

业绩低于预期，海外项目预计 20 年中落地 买入（维持）

2020 年 03 月 04 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号：S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	583	600	996	1628
同比（%）	12%	3%	66%	63%
归母净利润（百万元）	222	135	165	286
同比（%）	108%	-39%	22%	73%
每股收益（元/股）	0.96	0.58	0.72	1.24
P/E（倍）	34.36	55.90	45.67	26.33

投资要点

- 19 年归母净利润 1.35 亿，同比-39.11%，偏业绩预告下限：公司 2019 年全年实现营收 6.0 亿元，同比增长 2.83%，归母净利润 1.35 亿元，同比减少 39.1%，偏业绩预告下限。非经常性损益约 0.87 亿，同比减少 18%，主要是政府补贴。对应扣非归母净利润约 0.48 亿，同比下降 54.3%。全年归母净利率为 22.55%，同比下降 15.53pct；扣非净利率 8.05%，同比减少 10.06pct。
- 出货低于预期，19Q4 环比下滑明显：分季度看，19Q4 单季度实现营收 0.85 亿元，同比下降 47.1%，环比下降 47.9%；归母净利润为-0.60 亿元，同比下降 238.76%，环比下降 352.5%；扣非归母利润为-0.61 亿元，同比下降 408.5%，环比降 98.4%。19Q4 单季度归母净利率-71.25%。
- 产能利用率偏低，及常州基地费用增加，公司 Q4 利润略低于预期：我们预计四季度公司隔膜出货 6000 万平左右，环比下降 25%；19 全年预计出货 3 亿平左右，同比增加 30+%，其中干法预计 2 亿平，湿法 1 亿平左右。LG 的干法订单因储能火灾影响，Q4 有所下降，同时国内市场需求较弱也影响公司常州基地放量。此外常州基地转固及调试也导致成本和费用增加影响利润。
- 已成功切入宁德时代供应，海外动力项目起量在即。公司目前已经进入宁德时代湿法供应链，预计 20Q1 末开始大批量供货，全年份额有望达到 30%+，20 年宁德时代全年隔膜需求预计 10 亿平左右，对应星源材质订单 3 亿平。另外公司海外项目主要有 LG 动力和储能多个项目、三星项目、松下、日产等，目前均认证顺利，预计 20 年二季度末部分项目进入供货阶段，20 年将是公司客户完成布局的重要时点。我们预计公司 20 年目标出货量有望达到 6-7 亿平，同比有望翻番。
- 常州优质产能释放，配套海内外项目同步放量。常州基地目前 2 条湿法线已经达产，4 条即将达产，还有 2 条年中将达产，合计母卷产能 8 亿平；同时 10 亿平涂覆产能同步配套。干法公司新增 8 条线，已达到试生产状态，合计可贡献 4 亿平产能。常州基地产线设计成本更低，订单稳定运行将进一步提升公司盈利能力。合肥基地方面，19H1 已经实现盈亏平衡，下半年因国内减产，产能利用率较低，全年预计亏损约 1000 万，20 年预计实现扭亏。
- 盈利预测与投资评级：预计公司 19-21 年归母净利润 1.35/1.65/2.86 亿，同比增长-39%/22%/73%，EPS 为 0.58/0.72/1.24 元/股，对应 PE 为 56x/46x/26x。给予 20 年 60 倍 PE，对应目标价 43 元，给予“买入”评级。
- 风险提示：销量低于预期，政策低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	33.00
一年最低/最高价	21.95/43.88
市净率(倍)	3.02
流通 A 股市值(百万元)	4826.14

基础数据

每股净资产(元)	10.93
资产负债率(%)	52.50
总股本(百万股)	231.45
流通 A 股(百万股)	146.25

相关研究

- 1、《星源材质（300568）三季报点评：常州开始转固，盈利下滑》2019-10-15
- 2、《星源材质（300568）中报点评：湿法隔膜开始放量，业绩略好于预期》2019-08-08
- 3、《星源材质（300568）：星源材质再获大单，国内客户逐一突破》2019-07-21

19 年归母净利润 1.35 亿，同比-39.11%，偏业绩预告下限：公司 2019 年全年实现营收 6.0 亿元，同比增长 2.83%，归母净利润 1.35 亿元，同比减少 39.1%，偏业绩预告下限。非经常性损益约 0.87 亿，同比减少 18%，主要是政府补贴。对应扣非归母净利润约 0.48 亿，同比下降 54.3%。全年归母净利率为 22.55%，同比下降 15.53pct；扣非净利率 8.05%，同比减少 10.06pct。

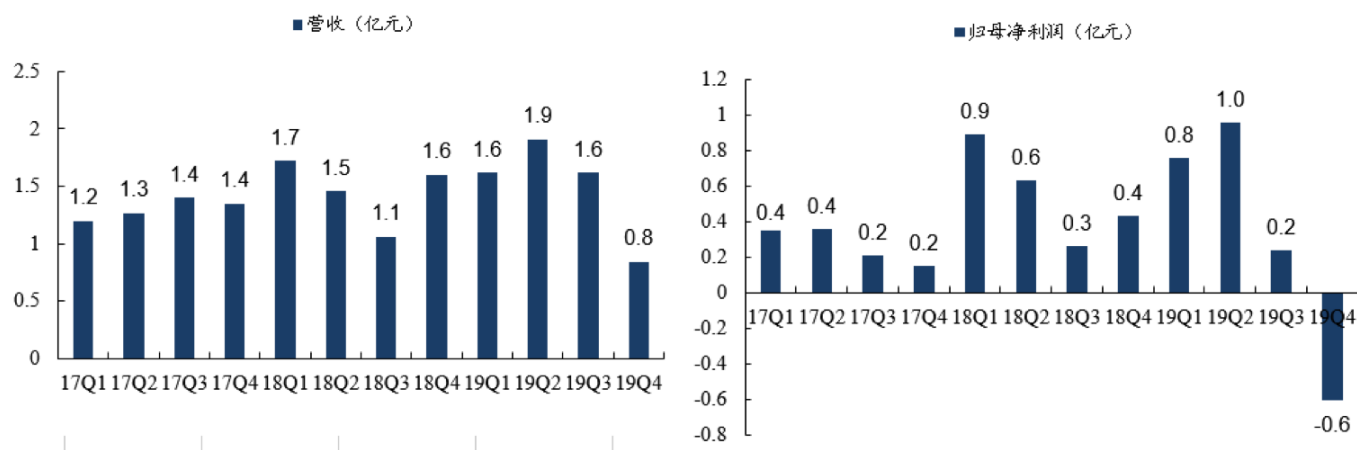
出货低于预期，19Q4 环比下滑明显：分季度看，19Q4 单季度实现营收 0.85 亿元，同比下降 47.1%，环比下降 47.9%；归母净利润为-0.60 亿元，同比下降 238.76%，环比下降 352.5%；扣非归母利润为-0.61 亿元，同比下降 408.5%，环比降 98.4%。19Q4 单季度归母净利率-71.25%。

图 1：星源材质季度经营情况

	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2	2018Q1
营业收入(百万)	84.6	162.5	191.0	161.8	160.1	105.8	145.9	171.7
-同比	-47.12%	53.61%	30.89%	-5.74%	18.93%	-24.49%	15.09%	43.24%
毛利率		38.58%	54.50%	49.60%	43.34%	39.90%	54.09%	53.02%
归母净利润(百万)	-60.3	23.9	95.5	76.2	43.5	25.8	63.4	89.4
-同比	-238.76%	-7.57%	50.61%	-14.81%	189.16%	23.96%	74.85%	158.13%
净利率	-71.25%	14.70%	50.00%	47.07%	27.15%	24.43%	43.45%	52.09%
扣非归母净利润(百万)	-60.8	18.68	53.25	37.11	19.69	1.70	37.86	46.37
-同比	-408.52%	995.90%	40.65%	-19.98%	49.72%	-92.08%	26.42%	42.66%
扣非归母净利率	-71.78%	11.49%	27.87%	22.93%	12.30%	1.61%	25.94%	27.01%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：新源材质季度收入、利润情况（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

产能利用率偏低，及常州基地费用增加，公司 Q4 利润略低于预期：我们预计四季度公司隔膜出货 6000 万平左右，环比下降 25%；19 全年预计出货 3 亿平左右，同比增加 30+%，其中干法预计 2 亿平，湿法 1 平左右。LG 的干法订单因储能火灾影响，Q4 有所下降，同时国内市场需求较弱也影响公司常州基地放量。此外常州基地转固及调试也

导致成本和费用增加影响利润。

图 3：2019 年隔膜行业格局（GGII 口径，单位：万平）

	干法			湿法			2019年合计			2018年全年	
	产量	同比	占比	产量	同比	占比	总产量	同比增速	占比	总产量	占比
上海恩捷	0		0	86,000	47%	43%	86,000	47%	31%	58,500	29%
星源材质	21000	32%	28%	15500	244%	8%	36,500	79%	13%	20,400	10%
苏州捷力	0		0	24,000	60%	12%	24,000	60%	9%	15,000	7%
中材中锂	0		0	22000	120%	11%	22,000	120%	8%	10,000	5%
沧州明珠	16,500	83%	22%	0		0%	16,500	83%	6%	9,000	4%
河北金力	7000	-0.2	0.09327	7500	16%	4%	14,500	-5%	5%	15,200	7%
惠强能源	0		0%	12500	0.38889	6%	12,500	39%	5%	9,000	4%
中科科技	8800	-23%	12%	0		0%	8,800	-23%	3%	11,500	6%
中兴新材	7,000	13%	9%	1450	45%	1%	8,450	17%	3%	7,200	4%
辽源鸿图	950	-0.5957	0.01266	6750	41%	3%	7,700	8%	3%	7,150	4%
重庆纽米	0		0%	5,900	7%	3%	5,900	7%	2%	5,500	3%
金辉高科	0		0	3250	-26%	2%	3,250	-26%	1%	4,400	2%
旭成科技	2,500		3%	0		0%	2,500		1%		0%
东航光电	2400	-0.1273	0.03198	0		0%	2400	-13%	1%	2,750	1%
其他	8,900		12%	14,150		7%	23,050		8%	27,560	14%
总量	75,050	6%	100%	199,000	50%	100%	274,050	35%	100%	203,160	100%
前五大厂商	60,300		80%	160,000		80%	185,000		68%	120,600	59%

数据来源：GGII，东吴证券研究所

已成功切入宁德时代供应，海外动力项目起量在即。公司目前已经进入宁德时代湿法供应链，预计 20Q1 末开始大批量供货，全年份额有望达到 30%+，20 年宁德时代全年隔膜需求预计 10 亿平左右，对应星源材质订单 3 亿平。另外公司海外项目主要有 LG 动力和储能多个项目、三星项目、松下、日产等，目前均认证顺利，预计 20 年二季度末部分项目进入供货阶段，20 年将是公司客户完成布局的重要时点。我们预计公司 20 年目标出货量有望达到 6-7 亿平，同比有望翻番。

常州优质产能释放，配套海内外项目同步放量。常州基地目前 2 条湿法线已经达产，4 条即将达产，还有 2 条年中将达产，合计母卷产能 8 亿平；同时 10 亿平涂覆产能同步配套。干法公司新增 8 条线，已达到试生产状态，合计可贡献 4 亿平产能。常州基地产线设计成本更低，订单稳定运行将进一步提升公司盈利能力。合肥基地方面，19H1 已经实现盈亏平衡，下半年因国内减产，产能利用率较低，全年预计亏损约 1000 万，20 年预计实现扭亏。

盈利预测与投资建议：预计公司 19-21 年归母净利润 1.35/1.65/2.86 亿，同比增长-39%/22%/73%，EPS 为 0.58/0.72/1.24 元/股，对应 PE 为 56x/46x/26x。给予 20 年 60 倍 PE，对应目标价 43 元，给予“买入”评级。

风险提示：销量低于预期，政策低于预期

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	979	834	1,279	营业收入	583	600	996	1,628
现金	419	377	50	81	减: 营业成本	302	377	608	984
应收账款	336	257	381	629	营业税金及附加	11	11	18	29
存货	109	124	133	216	销售费用	29	27	41	67
其他流动资产	196	199	241	312	管理费用	126	126	169	228
非流动资产	19,972	24,880	30,670	36,027	财务费用	12	10	8	17
长期股权投资	8	8	8	8	资产减值损失	11	-8	6	11
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	76	172	318
资产总计	3,569	3,989	4,147	4,932	加: 营业外净收支	125	86	26	26
流动负债	639	198	611	1,184	利润总额	249	162	198	344
短期借款	472	0	292	669	减: 所得税费用	46	26	32	55
应付账款	90	112	181	293	少数股东损益	-19	1	2	3
其他流动负债	639	198	611	1,184	归属母公司净利润	222	135	165	286
非流动负债	472	0	292	669	EBITDA	226	165	278	445
长期借款	90	112	181	293	EPS (元)	0.96	0.58	0.72	1.24
其他非流动负债	78	86	138	222	重要财务与估值指标				
负债合计	1,389	1,389	1,013	1,013		2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	610	610	610	610	每股收益 (元)	0.96	0.58	0.72	1.24
归属母公司股东权益	1,527	2,387	2,508	2,716	每股净资产 (元)	7.96	10.36	10.88	11.79
负债和股东权益	3,569	3,989	4,147	4,932	发行在外股份 (百万股)	192	231	231	231
					ROIC (%)	4.2%	2.4%	4.4%	7.0%
					ROE (%)	14.6%	5.6%	6.6%	10.5%
					毛利率 (%)	48.3%	37.2%	39.0%	39.5%
					销售净利率 (%)	34.8%	22.7%	16.7%	17.8%
					资产负债率 (%)	56.8%	39.8%	39.1%	44.5%
					收入增长率 (%)	12%	3%	66%	63%
					净利润增长率 (%)	108%	-39%	22%	73%
					P/E	34.36	55.90	45.67	26.33
					P/B	5.00	3.17	3.02	2.79
					EV/EBITDA	40	55	33	20

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>