

干法龙头，切入湿法助力公司腾飞

投资要点

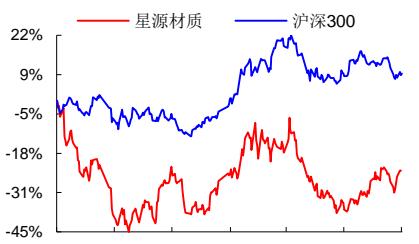
- 干法隔膜龙头，进军湿法业绩可期：**公司是专业从事锂离子电池隔膜研发、生产及销售的新能源、新材料和新能源汽车领域的国家级高新技术企业，是国内第一家打破国外垄断的锂电池隔膜干法单拉技术的企业，也是第一家实现产品批量出口的隔膜制造企业。2019年H1，公司实现营收3.5亿，同比增长11.1%；实现归母净利润1.7亿元，同比增长12.3%。
- 高壁垒、重资产，隔膜行业转向涂覆方向：**隔膜是锂电池材料中技术壁垒最高的环节，其性能的优劣对锂电池的轻量化和安全性至关重要。近年来，已经形成湿法隔膜代替干法隔膜的趋势。2019年Q1国内隔膜总产量达5.2亿平米，同比增长62%；其中湿法隔膜产量3.8亿平米，同比增长111%，干法隔膜产量1.4亿平米，同比增长1%，湿法隔膜所占份额高达73%。
- 扩产能提升成本优势，技术领先保障竞争力：**隔膜价格自2014年Q1以来持续走低，导致公司毛利率逐年下滑，但仍处于高位，2018年公司综合毛利率高达48%。2018年公司拥有湿法隔膜产能约1.1亿平，干法隔膜产能1.8亿平。2019年，合肥星源产能利用率大幅提升，已经扭亏。常州星源新增3.6亿平方米锂离子电池湿法隔膜项目，目前一期项目2条产线已于2018年底投产，其余产线预计将于2019年底前完成安装并投入生产。“超级涂覆工厂”项目一期厂房基建基本完成，部分干法生产线及涂覆生产线正在进行安装调试。公司技术行业领先，2019年Q1干法隔膜出货量占比25%，位于行业第一，且与第二有较大距离，市场份额常年超过20%，产品市场认可度高。湿法方面，合肥星源实现扭亏，常州星源产能爬坡迅速。随着公司产能进一步释放，市场份额有望持续提升。
- 盈利预测与投资建议。**预计2019-2021年EPS分别为1.18元、1.5元、1.81元。考虑到公司是隔膜的龙头公司，产能释放较快，给予公司2019年30倍估值，对应目标价35.4元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**新能源汽车补贴大幅度退坡的风险；公司产能扩张不达预期的风险。

西南证券研究发展中心

分析师：谭菁
执业证号：S1250517090002
电话：010-57631196
邮箱：tanj@swsc.com.cn

联系人：陈瑶
电话：0755-23914886
邮箱：cyao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.92
流通A股(亿股)	1.29
52周内股价区间(元)	19.86-35.82
总市值(亿元)	52.15
总资产(亿元)	43.59
每股净资产(元)	8.15

相关研究

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	583.49	737.04	1044.14	1228.40
增长率	11.92%	26.32%	41.67%	17.65%
归属母公司净利润(百万元)	222.15	271.60	346.28	416.24
增长率	108.02%	22.26%	27.50%	20.20%
每股收益EPS(元)	0.96	1.18	1.50	1.81
净资产收益率ROE	13.16%	10.45%	12.44%	13.89%
PE	28	23	18	15
PB	4.06	2.64	2.46	2.29

数据来源：Wind, 西南证券

目 录

1 公司概况：干法隔膜龙头，湿法实现质的突破.....	1
2 行业分析：重资产，最能体现规模效应的环节.....	3
2.1 四大主材中隔膜技术壁垒最高	3
2.2 单 GW 高投入突出规模效应	5
2.3 隔膜市场需求由干法转向湿法，国际巨头关注涂覆.....	7
3 公司分析：产能利用率大幅度提升，成本下降迅速，湿法已证明自身能力	9
3.1 产能释放，业绩有望筑底反弹	9
3.2 技术领先，助力重塑湿法竞争格局	10
4 盈利预测与估值.....	12
4.1 盈利预测	12
4.2 相对估值	12
5 风险提示	13

图 目 录

图 1: 公司股权结构及子公司, 公司控股股东暨实际控制人为陈秀峰和陈良.....	1
图 2: 公司 2018 年主营业务结构情况 (分业务)	1
图 3: 公司 2018 年主营业务毛利情况 (分业务)	1
图 4: 公司 2018 年主营业务收入结构 (分地区)	2
图 5: 公司 2018 年主营业务毛利情况 (分地区)	2
图 6: 公司 2016 年以来营业收入及增速	2
图 7: 公司 2016 年以来扣非归母净利润及增速	2
图 8: 锂电池材料中隔膜技术壁垒最高	3
图 9: 隔膜六大性能参数, 性能指标难以兼顾研发难度大	4
图 10: 干法工艺流程	4
图 11: 湿法工艺流程	4
图 12: 国内隔膜合计产量及同比增长	7
图 13: 湿法隔膜产量占比逐渐提升	7
图 14: 国内湿法隔膜产量及同比增长	7
图 15: 国内干法隔膜产量及同比增长	7
图 16: 全球车用湿法隔膜需求 (亿平米)	8
图 17: 湿法市场空间 (亿元)	8
图 18: 旭化成技术路径, 湿法涂覆领先者	8
图 19: 公司隔膜业务营收及同比增速	9
图 20: 公司 ROE 及隔膜业务毛利率	9
图 21: 公司隔膜产销量及销量同比增速	9
图 22: 隔膜价格走势(元/平米)	9
图 23: 干法隔膜产品	11
图 24: 湿法隔膜产品	11
图 25: 2019Q1 干法隔膜分企业出货量份额	11
图 26: 国内干法隔膜企业份额走势	11
图 27: 2019Q1 湿法隔膜分企业出货量份额	11
图 28: 国内湿法隔膜企业份额走势	11

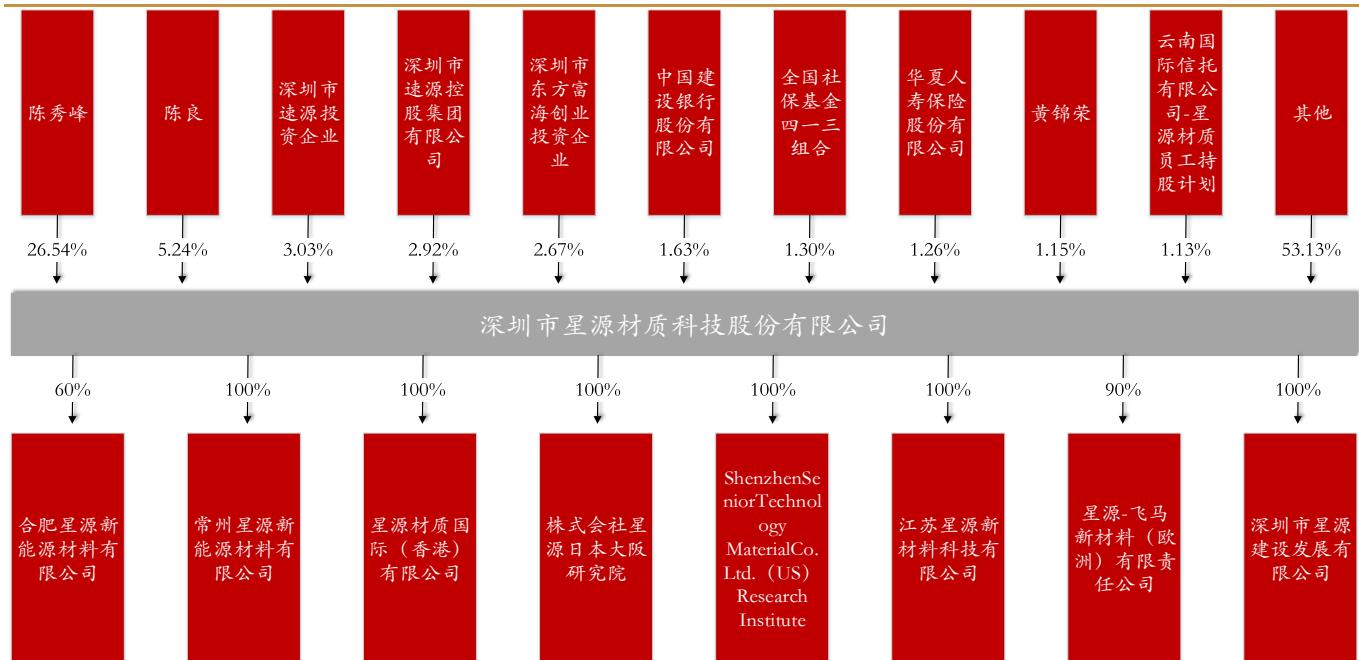
表 目 录

表 1：电池企业对隔膜掌控度较弱	3
表 2：干湿法工艺区别，湿法隔膜具有性能优势	5
表 3：隔膜产线建设价格昂贵	5
表 4：恩捷股份和星源材质营业成本构成	6
表 5：各家隔膜公司的 ROE 情况	6
表 6：各家隔膜公司的毛利率	6
表 7：出货量-成本弹性测试	10
表 8：分业务收入及毛利率	12
表 9：可比公司估值	12
附表：财务预测与估值	14

1 公司概况：干法隔膜龙头，湿法实现质的突破

公司成立于2003年9月，2016年12月在深交所挂牌上市，是专业从事锂离子电池隔膜研发、生产及销售的新能源、新材料和新能源汽车领域的国家级高新技术企业，是国内第一家打破国外垄断的锂电池隔膜干法单拉技术的企业，也是第一家实现产品批量出口的隔膜制造企业。是锂离子电池隔膜有关国家标准的牵头单位和起草编委会副组长单位。目前，公司已经迈入国际市场、向国际锂离子电池厂商批量提供隔膜产品和技术服务。

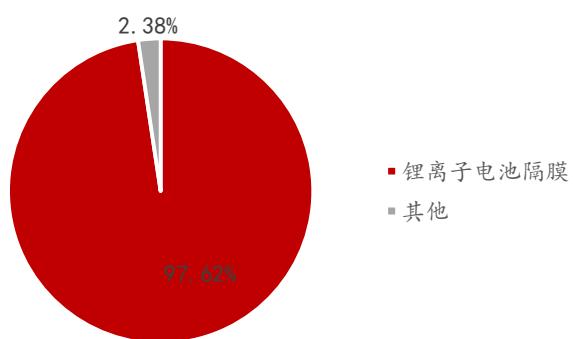
图1：公司股权结构及子公司，公司控股股东暨实际控制人为陈秀峰和陈良



数据来源：Wind，西南证券整理

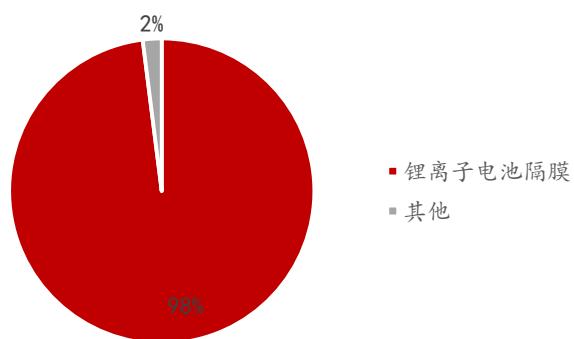
公司主营业务结构：公司收入主要来自锂离子电池隔膜，占比98%，分地区看，公司产品国际认可度高，海内外营收均衡，其中中国大陆占比56%，海外占比44%；公司主营业务突出，专注于锂离子电池隔膜，该业务贡献98%毛利，分地区来看中国大陆毛利占比22%，海外毛利占比78%，主要系海外业务毛利率更高。

图2：公司2018年主营业务结构情况（分业务）

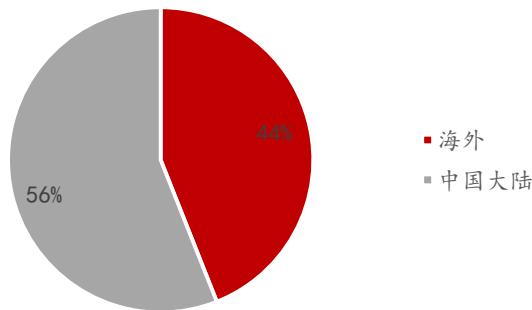


数据来源：Wind，西南证券整理

图3：公司2018年主营业务毛利情况（分业务）



数据来源：Wind，西南证券整理

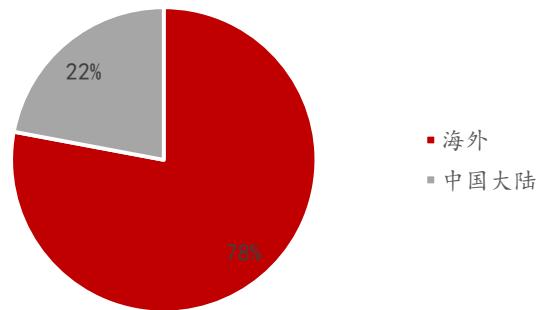
图 4：公司 2018 年主营业务收入结构（分地区）


数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩状况：2018 年，公司营收 5.8 亿，同比增长 12%；归母净利润 2.2 亿元，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%。公司盈利能力下滑的主要原因是，干法价格下滑，湿法产能未按照计划投产，单位制造成本较高。2018 年生产湿法隔膜的子公司合肥星源亏损 0.45 亿元，拖累公司业绩。

图 6：公司 2016 年以来营业收入及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司 2018 年主营业务毛利情况（分地区）


数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司 2016 年以来扣非归母净利润及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

2 行业分析：重资产，最能体现规模效应的环节

2.1 四大主材中隔膜技术壁垒最高

隔膜是锂电池材料中技术壁垒最高的环节，其性能的优劣对锂电池的轻量化和安全性至关重要，直接影响电池内阻、循环使用寿命、电池容量等性能，是锂离子电池的重要组成部分，是支撑锂离子电池完成充放电电化学过程的重要构件。湿法隔膜比干法隔膜在力学性能、透气性能和理化性能方面均具有一定优势，涂覆后可以大幅提升湿法隔膜的热稳定性，总体来说湿法涂覆隔膜具有明显的性能优势。

隔膜属于高分子材料，本身和电化学材料技术体系不同。我们通过对专利的分析，得出初步结论：国际巨头的专利结构是类似的，以电池模组为主，工程能力最优，材料相对较弱。这是国内电池普遍的发展路径。而在材料当中，隔膜的理解是最弱的。

表 1：电池企业对隔膜掌控度较弱

公司	分类名称	设备+装备	电池模组	电解液	隔膜	正极	负极
宁德时代	数量(个)	438	1575	68	5	48	19
	总专利数量(个)				2153		

数据来源：公司公告，西南证券整理

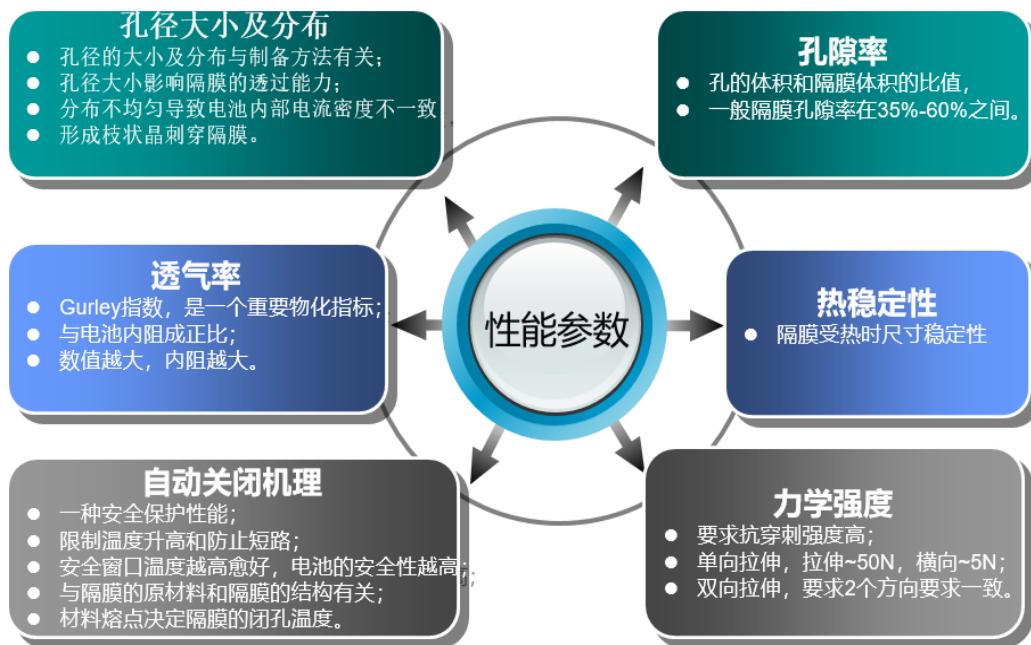
高性能锂电池需要隔膜具有厚度均匀性以及优良的力学性能、透气性能、理化性能（包括润湿性、化学稳定性、热稳定性、安全性）。锂电池隔膜具有的诸多特性以及其性能指标的难以兼顾决定了其生产工艺技术壁垒高、研发难度大。其中隔膜造孔工艺难度高，无成套生产设备，产品稳定性保持难；集体材料聚丙烯、聚乙烯材料和添加剂等高分子材料复杂性和知识含量高，直接影响隔膜厚度、面密度、力学性能一致性，决定隔膜微孔的尺寸和分布的均一性，而微孔的尺寸和分布直接影响到隔膜的孔隙率、透气性、吸液率。

图 8：锂电池材料中隔膜技术壁垒最高



数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：隔膜六大性能参数，性能指标难以兼顾研发难度大

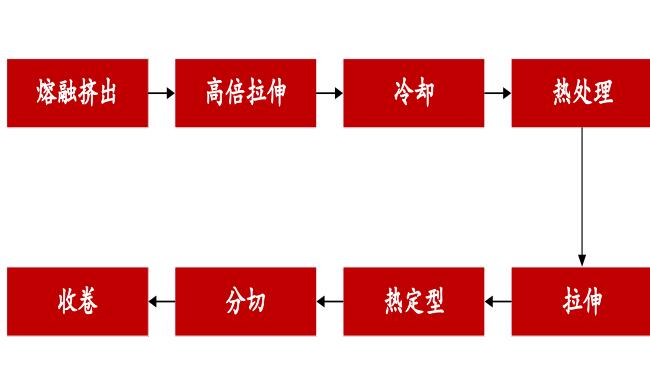


数据来源：Wind，西南证券整理

干法是将聚烯烃树脂熔融、挤压、吹膜制成结晶性聚合物薄膜，经过结晶化处理、退火后，得到高度取向的多层结构，在高温下进一步拉伸，将结晶界面进行剥离，形成多孔结构，可以增加薄膜的孔径；优点是工艺相对简单、附加值高、无环境污染，缺点是孔径及孔隙率较难控制、产品不能做得很薄。

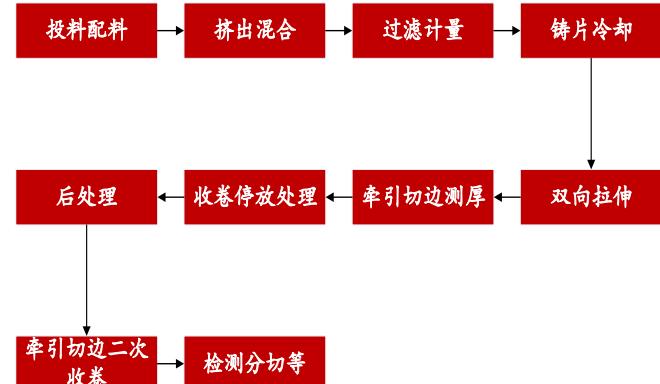
湿法又称相分离法或热致相分离法，将液态烃或一些小分子物质与聚烯烃树脂混合，加热熔融后，形成均匀的混合物，然后降温进行相分离，压制得膜片，再将膜片加热至接近熔点温度，进行双向拉伸使分子链取向，最后保温一定时间，用易挥发物质洗脱残留的溶剂，可制备出相互贯通的微孔膜材料。优点是隔膜孔径范围比较小而均匀、双向拉伸强度高、膜更薄，缺点是投资大、周期长、工艺复杂。

图 10：干法工艺流程



数据来源：康佳研究院，西南证券整理

图 11：湿法工艺流程



数据来源：康佳研究院，西南证券整理

表 2：干湿法工艺区别，湿法隔膜具有性能优势

比较方法		干法工艺	湿法工艺
工艺比较	工序	简单	复杂
	工艺控制	难度高	低
产品比较	单层膜	可以	可以
	三层膜	可以	不能够
原料	PP	可以	不能够
	PE	可以	可以
	原料特性	流动性好、分子量低	不流动、分子量高
产品性能	成本	低	高
	适用范围	小功率、低容量电池	大功率、高容量电池
	安全性	低	高
	热关闭温度	低 (135°C)	高 (180°C)
	热收缩性	高	比较低
	孔径	比较大	纳米级
	孔隙率	30%-40%	35%-45%
	环境	友好	污染
	穿刺强度 (gf)	200-400	300-550
	横向拉伸强度 (Mpa)	<100	130-150
	纵向拉伸强度 (Mpa)	130-160	140-160

数据来源：康佳研究院，《绝缘材料》，《电源技术》，西南证券整理

2.2 单 GW 高投入突出规模效应

隔膜新产线投产进度慢，周期约 2-3 年：设备供应受限，安装耗时 1 年；认证周期长，供应商认证周期 0.5-1 年；调试过程不确定性大，实际调试周期约为 0.5-1 年，投资门槛较高。隔膜产品的成本主要由原材料费用和制造费用构成，制造费用主要是折旧，分析恩捷股份以及星源材质的成本我们结构可以发现隔膜行业的原材料费用占比最低，2018 年两家公司的原材料占比营业成本分别为 65% 和 42%，由于隔膜的重资产特征，大规模量产是成本下降的基础，成本下降也促进客户的开拓，两者相辅相成。

表 3：隔膜产线建设价格昂贵

公司	项目	投入
恩捷股份	无锡恩捷一期项目，投建 8 条生产线	22 亿元
	珠海恩捷二期项目，4 条生产线	11 亿元
星源材质	常州星源 3.6 亿平湿法隔膜项目，8 条产线	20 亿元
	超级涂覆工厂，8 条干法隔膜生产线以及 50 条涂覆隔膜生产线	30 亿元

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 4：恩捷股份和星源材质营业成本构成

公司	分类名称	2017A	2016A	2015A
恩捷股份	原材料成本 (元/m2)	0.59	0.75	1.09
	隔膜成本 (元/m2)	1.15	1.28	2.48
	隔膜售价 (元/m2)	3.40	3.93	3.91
	毛利率 (%)	65%	62%	43%
	原材料占比营业成本 (%)	51%	59%	44%
星源材质	原材料成本 (元/m2)	0.70	0.50	0.84
	隔膜成本 (元/m2)	1.58	1.34	1.89
	隔膜售价 (元/m2)	3.29	3.50	4.41
	毛利率 (%)	52%	62%	57%
	原材料占比营业成本 (%)	41%	38%	44%

数据来源：公司公告，西南证券整理

既然是制造成本占比较高，所以当产线的产能利用率和良品率的提升，毛利率和 ROE 都会出现大幅度的提升。我们对比 2018 年各家隔膜公司的财务情况，可以很明显地看出隔膜环节的规模效应。

表 5：各家隔膜公司的 ROE 情况

ROE	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
星源材质	11%	12%	15%	24%	25%	7%	16%
沧州明珠	13%	13%	13%	13%	24%	17%	9%
鸿图隔膜		-13%	8%	13%	31%		12%
纽米科技	4%	2%	1%	-5%	8%	2%	-35%
上海恩捷				11%	15%	29%	30%
苏州捷力					17%	-5%	-36%

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 6：各家隔膜公司的毛利率

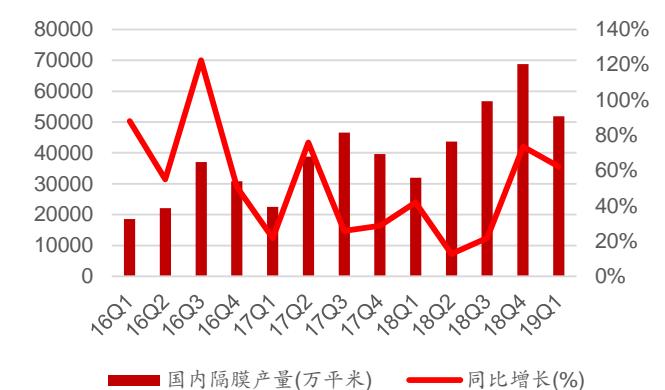
毛利率	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
星源材质	60%	56%	61%	60%	62%	50%	47%
沧州明珠	48%	53%	65%	68%	64%	48%	-6%
鸿图隔膜			12%	44%	53%	55.8%	52%
纽米科技	43%	35%		23%	31%	35%	3%
上海恩捷			6%	43%	61%	65%	61%
苏州捷力				47%	49%	30%	31%

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 隔膜市场需求由干法转向湿法，国际巨头关注涂覆

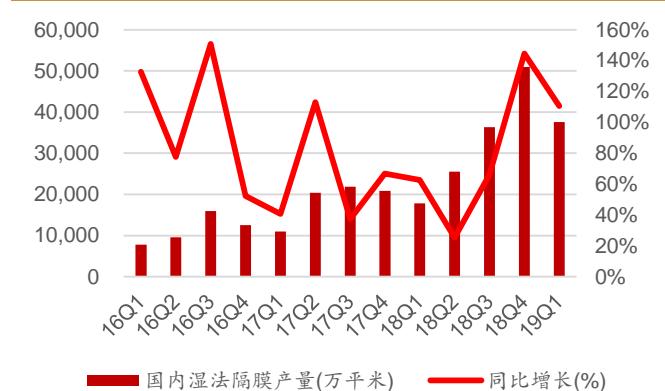
近年来，已经形成湿法隔膜代替干法隔膜的趋势，因自 2015 年以来，受能量密度与补贴挂钩影响，三元电池加速崛起，由于湿法制备的微孔隔膜更轻薄，湿法+涂覆性能被认为更合适于制造高能量密度锂电池。2019 年 Q1 国内隔膜总产量达 5.2 亿平米，同比增长 62%；其中湿法隔膜产量 3.8 亿平米，同比增长 111%，干法隔膜产量 1.4 亿平米，同比增长 1%，湿法隔膜所占份额高达 73%。

图 12：国内隔膜合计产量及同比增长



数据来源：高工锂电，西南证券整理

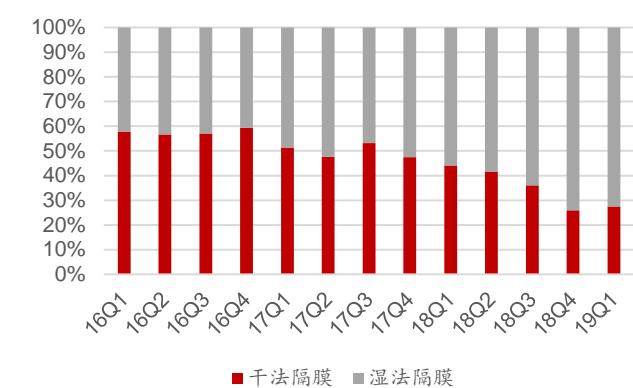
图 14：国内湿法隔膜产量及同比增长



数据来源：高工锂电，西南证券整理

2019 年补贴虽退坡严重，但整个行业仍向高能量密度+高续航里程趋势发展。我们认为，未来干法隔膜产量将继续降低，产能整体向湿法隔膜工艺转移，未来湿法隔膜产能将进一步提升，产量随之高增长。根据我们的测算，假设 2020 年动力电池湿法隔膜渗透率在国内三元和铁锂上分别为 95% 和 50%，海外三元渗透率为 80%，则届时湿法隔膜国内需求将达 18 亿平米，海外需求预计为 11 亿平米，对应市场空间分别为 40 亿元和 26 亿元。

图 13：湿法隔膜产量占比逐渐提升



数据来源：高工锂电，西南证券整理

图 15：国内干法隔膜产量及同比增长



数据来源：高工锂电，西南证券整理

图 16：全球车用湿法隔膜需求（亿平米）

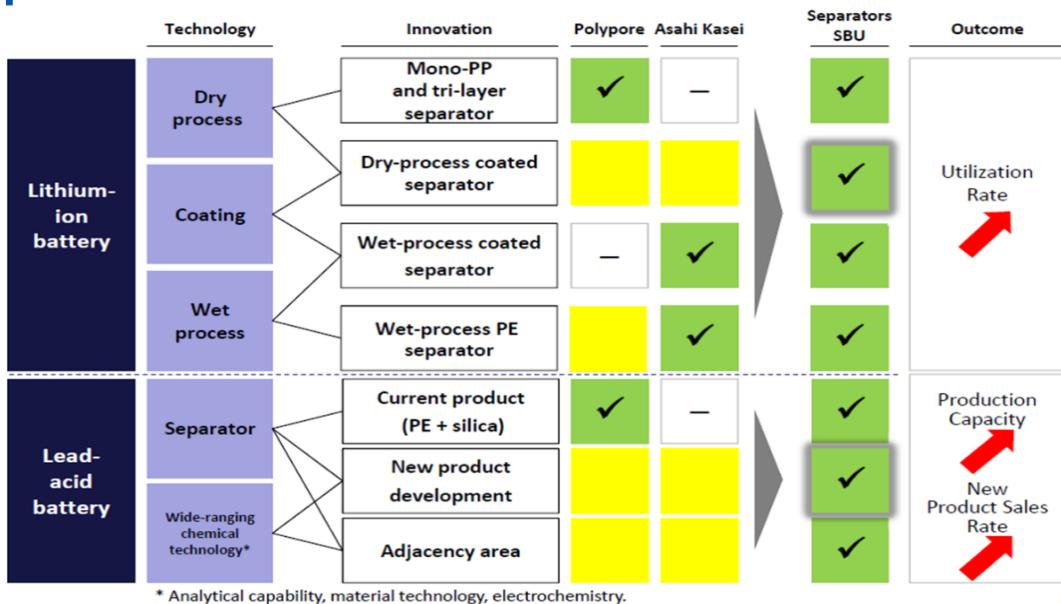

数据来源：高工锂电，西南证券整理

图 17：湿法市场空间（亿元）


数据来源：高工锂电，西南证券整理

湿法隔膜由于比较薄存在热稳定性的问题，涂覆技术可以解决这一痛点。从产品性能来说，相比干法隔膜，湿法隔膜在力学性能、透气性能、理化性能均具有一定优势，通过在基膜上涂布陶瓷氧化铝、PVDF、芳纶等胶黏剂，能够大幅提高隔膜的热稳定性、降低高温收缩率、避免隔膜大幅收缩造成的极片外露，弥补了湿法隔膜唯一的热稳定性短板。

世界隔膜行业巨头集中于日本，后分散于韩国和中国。从 20 世纪末到 21 世纪初，日本隔膜工艺以消费锂电池隔膜为起点，在政府的 10 年锂电池发展计划下得到迅猛发展，出现了以旭化成、东燃、宇部为代表的隔膜生产巨头，而湿法涂覆技术正是旭化成的创新技术。2015 年国际湿法隔膜巨头旭化成收购了美国干法隔膜巨头 Celgard，完成对干法技术的整合，市场份额达到 30%，全球领先。

图 18：旭化成技术路径，湿法涂覆领先者


数据来源：Wind，西南证券整理

3 公司分析：产能利用率大幅度提升，成本下降迅速，湿法已证明自身能力

3.1 产能释放，业绩有望筑底反弹

2018 年，公司锂离子电池隔膜销量为 2.3 亿平方米，同比增长 48%。隔膜业务营业收入 5.7 亿元，同比增长 11%。自 2016 年来隔膜业务增速放缓，主要原因是干法需求下滑，湿法产能未按照计划投产，单位制造成本较高。2018 年生产湿法隔膜的子公司合肥星源亏损 0.45 亿元，拖累公司业绩。另外隔膜价格自 2014 年 Q1 以来持续走低，2019 年 Q1 湿法隔膜均价 1.6 元/平米，干法单拉 1.1 元/平米，干法双拉 1 元/平米，分别环比降低 20%、21% 及 9%，导致公司毛利率逐年下滑，但仍处于高位，2018 年公司综合毛利率高达 48%。

图 19：公司隔膜业务营收及同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

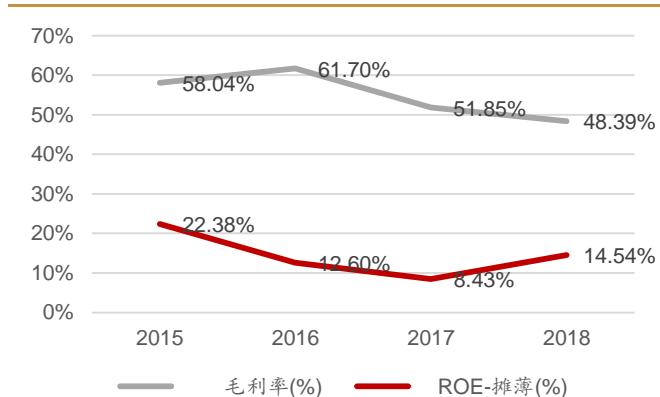
图 21：公司隔膜产销量及销量同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

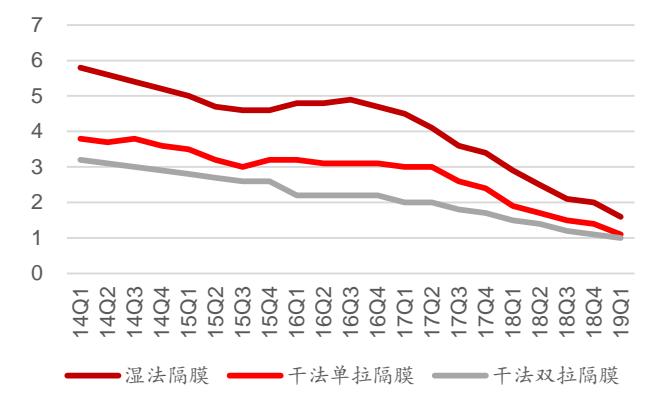
湿法隔膜产能放量在即，助力成本下降，叠加新客户导入，公司业绩有望提振。2018 年公司拥有湿法隔膜产能约 1.1 亿平，其中深圳约 0.3 亿平，合肥星源 0.8 亿平，干法隔膜产能 1.8 亿平。2019 年，合肥星源产线基本达到正常生产状态，产能利用率大幅提升。常州星源新增 3.6 亿平方米锂离子电池湿法隔膜项目共建 8 条产线，目前一期项目 2 条产线已于 2018 年底投产，其余产线预计将于 2019 年底前完成安装并投入生产。2018 年 3 月公司投

图 20：公司 ROE 及隔膜业务毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 22：隔膜价格走势(元/平米)



数据来源：高工锂电，西南证券整理

资 30 亿元于常州建设锂离子电池隔膜集中生产、加工基地“超级涂覆工厂”，目前项目一期厂房基建基本完成，部分干法生产线及涂覆生产线正在进行安装调试。

由于隔膜的重资产特征，所以大规模量产是成本下降的基础，成本下降也促进客户的开拓。这是相辅相成的。公司积极开拓新客户，承接大单，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。

根据我们的测算，假设 2019 年公司出货量可达 9 亿平米，半成品基膜单位成本为 0.87 元，毛利率可达 46%，出货量增加 1 一个单位，成本下降 0.13，毛可利率增加 10 个百分点，出货量减少 1 个单位，成本增加 0.04，毛利率降低 6 个百分点，出货量对成本影响较大。

表 7：出货量-成本弹性测试

半成品基膜毛利率	2017	2018A	2019E(保守)	2019E(中性)	2019E(积极)	2020E
折旧费(亿元)	0.62	1.37	2.53	2.53	2.53	2.53
出货量(亿平米)	3.2	4.68	8	9	10	15
单位折旧(元/平米)	0.19	0.29	0.32	0.28	0.25	0.24
原材料(元/平米)	0.6	0.74	0.5	0.5	0.5	0.45
人工(元/平米)	0.23	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
成本汇总(元/平米)	1.02	1.12	0.91	0.87	0.74	0.78
销售价格(元)	2.9	2.84	1.5	1.6	1.7	1.4
单平毛利(元)	1.88	1.72	0.59	0.73	0.96	0.62
毛利率(%)	64.70%	60.50%	39.60%	45.60%	56.30%	44.60%

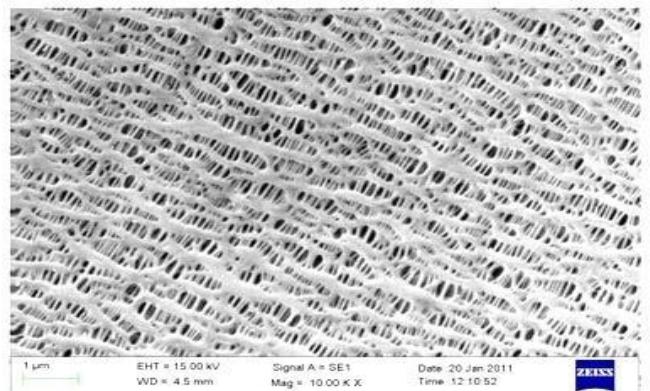
数据来源：西南证券

3.2 技术领先，助力重塑湿法竞争格局

公司掌握了干法、湿法和涂覆隔膜制备技术，拥有锂离子电池隔膜微孔制备工艺的自主知识产权，并建成先进的隔膜生产线，是国内率先从事锂离子电池隔膜研发和制造的企业，经过多年经营及研发，已能整体兼顾隔膜的厚度、孔径、孔隙率与力学性能等，技术领先使得公司在竞争中颇具优势。

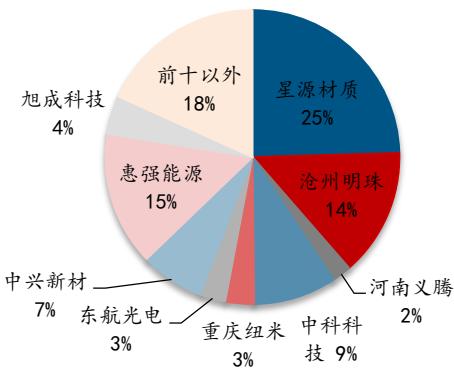
- **原材料配方筛选和快速的配方调整优势：**锂离子电池隔膜原料主要以聚烯烃为主，其细分品种众多、用途各异，特定隔膜要求需经过大量配方试验。公司自主研发的隔膜原料分析表征技术可快速准确构建配方，满足不同客户的要求。
- **微孔制备技术优势：**锂离子电池隔膜生产的技术难点之一在于微孔的制备技术。公司同时掌握干法和湿法隔膜生产关键工艺、设备技术，同时在隔膜孔隙率、机械强度、孔径及孔径分布、透气度、热收缩等产品性能指标上具备精确定调的技术能力，使得隔膜产品具有孔径均匀、透过性良好、一致性和稳定性强、安全性较高等特点。

目前公司的干法隔膜产品有四大系列，SD、SQ 常规系列，ST 和 SZ 高强度以及抗注液起皱两大系列，厚度最薄可以做到 12 μm。ST 是一种高韧性干法隔膜，主要为三元高镍体系而开发，常规产品的断裂生成率小于 100%，而这 ST 断裂生成率可以达到 400%。公司涂覆隔膜产品种类丰富，涂覆材料包含氧化铝、勃姆石、PVDF、PVDF+HFP、纳米复合材料、芳纶等，涂布方式包括微凹版辊涂、微凹辊点涂、浸涂、喷涂等，有低热收缩和低水份两大特点，目前最低水份含量可以做到 300ppm。

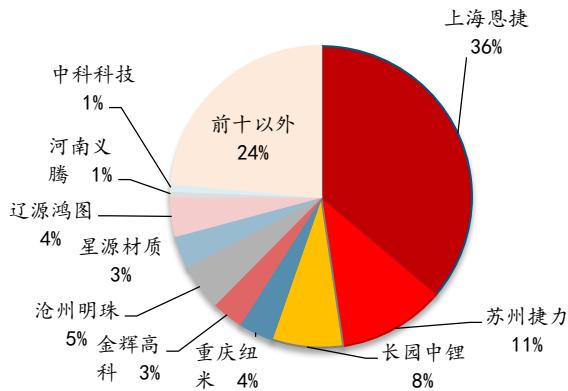
图 23：干法隔膜产品


数据来源：公司官网，西南证券整理

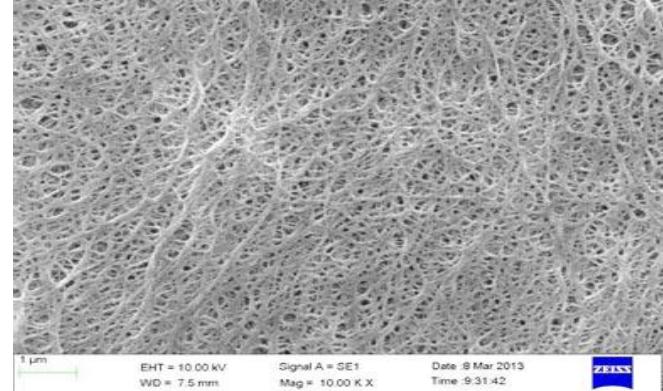
公司是国内干法隔膜龙头企业，隔膜产品品质已达到国际高品质隔膜水准，已成为全球中高端锂离子电池隔膜主流供应商之一，根据公司公告，LG 系公司第一大客户，2018 年销售额约 2.5 亿元，占比 44%。2019 年 Q1 干法隔膜出货量占比 25%，位于行业第一，且与第二有较大距离，公司市场份额常年超过 20%，产品市场认可度高。湿法方面，依托干法隔膜成功的经验，以及合肥星源达产，公司出货占比由 2018 年的 3%，提至 2019 年 Q1 的 9%，随着公司产能进一步释放，市场份额有望持续提升。

图 25：2019Q1 干法隔膜分企业出货量份额


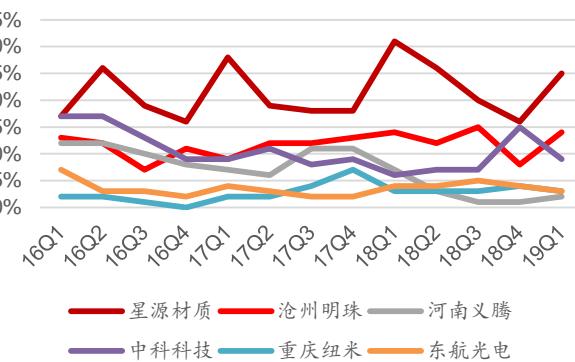
数据来源：高工锂电，西南证券整理

图 27：2019Q1 湿法隔膜分企业出货量份额


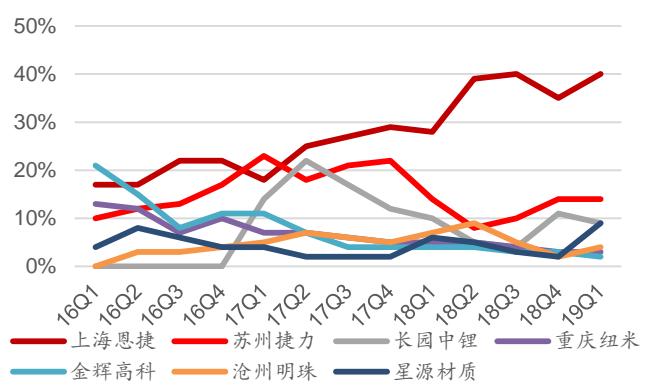
数据来源：高工锂电，西南证券整理

图 24：湿法隔膜产品


数据来源：公司官网，西南证券整理

图 26：国内干法隔膜企业份额走势


数据来源：高工锂电，西南证券整理

图 28：国内湿法隔膜企业份额走势


数据来源：高工锂电，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司 2019-2021 年的隔膜出货量分别为 4 亿平、6 亿平和 8 亿平；

假设 2：由于今年新能源汽车补贴退坡幅度大，产业链价格下降较多。假设隔膜平均价格分别为 1.84 元、1.74 元和 1.53 元；

假设 3：公司 2019-2021 的毛利率分别为 47%、45% 和 45%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 8：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	583.5	737.0	1044.1	1228.4
YOY		26%	42%	18%
销量（亿平）	2.3	4.0	6.0	8.0
单平价格（元/平）	2.5	1.8	1.7	1.5
成本	301.1	390.6	574.3	675.6
毛利	282.4	346.4	469.9	552.8
毛利率	48%	47%	45%	45%

数据来源：Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取 A 股当中的隔膜相关公司，2019 年平均 PE 为 17 倍。但是可选公司当中，除了恩捷股份和沧州明珠之外，其他的公司隔膜只占主营业务的很少一部分，所以整体的 PE 被拉低。我们认为恩捷股份作为可比公司更具备估值上的可比性。而星源材质由于产能释放，公司经营持续改善，应该可以享受高于行业的估值溢价。我们给予公司 2019 年 30 倍 PE，目标价 35.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002812.SZ	恩捷股份	30.88	1.09	1.04	1.34	1.67	28.22	29.78	23.08	18.47
600525.SH	长园集团	5.95	0.08	0.49	0.66	0.50	70.58	12.21	9.05	11.90
002080.SZ	中材科技	9.30	0.72	0.80	0.96	1.13	12.85	11.65	9.67	8.21
002108.SZ	沧州明珠	3.46	0.21	0.20	0.22	0.20	16.47	17.21	15.88	17.30
300510.SZ	金冠电气	5.47	0.37	0.35	0.45	0.54	14.63	15.43	12.13	10.12
平均值							28.00	17.18	13.90	13.11

数据来源：Wind, 西南证券整理

5 风险提示

- 1) 政策风险：新能源汽车补贴大幅度退坡的风险。
- 2) 公司风险：产能投放不达预期的风险。
- 3) 汇率风险：汇率波动的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	583.49	737.04	1044.14	1228.40	净利润	202.66	247.77	315.90	379.71
营业成本	301.93	390.63	574.28	675.62	折旧与摊销	90.52	151.02	207.90	233.67
营业税金及附加	10.94	13.82	19.58	23.04	财务费用	11.55	-3.69	-1.04	6.14
销售费用	28.85	36.85	41.77	36.85	资产减值损失	11.39	10.00	10.00	10.00
管理费用	87.87	110.56	135.74	135.12	经营营运资本变动	-141.65	-130.16	-260.22	-156.27
财务费用	11.55	-3.69	-1.04	6.14	其他	65.21	-10.00	-10.00	-10.00
资产减值损失	11.39	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	239.67	264.95	262.54	463.27
投资收益	2.87	0.00	0.00	0.00	资本支出	-883.45	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-379.96	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1263.40	-200.00	-200.00	-200.00
营业利润	124.05	178.86	263.82	341.62	短期借款	-31.64	-418.23	0.00	0.00
其他非经营损益	124.87	124.87	124.87	124.87	长期借款	491.47	0.00	0.00	0.00
利润总额	248.92	303.74	388.70	466.50	股权融资	-3.06	800.00	0.00	0.00
所得税	46.26	55.96	72.80	86.78	支付股利	-57.60	-119.82	-146.49	-186.77
净利润	202.66	247.77	315.90	379.71	其他	286.21	-147.62	1.04	-6.14
少数股东损益	-19.49	-23.83	-30.38	-36.52	筹资活动现金流净额	685.38	114.32	-145.45	-192.92
归属母公司股东净利润	222.15	271.60	346.28	416.24	现金流量净额	-326.85	179.27	-82.91	70.35
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	419.36	598.63	515.72	586.07	成长能力				
应收和预付款项	420.04	530.88	752.75	885.58	销售收入增长率	11.92%	26.32%	41.67%	17.65%
存货	108.64	141.37	209.12	246.51	营业利润增长率	9.53%	44.19%	47.50%	29.49%
其他流动资产	131.02	165.50	234.46	275.84	净利润增长率	129.96%	22.26%	27.50%	20.20%
长期股权投资	7.81	7.81	7.81	7.81	EBITDA 增长率	12.42%	44.26%	44.29%	23.53%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1744.30	1801.73	1802.28	1777.06	毛利率	48.25%	47.00%	45.00%	45.00%
无形资产和开发支出	196.31	187.95	179.60	171.24	三费率	21.98%	19.50%	16.90%	14.50%
其他非流动资产	541.25	541.15	541.06	540.97	净利率	34.73%	33.62%	30.25%	30.91%
资产总计	3568.73	3975.02	4242.80	4491.08	ROE	13.16%	10.45%	12.44%	13.89%
短期借款	418.23	0.00	0.00	0.00	ROA	5.68%	6.23%	7.45%	8.45%
应付和预收款项	162.25	208.63	303.90	357.53	ROIC	6.94%	6.53%	8.80%	10.73%
长期借款	610.22	610.22	610.22	610.22	EBITDA/销售收入	38.75%	44.26%	45.08%	47.33%
其他负债	837.58	785.32	788.42	790.13	营运能力				
负债合计	2028.27	1604.18	1702.55	1757.88	总资产周转率	0.20	0.20	0.25	0.28
股本	192.00	230.40	230.40	230.40	固定资产周转率	0.71	0.62	0.64	0.71
资本公积	733.70	1495.30	1495.30	1495.30	应收账款周转率	2.17	1.94	2.04	1.88
留存收益	504.15	655.93	855.72	1085.18	存货周转率	3.61	3.06	3.23	2.93
归属母公司股东权益	1527.41	2381.63	2581.42	2810.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.97%	—	—	—
少数股东权益	13.05	-10.79	-41.17	-77.69	资本结构				
股东权益合计	1540.45	2370.85	2540.25	2733.19	资产负债率	56.83%	40.36%	40.13%	39.14%
负债和股东权益合计	3568.73	3975.02	4242.80	4491.08	带息债务/总负债	69.25%	61.49%	57.94%	56.11%
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	流动比率	1.69	6.67	5.46	5.40
EBITDA	226.11	326.19	470.67	581.44	速动比率	1.52	6.02	4.79	4.74
PE	28.17	23.04	18.07	15.03	股利支付率	25.93%	44.12%	42.30%	44.87%
PB	4.06	2.64	2.46	2.29	每股指标				
PS	10.72	8.49	5.99	5.09	每股收益	0.96	1.18	1.50	1.81
EV/EBITDA	25.27	18.72	13.15	10.52	每股净资产	6.69	10.29	11.03	11.86
股息率	0.92%	1.91%	2.34%	2.98%	每股经营现金	1.04	1.15	1.14	2.01
					每股股利	0.25	0.52	0.64	0.81

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
北京	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn