
负债股东权益合计	1,876	2,374	3,569	3,779	4,308	4,903

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	1.295	0.556	1.157	1.233	1.557	1.890
每股净资产	10.278	6.601	7.955	8.435	9.691	11.222
每股经营现金流	1.414	0.208	1.248	1.566	1.165	1.634
每股股利	0.600	0.300	0.200	0.250	0.300	0.360
回报率						
净资产收益率	12.60%	8.43%	14.54%	14.62%	16.06%	16.84%
总资产收益率	8.28%	4.50%	6.22%	6.27%	6.94%	7.40%
投入资本收益率	11.13%	5.25%	3.12%	5.89%	7.33%	8.33%
增长率						
主营业务收入增长率	18.97%	3.09%	11.92%	54.36%	50.66%	31.85%
EBIT增长率	24.80%	-34.39%	-8.73%	94.96%	43.38%	27.95%
净利润增长率	31.34%	-31.29%	108.02%	6.59%	26.23%	21.42%
总资产增长率	98.26%	26.52%	50.35%	5.88%	14.00%	13.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	112.7	130.0	168.5	160.0	152.9	160.5
存货周转天数	67.2	70.8	99.4	100.0	90.0	96.5
应付账款周转天数	32.3	60.8	94.4	90.0	81.7	88.7
固定资产周转天数	342.1	602.5	496.9	675.1	477.3	347.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.28%	2.16%	67.45%	64.01%	62.94%	59.59%
EBIT利息保障倍数	13.2	5.3	10.0	3.3	4.5	5.2
资产负债率	32.41%	45.89%	56.83%	56.37%	55.76%	54.81%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	5	6	9	31
增持	2	4	4	7	17
中性	0	0	1	1	6
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.44	1.55	1.53	1.54

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH