

# 干法隔膜龙头，湿法赛道加速追赶

## ——星源材质首次覆盖报告

首次覆盖报告

开文明(分析师)

021-68865582

kaiwenming@xsdzq.cn

证书编号: S0280517100002

赵勇臻(分析师)

zhaoyongzhen@xsdzq.cn

证书编号: S0280520030001

### ● 星源材质: 干法隔膜龙头, 湿法隔膜处于第二梯队

星源材质是干法隔膜龙头, 2019 年干法市占率约 28%, 湿法隔膜在加速追赶中, 2019 年湿法市占率约 8%, 处于第二梯队。受累于行业景气低, 2019 年是公司业绩低点, 收入 6.0 亿元, 同比+3%, 归母净利润 1.4 亿元, 同比-39%, 随着干法下游需求增加以及公司湿法达产, 预计公司业绩将出现加速提升。

### ● 行业分析: 2025 年预计干法空间 53 亿元, 湿法 557 亿元, 电池厂二供+隔膜厂达产逻辑下, 湿法第二梯队份额有望提升

隔膜按照工艺主要分为干法和湿法两类。从需求来看, 干法隔膜下游主要是 3C、储能、LFP 动力电池, 湿法隔膜下游主要是三元动力电池。

两种隔膜未来市场增速都很快。2019 年干法隔膜市场 15 亿元, 湿法 114 亿元, 均将快速增长, 我们预计 2025 年干法隔膜市场 53 亿元, 湿法 557 亿元。两种隔膜竞争格局上, 干法龙头稳定, 湿法第二梯队加速。干法隔膜星源材质市占率保持稳定, 2019 年为 28%, 湿法隔膜恩捷股份(苏州捷力)由于达产快速放量, 良品率和规模效应提升, 成本快速降低, 因此上升很快, 2019 年市占率 55% (其中捷力 12%), 但随着电池厂未来选择二供多供意愿强烈, 预计星源股份、湖南中锂等第二梯队快速放量, 未来市占率有望快速提升。

### ● 公司推荐逻辑: 干法受益于下游需求拉动, 湿法达产拐点业绩向上

干法龙头优势显著, 未来将受益下游储能和 LFP 动力电池需求拉动。从 2017 到 2019 年, 由于政策引导高能量密度, 下游需求增量主要在三元动力电池, 但从 2020 年起, 随着行业市场化加深, 更具性价比的 LFP 动力电池有望快速增长, 拉动干法隔膜起量, 同时储能领域的起量也将带动干法需求。2019 年公司干法销量 2 亿平米, 预计 2020 年将达到 3.5 亿平米。

湿法领域达产放量, 电池厂选择二供意愿增强将提升公司份额。湿法隔膜的核心壁垒在于“工艺积淀”, 公司从 2016 年起在湿法领域持续投入和积累, 目前良率和成本已达到行业领先水平, 公司一方面加速产能建设, 另一方面加速向电池企业供货。从产能来看, 2019 年底湿法隔膜产能分别为 5.4 亿平米, 预计 2021 年底分别为 9.4 亿平米。从电池客户来看, 公司已经开始给龙头企业进行供货。2019 年公司湿法销量 1.5 亿平米, 预计 2020 年将达到 3.5 亿平米。

### ● 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 6.0/11.2/21.4 亿元, 归母净利润分别为 1.4/2.4/5.1 亿元, EPS 为 0.58/1.04/2.20 元/股, 当前最新股价对应 PE 估值为 49/27/13 倍。出于谨慎性考虑, 给予 2021 年估值水平(PE)为 16-18 倍, 对应股价 35.20-39.60 元/股。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

### ● 风险提示: 下游销量需求不及预期风险、公司产能达产不及预期风险、公司产品质量风险、新冠疫情等原因造成的系统性风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	521	583	600	1,120	2,140
增长率(%)	3.1	11.9	2.8	86.7	91.1
净利润(百万元)	107	222	135	240	508
增长率(%)	-31.3	108.0	-39.1	77.5	111.6
毛利率(%)	50.7	48.3	42.8	46.9	50.0
净利率(%)	20.5	38.1	22.6	21.4	23.8
ROE(%)	6.9	13.2	8.3	13.1	22.2
EPS(摊薄/元)	0.46	0.96	0.58	1.04	2.20
P/E(倍)	61.7	29.6	48.6	27.4	13.0
P/B(倍)	5.2	4.6	4.3	3.8	3.0

### 强烈推荐(首次评级)

#### 市场数据

时间 2020.03.16

收盘价(元):	28.45
一年最低/最高(元):	21.95/43.88
总股本(亿股):	2.31
总市值(亿元):	65.85
流通股本(亿股):	1.46
流通市值(亿元):	41.61
近 3 月换手率:	400.49%

#### 股价一年走势



#### 收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-19.62	15.68	-5.33
绝对	-26.14	9.17	-5.79

#### 相关报告

## 投资要件

### 盈利预测、估值与目标价、评级

1) 给出盈利预测：我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 6.0、11.2、21.4 亿元，增速分别为 2.8%、86.7%、91.1%，归母净利润分别为 1.4、2.4、5.1 亿元，增速分别为 -39.1%、77.5%、111.6%；

2) 估值指标：预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.58、1.04、2.20 元/股，当前最新股价对应 PE 估值为 49、27、13 倍，出于谨慎性考虑，给予 2021 年估值水平(PE)为 16-18 倍；

3) 目标价格：35.20-39.60 元/股；

4) 投资评级：首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

### 关键假设

#### 收入成本预测：

干法隔膜：随着铁锂电池回潮、3C 市场发展、储能市场起量，公司作为干法龙头销量预计稳步提升，售价和成本稳步下降，毛利率稳中有升。

湿法隔膜：随着公司在 CATL 供货量提升，进入 LG 湿法供应体系加速出货，以及其他公司的合作进一步加深，预计公司湿法隔膜快速放量，售价和成本进一步下降，毛利率稳中有升。

费用预测：预计规模扩大后，费用率逐年降低。

### 我们与市场的观点的差异

1) 从干法隔膜来看，市场普遍认为未来增长动能不大，但我们认为，随着 3C、磷酸铁锂电池的回潮、储能的起量，干法仍将保持快速增长，星源作为干法龙头，未来很可能快速增长。

2) 从湿法隔膜来看，市场普遍认为二线湿法隔膜厂商市占率提升难度较高，但我们认为，随着行业空间持续扩张、电池厂二供甚至多供的意向强烈、二线湿法隔膜厂商的良率提升成本下降，在干法积累深厚的星源随时都有快速增长的可能；

### 股价上涨的催化因素

- 1) 3C、磷酸铁锂动力电池、储能电池市场带来的干法市场起量；
- 2) 公司在主要客户湿法隔膜供货加速（如 CATL、LG 等）；
- 3) 电池技术变革导致的隔膜需求增加。

### 投资风险

下游销量需求不及预期风险、公司产能达产不及预期风险、公司产品质量风险、新冠疫情等原因造成的系统性风险。

## 目 录

1、 公司概况——干法隔膜龙头，湿法隔膜处于第二梯队.....	4
2、 行业分析——2025年预计干法空间53亿元，湿法557亿元，电池厂二供+隔膜厂达产逻辑下，湿法第二梯队份额有望提升.....	5
2.1、 行业介绍：隔膜行业受3C、储能、电动车驱动，主要分为干法和湿法两类 .....	5
2.2、 行业空间：2025年干法隔膜空间53亿元，湿法隔膜557亿元.....	8
2.3、 竞争格局：干法龙头稳固，湿法二梯队加速追赶.....	9
3、 公司推荐逻辑——干法受益于下游需求拉动，湿法达产拐点业绩向上.....	12
4、 关键假设和盈利预测.....	13
5、 估值水平与投资评级：谨慎给予2021年16-18倍估值，首次覆盖给予“强烈推荐”评级 .....	15
5.1、 相对估值：谨慎给予2021年16-18倍估值，对应股价35.20-39.60元/股，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。 .....	15
5.2、 股价驱动因素：长期销量、技术，短期达产、供应链、订单.....	15
6、 风险分析 .....	15
附：财务预测摘要.....	16

## 图表目录

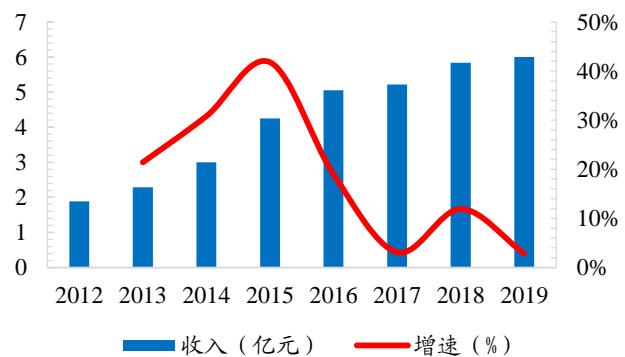
图 1： 公司营收及增速 .....	4
图 2： 公司归母净利润及增速 .....	4
图 3： 公司近年毛利率保持高位（%） .....	4
图 4： 公司近年归母净利率保持高位（%） .....	4
图 5： 公司近年ROE（%） .....	5
图 6： 公司 2018 年销售结构 .....	5
图 7： 2019 年干法隔膜市场份额（%） .....	5
图 8： 2019 年湿法隔膜市场份额（%） .....	5
图 9： 隔膜产业链示意图 .....	6
图 10： 干法隔膜工艺流程 .....	6
图 11： 湿法隔膜工艺流程 .....	7
图 12： 隔膜出货量和湿法占比 .....	10
图 13： 隔膜价格走势（元/平米） .....	10
图 14： 恩捷股份基膜成本构成（%） .....	11
图 15： 恩捷股份涂覆成本构成（%） .....	11
 表 1： 干法工艺和湿法工艺产品性能对比 .....	7
表 2： 隔膜厂商设备情况 .....	8
表 3： 全球隔膜市场空间测算 .....	9
表 4： 干法隔膜市场市占率（%） .....	9
表 5： 湿法隔膜市场市占率（%） .....	11
表 6： 公司订单情况 .....	12
表 7： 星源材质产能规划（单位：亿平米） .....	13
表 8： 收入成本拆分 .....	14
表 9： 费用拆分 .....	14

## 1、公司概况——干法隔膜龙头，湿法隔膜处于第二梯队

星源材质是一家以锂电池隔膜材料的制造和销售为主业的上市公司。总部位于深圳，成立于2003年，于2016年上市。目前是国内干法隔膜龙头，湿法隔膜正在大力扩产建设中。

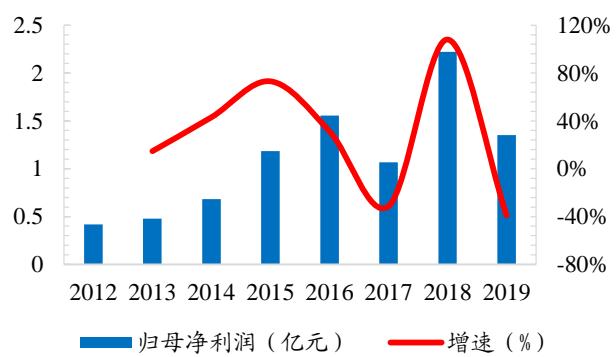
从财务指标看，2019年公司营业收入6.0亿元，净利润1.4亿元，净利率23%，毛利率48%（2018年）。ROE为16%（2018年）。从产品结构来看，2018年营收中98%为隔膜产品，我们估算干法隔膜占营收73%，湿法隔膜占营收25%。

图1：公司营收及增速



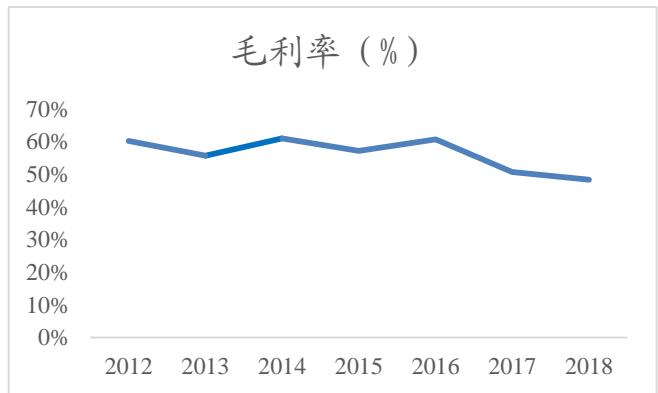
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2：公司归母净利润及增速



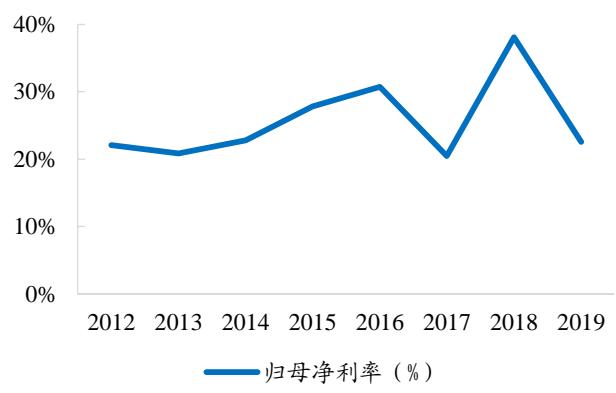
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3：公司近年毛利率保持高位（%）



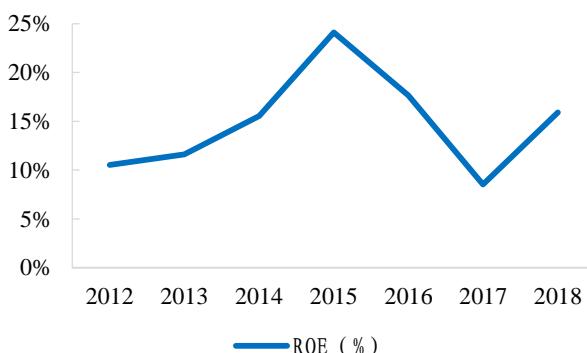
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4：公司近年归母净利率保持高位（%）



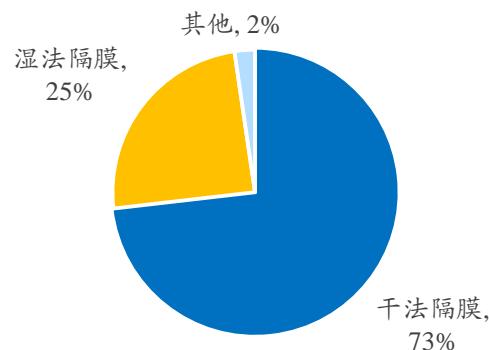
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5：公司近年 ROE (%)



资料来源：Wind, 新时代证券研究所

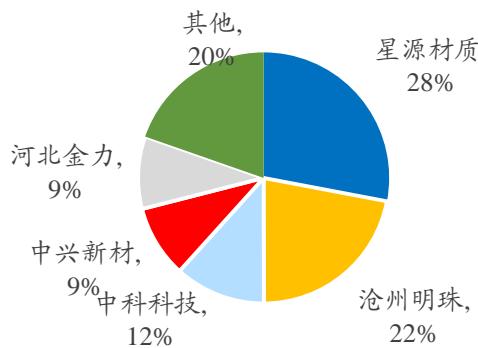
图6：公司 2018 年销售结构



资料来源：Wind, 新时代证券研究所

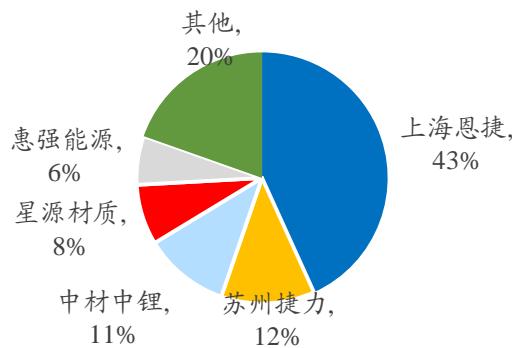
公司是干法隔膜龙头，湿法隔膜正在加速成长中。据GGII数据，2019年公司干法隔膜出货量约2.1亿平米，市占率约28%，占比第一，湿法隔膜出货量约1.6亿平米，市占率约8%，处于第二梯队，第一名上海恩捷(苏州捷力)合计55%，公司湿法隔膜正在加速出货，预计未来份额将持续提升。

图7：2019 年干法隔膜市场份额 (%)



资料来源：GGII, 新时代证券研究所

图8：2019 年湿法隔膜市场份额 (%)



资料来源：GGII, 新时代证券研究所

## 2、行业分析——2025年预计干法空间53亿元，湿法557亿元，电池厂二供+隔膜厂达产逻辑下，湿法第二梯队份额有望提升

### 2.1、行业介绍：隔膜行业受3C、储能、电动车驱动，主要分为干法和湿法两类

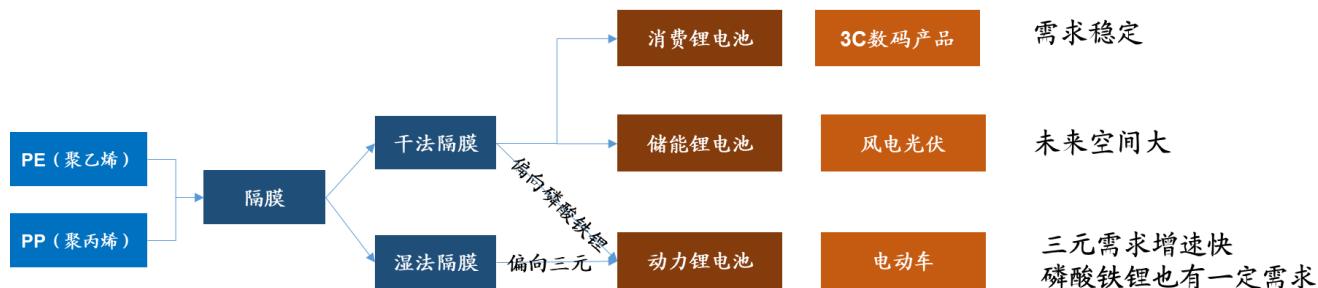
公司所在的行业为锂离子电池隔膜行业。隔膜的作用是隔离正负极防止短路，同时有微孔使得锂离子通过。

隔膜的原材料为PE（聚乙烯）或PP（聚丙烯）等烯烃化工原材料。

隔膜大致按照工艺分为干法隔膜（一般仅基膜）和湿法隔膜（一般是基膜+涂覆），干法成本低性能适中，主要用在消费锂电池、储能锂电池上以及磷酸铁锂动力电池上，湿法成本高一些同时性能更好，主要用在三元动力电池上。

下游需求中，消费锂电池主要是3C数码产品，目前需求比较稳定，储能电池主要是光伏风电等，未来空间大，动力电池主要用在电动车上，目前三元锂电池需求增速快，但未来磷酸铁锂电池因为成本优势预计也有一定需求。

图9：隔膜产业链示意图

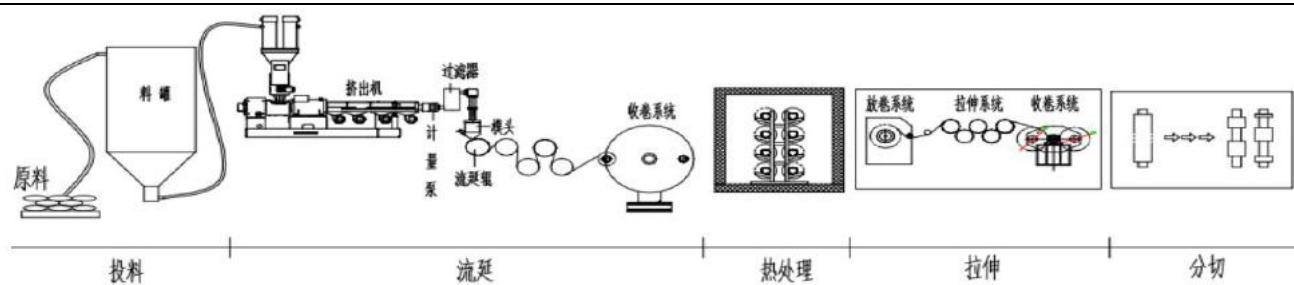


资料来源：新时代证券研究所

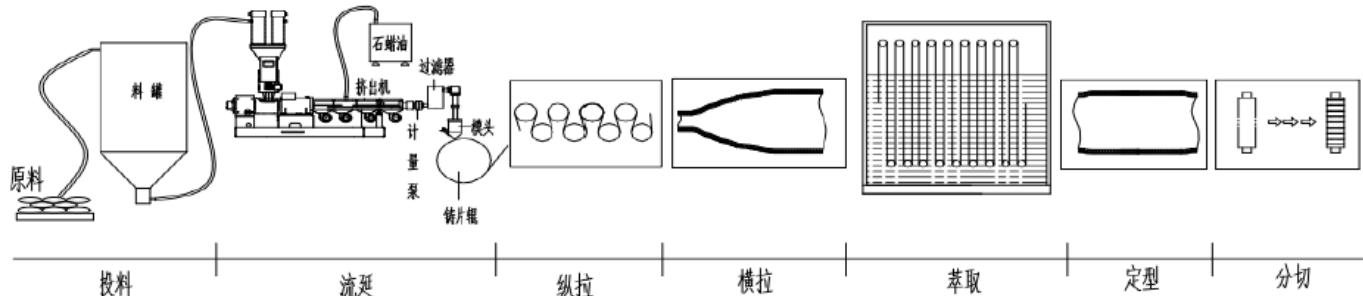
目前隔膜行业主要是干法和湿法之争，下面我们从制造、性能和成本的角度对这两种工艺进行分析。

从制造环节来看，两种方式的主要区别在于成孔方式。干法工艺通过拉伸，而湿法通过溶剂萃取和相分离成孔。简单来说，干法在低温下拉伸形成微缺陷，然后在高温下使缺陷拉开形成微孔；湿法先将其他物质与聚烯烃加热融合，再降温进行相分离得到有缺陷的膜片，再加热，同时使用物理和萃取的方式形成微孔。

图10：干法隔膜工艺流程



资料来源：GGII，新时代证券研究所

**图11：湿法隔膜工艺流程**

资料来源：GGII，新时代证券研究所

从性能上看，包括一致性、稳定性和安全性。

一致性上湿法工艺整体好于干法，因为厚度更薄，可以减轻电池体积，孔径更小更均匀，对电解液浸润性也越高，因此更加适合追求高能量密度的三元电池。

而稳定性和安全性上，干法和湿法各有优劣，可以从力学和热学两方面来看。

力学性能稳定性上湿法好于干法，因此安全性也是湿法好于干法，简单理解，“湿法更不怕撞和穿刺”；

热学性能稳定性上干法好于湿法，因此安全性也是干法好于湿法，简单理解，“干法更不怕热失控”。

因此综上来看，湿法工艺因为更薄且孔隙更小更均匀而受到追求高能量密度的三元电池的青睐，但其“热学稳定性和安全性”是其最主要的短板，所以湿法隔膜一般在基膜制好后，会对其进行涂覆胶黏剂，如陶瓷氧化铝、PVDF、芳纶等，以弥补其“热学稳定性和安全性”的短板。

**表1：干法工艺和湿法工艺产品性能对比**

性质	参数	干法工艺	湿法工艺	对比	结论
一致性	厚度	12-30 $\mu\text{m}$	5-30 微米	湿法厚度更薄	一致性上，湿法优于干法
	孔径分布	0.01-0.3 $\mu\text{m}$	0.01-0.1 $\mu\text{m}$	湿法孔径更小更均匀	
	孔隙率	30%-40%	35%-45%	湿法孔隙率更高	
稳定性	横向拉伸强度/Mpa	<100	130-150	湿法横向拉伸强度更高	稳定性上，湿法力学性能好于干法，干法热学性能好于湿法
	纵向拉伸强度/Mpa	130-160	140-160	湿法纵向拉伸强度略高	
	横向热收缩率/120 度	<1%	<6%	干法横向热收缩性更好	
安全性	纵向热收缩率/120 度	<3%	<3%	干法纵向热收缩性更好	安全性上，湿法碰撞性能好于干法，干法热失控上好于湿法
	穿刺强度/gf	200-400	300-550	湿法穿刺强度更好	
	闭孔温度/°C	145	130	干法闭孔温度更高	
	熔断温度/°C	170	150	干法熔断温度更高	

资料来源：GGII，新时代证券研究所

最后从影响成本的角度来看两种工艺，从材料上看，制作湿法基膜的溶剂和萃取剂、以及湿法基膜成膜后的涂覆材料，这两种材料是湿法高于干法的“硬成本”，主要与原材料的价格有关，随着产能利用率、良率的提高而摊薄，从投资上看，最重要的就是两种工艺的设备了。

目前国内厂商的工艺实现方式主要是“参数自己探索+设备采购国外”，国内厂商经过自己研发探索，在工艺参数上有自己的一套体系，然而参数的实现需要基于高度的稳定性和精度，国内设备厂商普遍无法达到要求，因此设备主要来自采购国外厂商。

目前设备采购价格湿法略高于干法，未来设备价格大幅下降空间有限，如果国内厂商设备国产替代可大幅降低成本，但预计短期实现概率不大。

**表2：隔膜厂商设备情况**

公司	类型	设备供应商	单线产能（平米）	设备成本
星源材质	湿法/干法	德国布鲁克纳	5000 万	1.2 亿
纽米科技	湿法/干法	日本制钢所	5000 万	-
恩捷股份	湿法	日本制钢所	7000 万	1.7 亿
苏州捷力	湿法	日本制钢所	5000 万	-
中材科技	湿法	法国 ESSOP	6000 万	-
湖南中锂	湿法	日本东芝	4000 万	-
鸿图隔膜	湿法	韩国	3000 万	-

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 2.2、行业空间：2025 年干法隔膜空间 53 亿元，湿法隔膜 557 亿元

隔膜的需求可以分为三块，3C 市场、储能市场、电动车市场，假设 3C 市场、储能市场、铁锂电池是干法隔膜的需求来源，三元电动车是湿法隔膜的需求来源。

3C 市场需求用全球智能手机出货量表示，假设未来稳步增长，储能市场需求用装机量表示，假设未来快速增长，电动车用需求用销量表示，铁锂和三元电动车都保持快速增长。

2019 年干法隔膜出货量 13.4 亿平米，湿法隔膜出货量 37.9 亿平米，合计 51.3 亿平米。预计 2025 年干法隔膜出货量 68.0 亿平米，湿法隔膜出货量 278.6 亿平米，合计 346.7 亿平米。

2019 年干法隔膜空间 15 亿元，湿法隔膜空间 114 亿元，合计 128 亿元。预计 2025 年干法隔膜空间 53 亿元，湿法隔膜空间 557 亿元，合计 610 亿元，分别是 2019 年的 3.6 倍、4.9 倍、4.8 倍。（注：市场空间数据精确到 1 亿元）

**表3：全球隔膜市场空间测算**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2025E/2019
需求	3C ( 百万部 )	1395	1371	1440	1512	1587	1666	1750	1837
	储能装机量 ( GWh )	1.08	1.89	4	7	13	25	47	47.0
	电动车-铁锂 ( 万辆 )	88	67	133	190	254	330	412	480
需求增速	电动车-三元 ( 万辆 )	123	152	247	370	516	700	918	1120
	3C ( % )	-5%	-2%	5%	5%	5%	5%	5%	-2.9
	储能 ( % )	173%	74%	90%	90%	90%	90%	90%	1.2
出货量	电动车-铁锂 ( % )	8%	-23%	98%	43%	33%	30%	25%	-0.7
	电动车-三元 ( % )	117%	24%	62%	50%	40%	36%	31%	0.9
	干法-3C ( 亿平米 )	6.5	8.1	8.5	8.9	9.4	9.8	10.3	1.3
价格	干法-储能 ( 亿平米 )	0.4	0.5	0.9	1.8	3.4	6.4	12.1	47.0
	干法-铁锂 ( 亿平米 )	7.9	4.8	9.5	13.6	18.1	23.5	29.4	7.1
	干法合计 ( 亿平米 )	<b>14.8</b>	<b>13.4</b>	<b>18.9</b>	<b>24.2</b>	<b>30.8</b>	<b>39.7</b>	<b>51.8</b>	<b>68.0</b>
空间	湿法合计 ( 亿平米 )	<b>32.8</b>	<b>37.9</b>	<b>61.5</b>	<b>92.0</b>	<b>128.4</b>	<b>174.3</b>	<b>228.3</b>	<b>278.6</b>
	合计 ( 亿平米 )	<b>47.5</b>	<b>51.3</b>	<b>80.3</b>	<b>116.2</b>	<b>159.2</b>	<b>213.9</b>	<b>280.1</b>	<b>346.7</b>
	干法 ( 元 / 平米 )	1.5	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
空间	湿法 ( 元 / 平米 )	4.5	3.0	2.8	2.6	2.4	2.2	2.1	2.0
	干法-3C ( 亿元 )	10	9	8	8	8	8	8	1.0
	干法-储能 ( 亿元 )	1	1	1	2	3	5	10	33.4
空间	干法-铁锂 ( 亿元 )	12	5	9	13	16	20	23	5.1
	干法合计 ( 亿元 )	<b>22</b>	<b>15</b>	<b>19</b>	<b>23</b>	<b>28</b>	<b>34</b>	<b>41</b>	<b>53</b>
	湿法合计 ( 亿元 )	<b>147</b>	<b>114</b>	<b>172</b>	<b>239</b>	<b>308</b>	<b>383</b>	<b>479</b>	<b>557</b>
空间	合计 ( 亿元 )	<b>170</b>	<b>129</b>	<b>191</b>	<b>262</b>	<b>336</b>	<b>417</b>	<b>521</b>	<b>610</b>
									<b>4.8</b>

资料来源：IDC, CNESA, GGII, 新时代证券研究所

### 2.3、竞争格局：干法龙头稳固，湿法二梯队加速追赶

先看干法竞争格局，据GGII数据，2016年公司干法隔膜市占率20%，2019年市占率提升至28%。干法隔膜近几年市场空间比较稳定，公司干法隔膜市占率持续提升，反映了公司深厚的技术积淀以及高度的市场认可度。

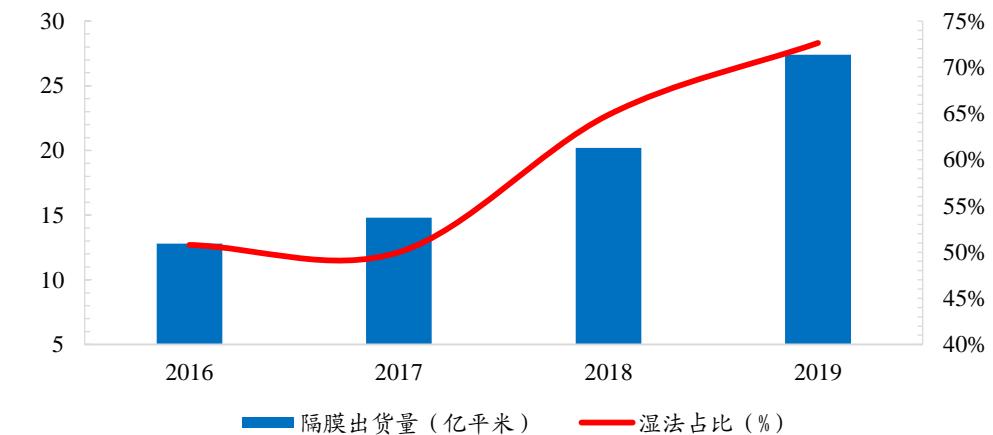
**表4：干法隔膜市场市占率（%）**

	2016	2017	2018	2019
星源材质	20%	20%	23%	28%
沧州明珠	10%	12%	12%	22%
中科科技	13%	9%	9%	12%
中兴新材	-	-	16%	9%
东航光电	3%	3%	4%	3%
重庆纽米	1%	4%	3%	-
河南义腾	10%	9%	3%	-

资料来源：GGII, 新时代证券研究所

再看湿法隔膜，近几年行业格局的主要变化在于湿法隔膜市场快速扩张。首先从出货占比来看，湿法的出货量在加速，主要是配备在三元电池上，据GGII数据，2019年湿法隔膜出货量占比73%，三元电池占总装机量71%。

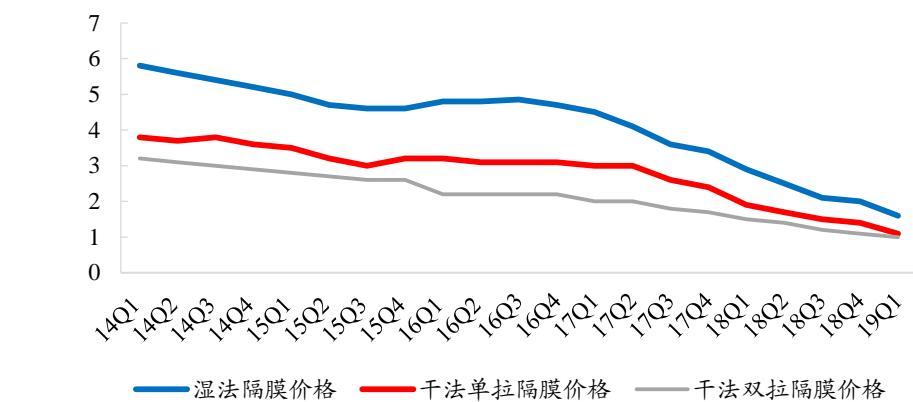
图12：隔膜出货量和湿法占比



资料来源：GGII，新时代证券研究所

其次从价格上来看，一开始湿法隔膜价格较高，但随着持续放量带来成本下降，目前湿法隔膜价格相比之前已非常接近干法隔膜的价格。

图13：隔膜价格走势（元/平米）



资料来源：真锂研究，新时代证券研究所

为什么会这样？最重要的原因是，过去几年由于补贴政策的指引，动力电池一直在追求更高的能量密度，而湿法相比干法最大的优势在于微孔膜更小更均匀，并且更薄，因此更加适合追求高能量密度的三元电池。

湿法隔膜在未来较长一段时间相比干法隔膜仍将保持性能优势，出货量预计仍将保持高速增长，那么成本是否会继续下降？下降的空间有多大？因为湿法出货量主体主要是恩捷，因此，我们以恩捷为例分析进行分析。

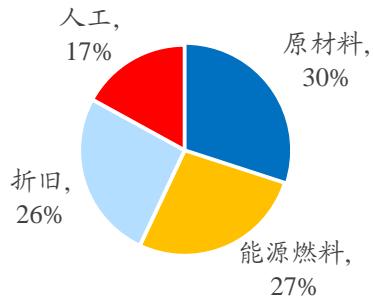
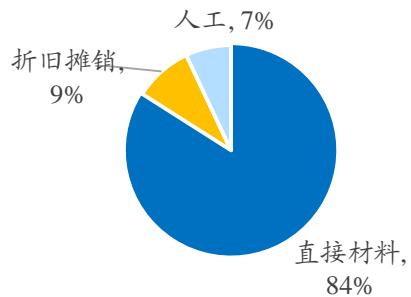
**表5：湿法隔膜市场市占率（%）**

	2016	2017	2018	2019
上海恩捷	20%	26%	36%	43%
苏州捷力	13%	21%	11%	12%
长园中锂		17%	8%	11%
星源材质	5%	2%	3%	8%
辽源鸿图	4%	2%	4%	3%
重庆纽米	10%	6%	4%	3%
金辉高科	12%	6%	3%	2%
沧州明珠	3%	6%	5%	0%

资料来源：GGII，新时代证券研究所

我们来看隔膜成本的比例，上海恩捷2017年湿法基膜的成本构成是原材料(30%)、能源(27%)、折旧(26%)、人工(17%)，折旧占比过高，而涂覆成本直接材料(84%)、能源折旧(9%)、直接人工(7%)，直接材料占据绝大部分成本。

从成本分拆来看，涂覆膜主要成本是直接材料，符合大多数普通材料成本的特征，未来成本下降主要靠规模效应和上游原材料价格下降。而基膜成本中折旧占比过高，反映了外购设备价格过高，未来成本下降除了依靠良率提升和规模效应，如果设备国产替代，预计会使成本有较大幅度下降。

**图14：恩捷股份基膜成本构成（%）****图15：恩捷股份涂覆成本构成（%）**

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

目前湿法隔膜行业除了恩捷股份(苏州捷力)达产快速放量外，星源材质、湖南中锂等公司也在积极推进中。未来一方面由于电池厂寻求二供甚至多供意愿强烈，另一方面预计二线隔膜厂商的良率品质提升成本下降，预计二线隔膜厂商份额大概率将会提升。

### 3、公司推荐逻辑——干法受益于下游需求拉动，湿法达产拐点业绩向上

#### 良率：

公司常州工厂的部分湿法产线良率目前已经提升至行业领先水平，已具备向客户大规模供货的能力。

#### 成本降低：

达产后，公司干法隔膜成本和湿法隔膜成本将继续下降。下降的来源是产能利用率提升、收得率提升、规模效应带来的综合成本下降。

#### 公司订单：

从销量来看，2019年公司隔膜销量约3.5亿平米（干法:湿法为2:1.5），预计2020年公司隔膜销量约7亿平米（干法:湿法为1:1）。

目前公司对CATL已开始进行湿法供货，预计2020年将加速，同时公司对LG湿法正在加速认证中，通过后预计将给公司带来更大的湿法增量，对于国内外其他电池厂的认证供货也在加速。

**表6：公司订单情况**

2019年	订单	备注	2020年	订单	备注
客户1	1亿平米	基本是干法	客户A	2亿平米	主要是干法
客户2	0.5亿平米	主要湿法	客户B	2亿平米	主要是湿法
其他客户	2亿平米	干法湿法对半	其他客户	3亿平米	干法湿法对半
总计	3.5亿平米	干法湿法 2:1.5	总计	7亿平米	干法湿法 1: 1

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

#### 公司产能扩充：

公司三大生产基地，包括深圳、合肥、常州，深圳的产线相对较旧，主要是干法产能，合肥产线主要是湿法产能，目前已经投入使用，常州的产能最新，主要是湿法，目前正在加速建设。

从干法基膜来看，现有产能完全达产后，共有6亿平米的干法基膜；从湿法基膜来看，现有产能完全达产后，共有9.4亿平米的湿法基膜，其中常州工厂8亿平米，将是贡献湿法基膜的主力；从涂覆膜来看，每个基地都有配套的涂覆膜产线，共计11.4亿平米产能。

从现有产能规划来看，满足公司2021年的产能需求，未来公司拿到订单后，将进一步扩大产能巩固竞争优势。

表7：星源材质产能规划（单位：亿平米）

	基地	2018	2019E	2020E	2021E
干法基膜	深圳	2.0	2.0	2.0	2.0
	常州		2.0	4.0	4.0
	合计	<b>2.0</b>	<b>4.0</b>	<b>6.0</b>	<b>6.0</b>
湿法基膜	深圳	0.4	0.4	0.4	0.4
	合肥	0.8	1.0	1.0	1.0
	常州		4.0	6.0	8.0
涂覆膜	合计	<b>1.2</b>	<b>5.4</b>	<b>7.4</b>	<b>9.4</b>
	深圳本部	0.4	0.4	0.4	0.4
	合肥	1.0	1.0	1.0	1.0
	常州			5.0	10.0
	合计	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>6.4</b>	<b>11.4</b>
	基膜合计	<b>3.2</b>	<b>9.4</b>	<b>13.4</b>	<b>15.4</b>
隔膜总计		<b>4.6</b>	<b>10.8</b>	<b>19.8</b>	<b>26.8</b>

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

#### 4、关键假设和盈利预测

收入成本预测：

干法隔膜：随着铁锂电池回潮、3C 市场发展、储能市场起量，公司作为干法龙头销量预计稳步提升，售价和成本稳步下降，毛利率稳中有升。预计 2019-2021 年干法隔膜收入分别为 3.2、5.3、7.0 亿元，毛利率分别为 43%、47%、50%；

湿法隔膜：随着公司在 CATL 供货量提升，进入 LG 湿法供应体系加速出货，以及其他公司的合作进一步加深，预计公司湿法隔膜快速放量，售价和成本进一步下降，毛利率稳中有升。预计湿法隔膜收入分别为 2.8、6.0、14.4 亿元，毛利分别为 42%、47%、50%；

综上，预计公司 2019-2021 年收入分别为 6.0、11.2、21.4 亿元，毛利率分别为 43%、47%、50%。

**表8：收入成本拆分**

千法隔膜	2018	2019E	2020E	2021E
单位收入 (元/平米)	2.5	1.6	1.5	1.4
单位成本 (元/平米)	1.2	0.9	0.8	0.7
单位毛利 (元/平米)	1.3	0.7	0.7	0.7
隔膜销量 (百万平米)	170	200	350	500
隔膜收入 (百万元)	427	321	525	700
隔膜成本 (百万元)	201	182	280	350
毛利率 (%)	53%	43%	47%	50%

湿法隔膜	2018	2019E	2020E	2021E
单位收入 (元/平米)	2.4	1.8	1.7	1.6
单位成本 (元/平米)	1.6	1.0	0.9	0.8
单位毛利 (元/平米)	0.8	0.8	0.8	0.8
隔膜销量 (百万平米)	60	155	350	900
隔膜收入 (百万元)	143	279	595	1,440
隔膜成本 (百万元)	93	161	315	720
毛利率 (%)	35%	42%	47%	50%

合计 (含其他收入)	2018	2019E	2020E	2021E
总收入 (百万元)	583	600	1,120	2,140
总成本 (百万元)	302	343	595	1,070
毛利率 (%)	48%	43%	47%	50%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**费用预测：**

规模扩大后，预计费用率逐年降低。预计 2019-2021 年期间费用率分别为 27.75%、25.15%、22.55%。

**表9：费用拆分**

	2018	2019E	2020E	2021E
销售费率 (%)	4.94%	4.70%	4.00%	3.50%
管理费率 (%)	15.06%	14.50%	12.80%	11.00%
研发费率 (%)	6.55%	6.55%	6.55%	6.55%
财务费率 (%)	1.98%	2.00%	1.80%	1.50%
总和 (%)	28.53%	27.75%	25.15%	22.55%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 5、估值水平与投资评级：谨慎给予 2021 年 16-18 倍估值，首次覆盖给予“强烈推荐”评级

### 5.1、相对估值：谨慎给予 2021 年 16-18 倍估值，对应股价 35.20-39.60 元/股，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

我们预测公司 2019-2021 年 EPS 为 0.58、1.04、2.20 元/股。我们根据公司历史 PE 值和可比公司 PE 值，综合考虑行业景气向上趋势，盈利能力变化，可比公司差异等等因素，出于谨慎性考虑，给予 2021 年估值水平(PE)为 16-18 倍，对应股价 35.20-39.60 元/股。

表 \*：可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价			EPS			PE			市值 亿元
	3.15	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E	
星源材质*	28.45	0.96	0.58	1.04	2.20	30	49	27	13	66
恩捷股份	49.30	0.64	1.06	1.43	1.80	77	47	34	27	397
中材科技	11.20	0.56	0.81	0.99	1.15	20	14	11	10	188

资料来源：星源材质采用新时代电新团队预测，其他公式使用 wind 一致预期；

### 5.2、股价驱动因素：长期销量、技术，短期达产、供应链、订单 长期股价催化剂：

- 1) 下游需求，特别是汽车销量起量；
- 2) 电池技术变革导致的隔膜需求增加。

#### 短期股价催化剂：

- 1) 公司常州湿法产能达产（给 CATL、LG 等供货加快）；
- 2) 磷酸铁锂电池市场超预期起量，公司干法业务快速增长；
- 3) 公司拿到更多客户订单。

## 6、风险分析

市场风险：下游销量需求不及预期

经营风险：公司产能达产不及预期风险、公司产品质量风险

其他风险：新冠疫情等原因造成的系统性风险

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>1096</b>	<b>1079</b>	<b>1134</b>	<b>2275</b>	<b>3592</b>	<b>营业收入</b>	<b>521</b>	<b>583</b>	<b>600</b>	<b>1120</b>	<b>2140</b>
现金	621	419	581	777	1485	营业成本	257	302	343	595	1070
应收票据及应收账款合计	357	401	330	1073	1568	营业税金及附加	10	11	11	21	40
其他应收款	3	10	3	22	26	营业费用	24	29	28	45	75
预付账款	10	10	11	28	46	管理费用	104	88	87	143	235
存货	56	109	78	246	337	研发费用	0	38	39	73	140
其他流动资产	50	131	131	131	131	财务费用	24	12	12	20	32
<b>非流动资产</b>	<b>1277</b>	<b>2490</b>	<b>2500</b>	<b>3363</b>	<b>5126</b>	<b>资产减值损失</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期投资	0	8	16	23	31	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	861	794	941	1711	3133	其他收益	15	29	0	0	0
无形资产	110	196	228	265	299	投资净收益	0	3	3	6	11
其他非流动资产	306	1491	1315	1363	1663	<b>营业利润</b>	<b>113</b>	<b>124</b>	<b>82</b>	<b>228</b>	<b>558</b>
<b>资产总计</b>	<b>2374</b>	<b>3569</b>	<b>3634</b>	<b>5638</b>	<b>8718</b>	<b>营业外收入</b>	<b>2</b>	<b>125</b>	<b>84</b>	<b>67</b>	<b>66</b>
<b>流动负债</b>	<b>651</b>	<b>639</b>	<b>765</b>	<b>2659</b>	<b>5257</b>	<b>营业外支出</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
短期借款	450	418	418	2094	4545	<b>利润总额</b>	<b>110</b>	<b>249</b>	<b>166</b>	<b>295</b>	<b>624</b>
应付票据及应付账款合计	66	104	57	247	276	<b>所得税</b>	22	46	31	55	116
其他流动负债	135	117	290	318	436	<b>净利润</b>	<b>88</b>	<b>203</b>	<b>135</b>	<b>240</b>	<b>508</b>
<b>非流动负债</b>	<b>438</b>	<b>1389</b>	<b>1192</b>	<b>1108</b>	<b>1129</b>	<b>少数股东损益</b>	-19	-19	0	0	0
长期借款	119	986	789	705	726	<b>归属母公司净利润</b>	<b>107</b>	<b>222</b>	<b>135</b>	<b>240</b>	<b>508</b>
其他非流动负债	319	403	403	403	403	<b>EBITDA</b>	177	366	252	432	870
<b>负债合计</b>	<b>1089</b>	<b>2028</b>	<b>1957</b>	<b>3767</b>	<b>6385</b>	<b>EPS (元)</b>	0.46	0.96	0.58	1.04	2.20
少数股东权益	17	13	13	13	13	<b>主要财务比率</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	192	192	231	231	231	<b>成长能力</b>					
资本公积	737	734	734	734	734	<b>营业收入(%)</b>	3.1	11.9	2.8	86.7	91.1
留存收益	340	504	583	728	1042	<b>营业利润(%)</b>	-34.3	9.5	-33.7	177.0	144.8
归属母公司股东权益	1267	1527	1664	1858	2320	<b>归属于母公司净利润(%)</b>	-31.3	108.0	-39.1	77.5	111.6
<b>负债和股东权益</b>	<b>2374</b>	<b>3569</b>	<b>3634</b>	<b>5638</b>	<b>8718</b>	<b>毛利率(%)</b>	50.7	48.3	42.8	46.9	50.0
						<b>净利率(%)</b>	20.5	38.1	22.6	21.4	23.8
						<b>ROE(%)</b>	6.9	13.2	8.3	13.1	22.2
						<b>偿债能力</b>	6.7	9.3	6.3	6.6	8.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>40</b>	<b>240</b>	<b>307</b>	<b>-384</b>	<b>221</b>	<b>资产负债率(%)</b>	45.9	56.8	53.9	66.8	73.2
净利润	88	203	135	240	508	<b>净负债比率(%)</b>	27.0	92.5	73.8	143.8	194.4
折旧摊销	64	91	74	117	214	<b>流动比率</b>	1.7	1.7	1.5	0.9	0.7
财务费用	24	12	12	20	32	<b>速动比率</b>	1.5	1.3	1.2	0.7	0.6
投资损失	0	-3	-3	-6	-11	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	-153	-73	89	-755	-523	<b>总资产周转率</b>	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
其他经营现金流	17	11	0	0	0	<b>应收账款周转率</b>	1.7	1.5	0.0	0.0	0.0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-534</b>	<b>-1263</b>	<b>-81</b>	<b>-975</b>	<b>-1967</b>	<b>应付账款周转率</b>	4.7	3.5	0.0	0.0	0.0
资本支出	519	1259	2	855	1756	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	-15	-8	-8	-8	-8	<b>每股收益(最新摊薄)</b>	0.46	0.96	0.58	1.04	2.20
其他投资现金流	-30	-13	-87	-127	-219	<b>每股经营现金流(最新摊薄)</b>	0.18	0.74	1.33	-1.66	0.95
<b>筹资活动现金流</b>	<b>373</b>	<b>685</b>	<b>-64</b>	<b>-122</b>	<b>4</b>	<b>每股净资产(最新摊薄)</b>	5.48	6.18	6.60	7.44	9.43
短期借款	311	-32	0	0	0	<b>估值比率</b>					
长期借款	78	868	-197	-84	21	<b>P/E</b>	61.7	29.6	48.6	27.4	13.0
普通股增加	72	0	39	0	0	<b>P/B</b>	5.2	4.6	4.3	3.8	3.0
资本公积增加	-72	-3	0	0	0	<b>EV/EBITDA</b>	39.3	21.9	31.0	21.4	12.7
其他筹资现金流	-16	-148	93	-38	-17						
<b>现金净增加额</b>	<b>-133</b>	<b>-327</b>	<b>162</b>	<b>-1480</b>	<b>-1743</b>						

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**开文明**，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

**赵勇臻**，上海交通大学硕士，2017-2019年任广发证券研究所非金属建筑材料行业分析师，2020年加入新时代证券，覆盖电动车产业链和部分电动车光伏风电公司。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5% - 5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莜琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼	邮编：100086
上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>