

星源材质（300568）：全球化供应加速，成本优势有望建立

2020 年 06 月 30 日

推荐/下调

星源材质

公司报告

公司销量处于锂电隔膜行业前列，干法与湿法技术路线并重。公司 2003 年成立，进入隔膜行业多年，2018 年市占率在国内排第二。公司是干法隔膜领域龙头企业，近年来加大湿法隔膜行业投入力度，两条技术路线并重。

欧洲市场成为主要增量需求，公司具备竞争力，有望参与全球供应。全球范围看，动力电池是锂电隔膜行业最大的需求。在交通减排法案的推动下，欧洲市场正逐渐成为全球新能源汽车和动力电池的主要消费地区，带来锂电隔膜的主要需求增量。星源材质有望凭借规模优势、产品优势、成本优势等因素参与国际竞争。

公司通过下游客户进入跨国车企供应链。公司公告显示，公司客户已涵盖韩国 LG 化学、宁德时代、比亚迪、国轩高科、亿纬锂能、天津力神、孚能科技等国内外知名锂离子电池厂商。公司是比亚迪刀片电池主要供应商，与国轩高科通过合资公司形式实现绑定，有望随客户进入大众等车企供应链，其他客户孚能科技、亿纬锂能等企业均与欧洲传统车企建立了合作关系。

公司是率先进入欧洲本土动力电池企业 Northvolt 的中国隔膜供应商。我们认为欧洲车企出于供应链安全、增强话语权等目的，扶持本土产业链是大概率事件，且大众和宝马集团均持有 Northvolt 股权，我们看好 Northvolt 未来的发展前景。而星源材质是目前公告的已经进入其供应链的隔膜企业，公司有望借助欧洲本土动力电池产业链的发展机遇进入快速增长期。

湿法隔膜成本或进一步下降，有望获得更多市场份额。公司湿法隔膜产品成本不断下降，且最新公告的拟投资产线单平米投资额理论值处于行业最低水平，如进展顺利，有望在产品成本上形成优势，获得更多市场份额。

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.23、1.78 和 2.30 亿元，对应当前股本 EPS 分别为 0.28、0.40 和 0.51 元。对应 2020.06.30 收盘价 68、47 和 36 倍 P/E。考虑下游需求受到疫情冲击和产品价格波动对公司带来的影响，调整评级至“推荐”。

风险提示：行业和客户需求或不及预期，产能投产进度或不及预期，成本下降幅度不及预期，行业竞争加剧导致产品价格下跌超出预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	583.49	599.74	931.55	1,273.34	1,466.71
增长率（%）	11.92%	2.79%	55.32%	36.69%	15.19%
归母净利润（百万元）	222.15	136.15	123.37	178.13	229.88
增长率（%）	108.02%	-38.71%	-9.39%	44.39%	29.05%
净资产收益率（%）	14.54%	5.52%	4.71%	6.80%	8.68%
每股收益（元）	0.50	0.30	0.28	0.40	0.51
PE	37.60	61.35	67.71	46.89	36.34
PB	5.47	3.38	3.19	3.19	3.15

资料来源：Wind、东兴证券研究所

公司简介：

公司主营锂电池隔膜，是干法隔膜领域龙头企业

交易数据

52 周股价区间（元）	22.3-12.73
总市值（亿元）	83.53
流通市值（亿元）	54.04
总股本/流通 A 股（万股）	44,860/29,025
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	3.76

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：郑丹丹

021-25102903

zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070001

分析师：李远山

010-66554024

liy sh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519040001

研究助理：张阳

010-66554016

zhangyang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070043

目 录

1. 隔膜行业头部企业，干法湿法并重	4
2. 欧洲新能源车市场发展带来隔膜增量需求，国产隔膜企业竞争力强	5
2.1 欧洲市场贡献重要增量，公司受益	5
2.2 中国隔膜企业已经具备国际竞争力	6
3. 客户全球化发展加速，公司借力进入跨国车企供应链	8
3.1 比亚迪刀片电池主要供应商	8
3.2 与国轩高科形成绑定，或借机进入大众供应链	9
3.3 或借助更多动力电池企业进入跨国车企供应体系	10
4. 干湿法技术路线并行，满足客户多样化需求	12
5. 湿法隔膜成本下降，有望获得更多份额	12
6. 营收与成本预测	错误!未定义书签。
7. 风险提示	14
相关报告汇总	16

插图目录

图 1： 2014 年中国隔膜产业主要企业市场占有率（按销量）	4
图 2： 2018 年中国锂电池隔膜企业出货量排名	4
图 3： 国内锂离子电池需求结构	5
图 4： 全球锂离子电池需求结构	5
图 5： 2018 年全球湿法隔膜产能结构	7
图 6： 国内隔膜企业产能扩张较快	7
图 7： 2016 年上半年星源材质干法单层隔膜产品成本结构	7
图 8： 2016 年上半年星源材质湿法隔膜产品成本结构	7
图 9： 星源材质是比亚迪刀片电池主要供应商	9
图 10： 星源材质与国轩高科合作关系	9
图 11： 大众集团在 BEV 领域的规划	10
图 12： 大众集团规划 2020 年底前拥有的 BEV 生产基地	10
图 13： 星源材质或通过更多客户进入海外车企供应链	11
图 14： 星源材质与 Northvolt 的战略合作	11
图 15： 新能源汽车发展三阶段范式	错误!未定义书签。
图 16： 2014 年公司产品结构	12
图 17： 2018 和 2019 年公司产品销售与结构	12
图 18： 国内隔膜产品价格走势	13
图 19： 星源材质隔膜成本统计	13

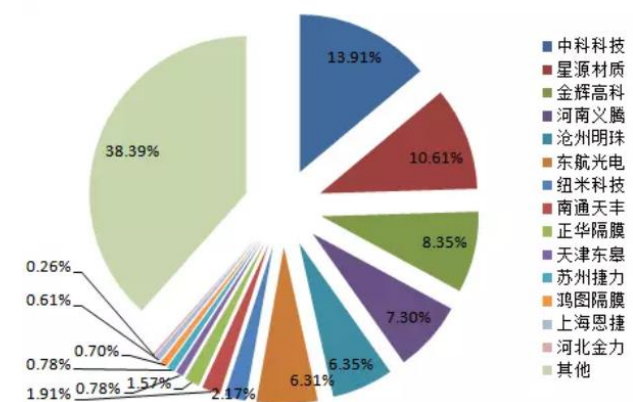
表格目录

表 1： 公司已有产能与拟建产能情况	4
表 2： 全球锂电隔膜需求统计与预测（2019~2022 年）	5
表 3： 恩捷股份近三年一期隔膜产品外销与内销价差统计	8
表 4： 公司与多家知名电池厂商建立供货联系	8
表 5： 大众 MEB 平台已公布电动车型.....	10
表 6： 公司与友商产线投资额情况统计	13
表 7： 营收与成本拆分	14

1. 隔膜行业头部企业，干法湿法并重

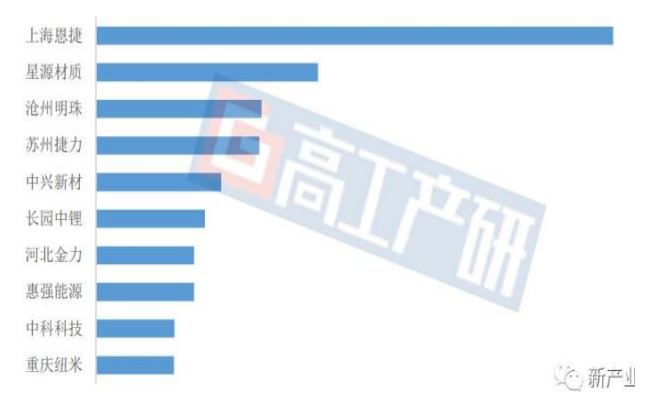
星源材质是国内最早进入隔膜行业的企业之一，销量处于行业前列。公司成立于2003年，其官网数据显示，公司2010年成为国内规模最大的动力锂电池隔膜制造商。据中国电子报2015年8月18日文章引用赛迪顾问数据，早在2014年，星源材质就成为了中国隔膜市场第二大份额占有者（以销量计），如图1所示，高工锂电统计数据显示，2018年公司仍保持行业第二（以出货量计），如图2所示。

图1：2014年中国隔膜产业主要企业市场占有率（按销量）



资料来源：赛迪顾问，中国电子报，东兴证券研究所

图2：2018年中国锂电池隔膜企业出货量排名



资料来源：高工锂电，昕产业智库，东兴证券研究所

按照生产工艺不同，锂离子电池隔膜可以分为干法隔膜和湿法隔膜，公司两种技术路线并重。公司公告显示，公司有华南生产基地、合肥生产基地、年产3.6亿平方米锂离子电池湿法隔膜项目（常州生产基地）、超级涂覆工厂四大基地。公司同时拥有干法隔膜和湿法隔膜产能，并且两种产能都有在继续投建，公司两种技术路线并重。我们将公司产能情况整理如表1所示。

表1：公司已有产能与拟建产能情况

产能情况	生产基地/项目	干法产能（亿平米）	湿法产能（亿平米）	涂覆产能（亿平米）
已有产能	华南生产基地（深圳）	2	0.35	0.55
	合肥星源	-	0.8	0.5
	常州星源	-	3.6	-
	超级涂覆工厂（江苏）	4		10
	合计	6	4.75	11.05
拟建产能	2020年转债项目	-	2	
	欧洲瑞典工厂	-	7	4.2
	合计	-	9	4.2

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

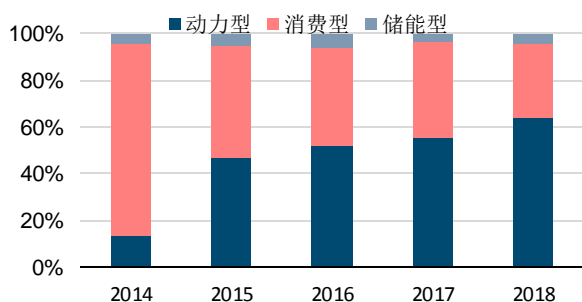
2. 欧洲新能源车市场发展带来隔膜增量需求，国产隔膜企业竞争力强

行业层面看，欧洲将成为全球最大新能源汽车产销地区，为锂电隔膜行业带来主要增量需求，而国产隔膜企业在国内新能源汽车市场发展的带动下，已经具备国际竞争力，国内隔膜企业迎来进入全球供应体系的机会。星源材质作为具有较高品牌知名度的隔膜企业，有望凭借客户优质、产品多样、成本较低等优势在全球化竞争中获得一定份额。

2.1 欧洲市场贡献重要增量，公司受益

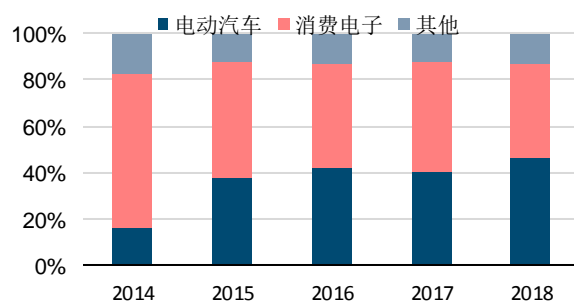
锂电隔膜需求主要来自动力电池。锂电隔膜主要应用于锂离子电池，下游可具体可以细分为动力电池、储能电池、消费电子电池等。赛迪智库统计数据显示，2018 年全球动力电池在锂离子电池需求中占比达到 46.50%，且需求占比在提升。国内和全球锂离子电池消费需求结构如图 3 和图 4 所示。考虑到消费电子和储能等领域需求增长较为缓慢，且占比在下降，我们认为全球隔膜行业目前和未来主要的需求将来自动力电池领域。

图3：国内锂离子电池需求结构



资料来源：赛迪智库，东兴证券研究所

图4：全球锂离子电池需求结构



资料来源：赛迪智库，东兴证券研究所

欧洲或逐渐成为全球最大新能源汽车消费市场，带来锂电隔膜需求较大增量。在欧洲最新 95g/km 的交通碳排放法规的刺激下，欧洲新能源汽车市场正在成长为全球最大的消费市场，带来全球动力电池和隔膜需求的主要增量。我们测算 2020-2022 年全球新能源汽车销量将分别达到 301.8 万辆、428.1 万辆、537.9 万辆，分别同比增长 35.42%、41.81%、25.67%，对应渗透率为 3.35%、4.76%、5.98%，对应动力锂离子电池隔膜需求将达到 23.67 亿平方米、33.27 亿平方米、42.49 亿平方米。如果考虑动力电池需求在所有需求中占比 60%，则 2020-2022 年全球锂离子电池隔膜需求将达到 39.45 亿平方米、55.45 亿平方米、70.82 亿平方米，如表 2 所示。

表2：全球锂电隔膜需求统计与预测（2019-2022 年）

	2019	2020E	2021E	2022E
中国销量（万辆）	120.6	124.97	177.31	235.57
欧洲销量（万辆）	56.4	126.58	192.75	235.86
美国销量（万辆）	32.5	35	40	45
日本销量（万辆）	4.4	5	6	7

	2019	2020E	2021E	2022E
韩国销量（万辆）	3.4	4	5	6
加拿大销量（万辆）	5.1	5.5	6	7
其他地区销量（万辆）	0.5	0.8	1	1.5
全球合计销量（万辆）	222.9	301.8	428.1	537.9
全球新能源汽车销量增速	10.44%	35.42%	41.81%	25.67%
单车带电量假设（kWh/辆）	52	47	46	47
全球动力电池需求（GWh）	115.91	140.90	198.02	252.94
全球动力电池需求增速	9.35%	21.56%	40.54%	27.74%
三元占比	83%	80%	80%	80%
磷酸铁锂占比	17%	20%	20%	20%
单位 GWh 三元动力电池隔膜需求量（万平方米）*	1500	1500	1500	1500
单位 GWh 磷酸铁锂动力电池隔膜需求量（万平方米）*	2000	2000	2000	2000
生产冗余度*	5%	5%	5%	5%
全球动力电池隔膜需求（亿平方米）	19.31	23.67	33.27	42.49
假设动力需求占比 60%，所有领域隔膜需求（亿平方米）	32.18	39.45	55.45	70.82

*单位 GWh 三元动力电池生产所需隔膜量来自恩捷股份公告，单位 GWh 磷酸铁锂动力电池所需隔膜量来自 OFweek 锂电网

注：1）纳入统计的新能源汽车仅包括 BEV 和 PHEV 车型；2）2019 年中国数据来自中汽协，欧美日韩加销量来自 EV Sales

资料来源：EV Sales、中汽协，公开资料整理、东兴证券研究所预测

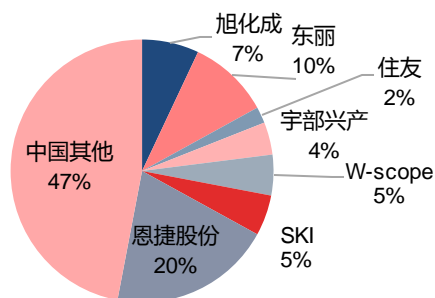
星源材质作为国内较早进入隔膜行业的企业，拥有 LG 化学、宁德时代等多家电池客户，而 LG 化学和宁德时代均在欧洲市场与多个整车企业建立了合作关系。同时，公司已经与欧洲本土动力电池企业 Northvolt 建立了合作关系。公司产品进入欧洲市场，有望迎来更快发展阶段。

2.2 中国隔膜企业已经具备国际竞争力

全球锂电隔膜供应角度看，国内厂商已经具备较强竞争力。

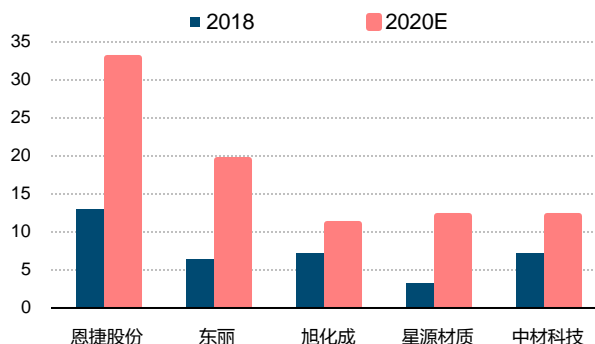
全球化发展带来隔膜供应能力要求的提升，国内企业具备规模优势。动力电池企业进入全球竞争阶段，将承接来自全球的大额订单，因此会提升对中游锂电材料供应商的供应能力要求。2014 年-2018 年中国新能源汽车市场的快速发展带动国内隔膜企业迅速成长，国内隔膜企业已经成为全球市场重要参与者。以湿法隔膜为例，2018 年中国产能占比 67%，如图 5 所示。此外，中国企业产能扩张较多，因此具备承接大客户订单的能力，而海外厂商在产能扩张上更为谨慎，如图 6 所示。

图5：2018 年全球湿法隔膜产能结构



资料来源：华经情报网，东兴证券研究所

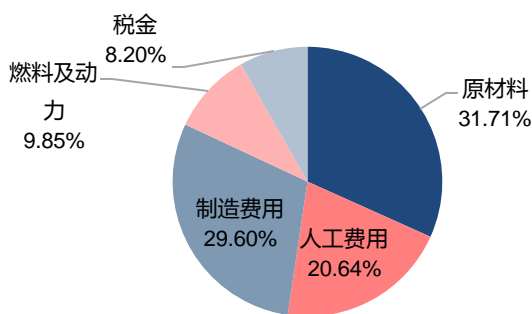
图6：国内隔膜企业产能扩张较快



资料来源：中国电池网，赛迪智库，智研咨询，东兴证券研究所

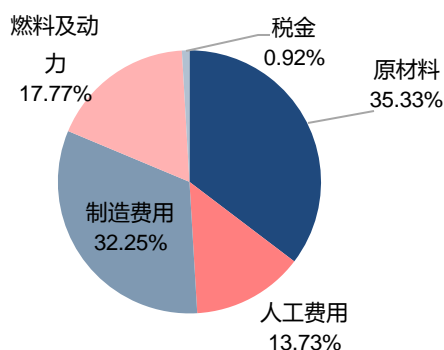
国内隔膜企业产品具备成本优势。干法隔膜和湿法隔膜的成本结构如图 7 和图 8 所示，原材料和制造费用各占 30%左右，根据恩捷股份 2019 年公告披露内容，星源材质和上海恩捷 2018 年湿法隔膜成本中原材料占比均为 40%左右，我们判断隔膜成本结构与 2016 年相比变化不大。中国隔膜企业在人工费用方面具备优势，同时，部分优质企业通过技术进步实现了单位产出耗材的减少，使得单位产品成本中原材料成本低于海外友商。据 wind 统计数据，2018 年 3 月国内隔膜市场进口 16 微米干法隔膜价格为 6.5 元/平方米，国产中高端 16 微米干法隔膜价格为 4.0 元/平方米，进口 16 微米湿法隔膜价格为 7 元/平方米，国产中端 16 微米湿法隔膜价格为 4.5 元/平方米，海外隔膜企业产品售价高于国内企业。以恩捷股份公告披露数据来看，其产品在海外的售价明显高于国内，如表 3 所示，如果其海外产品与国内基本类似，那么表明海外市场上竞争者的成本更高，国内隔膜企业在全球化竞争中具备成本优势。

图7：2016 年上半年星源材质干法单层隔膜产品成本结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图8：2016 年上半年星源材质湿法隔膜产品成本结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表3：恩捷股份近三年一期隔膜产品外销与内销价差统计

产品价格	基膜（元/平方米）		涂布膜（元/平方米）	
	境内	境外	境内	境外
2019 年 1-9 月	1.81	3.89	2.73	10.57
2018 年	2.30	4.76	4.19	9.08
2017 年	3.38	6.03	5.48	8.15
2016 年	3.93	4.72	5.49	9.30
平均值	2.86	4.85	4.47	9.28

资料来源：恩捷股份公司公告，东兴证券研究所

星源材质在产能规划、产品丰富性、成本等方面具备一定优势，是国内隔膜企业参与全球化竞争的重要力量，公司拿下海外动力电池企业订单证明公司具备国际竞争力，公司有望成为隔膜行业全球化竞争的受益者。

3. 客户全球化发展加速，公司借力进入跨国车企供应链

公司在国内外拥有众多客户，公司公告显示，公司客户已涵盖韩国 LG 化学、宁德时代、比亚迪、国轩高科、亿纬锂能、天津力神、孚能科技等国内外知名锂离子电池厂商，同时又于 2020 年与欧洲本土动力电池厂商 Northvolt 签订战略合作协议，公司客户情况如表 4 所示。

表4：公司与多家知名电池厂商建立供货联系

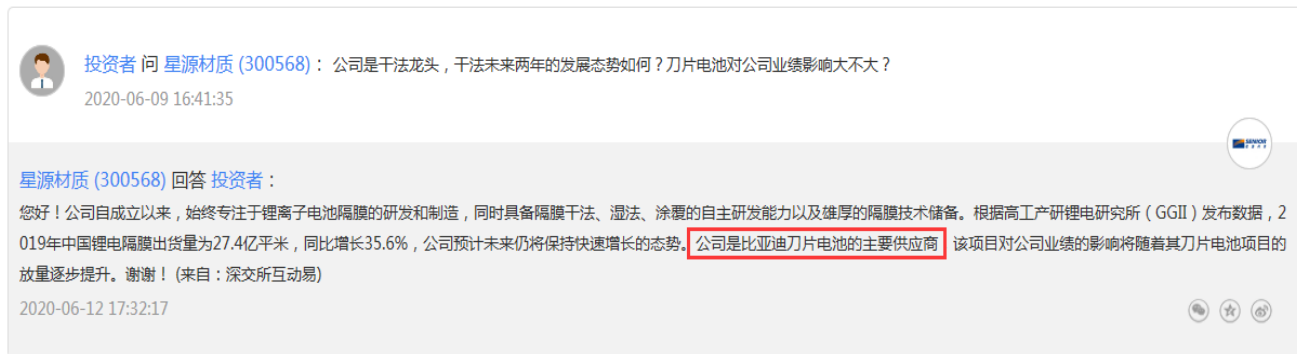
客户	披露日期	合作内容
Murata Manufacturing Co., Ltd.	2018 年 7 月 20 日	2018 年 6 月 1 日起 5 年内，供应客户合计约 2.5 亿平方米隔膜
孚能科技	2019 年 1 月 28 日	孚能科技向公司采购锂电池隔膜产品
国轩高科	2019 年 4 月 9 日	合肥国轩向公司采购湿法涂覆隔膜
亿纬锂能	2019 年 4 月 25 日	亿纬锂能向公司采购锂电池隔膜产品
欣旺达	2019 年 7 月 19 日	2019 年至 2023 年协议期间，欣旺达采购公司 10 亿平方米锂电池隔膜
宁德时代	2020 年 4 月 25 日	2019 年年报披露，常州星源湿法已经实现向宁德时代等客户批量供货
LG 化学	2020 年 4 月 25 日	2019 年年报披露，公司产品批量供应 LG 化学
Northvolt	2020 年 3 月 17 日	公告与 Northvolt 签订战略合作协议

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.1 比亚迪刀片电池主要供应商

公司是比亚迪刀片电池隔膜主要供应商。公司 2020 年 6 月 9 日于全景网回复投资者提问时表示, 公司是比亚迪刀片电池的主要供应商, 如图 9 所示。在刀片电池产品发布会上弗迪电池董事长何龙表明, “几乎你能想到的所有汽车品牌, 都在和我们探讨基于刀片电池技术的合作方案。” 同时, 比亚迪已经与丰田成立合资公司。我们认为, 比亚迪刀片电池在性价比上具有竞争力, 有较好的应用前景。作为比亚迪刀片电池主要供应商的星源材质将受益于其良好的发展前景。

图9: 星源材质是比亚迪刀片电池主要供应商



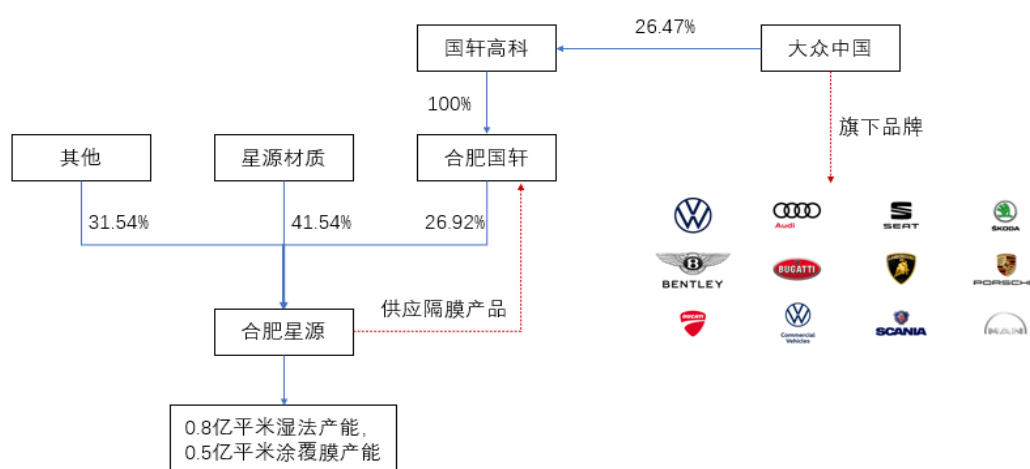
资料来源: 全景网, 东兴证券研究所

比亚迪汽车销售公司副总经理李云飞 5 月 14 日在微博平台发文表示 “刀片电池走向世界, 正式落户某一国际品牌”。我们认为星源材质有望随之进入国际品牌供应体系。

3.2 与国轩高科形成绑定, 或借机进入大众供应链

公司与国轩高科子公司合肥国轩之间成立有合资公司合肥星源, 合肥星源向国轩高科供应湿法隔膜产品。我们认为, 引入大众作为战略投资者后, 国轩高科后续进入大众的供应体系几成定局。国轩高科募投的产业化项目如建设顺利, 国轩高科和星源材质或将深度参与到大众在中国的新能源汽车制造中来, 如图 10 所示。

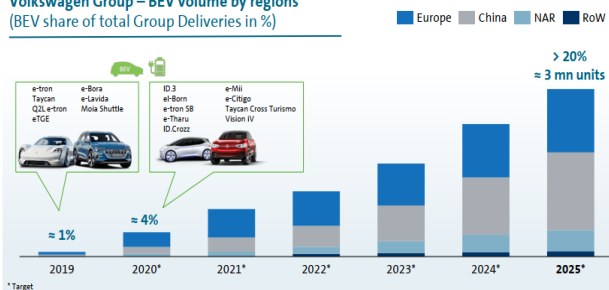
图10: 星源材质与国轩高科合作关系



资料来源: 各公司公告, 东兴证券研究所

大众集团积极推进电动化转型。据其官网资料，2019 年大众集团售出车辆中纯电动车型占比约为 1%，其 2020 年目标为占比 4%左右，而 2025 年目标为占比超过 20%，销量 300 万辆左右，如图 11 所示。而中国是其重要生产基地，如图 12 所示，其在国内生产的新能源车型如表 5 所示。

图11：大众集团在 BEV 领域的规划

The significant increase in BEV deliveries will support CO₂ complianceVolkswagen Group – BEV volume by regions
(BEV share of total Group Deliveries in %)

资料来源：大众官网，东兴证券研究所

图12：大众集团规划 2020 年底前拥有的 BEV 生产基地



资料来源：大众官网，东兴证券研究所

表5：大众 MEB 平台已公布电动车型

	国内生产厂	车长/mm	轴距/mm	上市时间
ID.3	上汽大众	4261	2765	欧洲：2020 年已上市 国内：原定 2020 年下半年
ID.4/ID.初见	一汽-大众	接近途观	与途观 L 相近	国内：2020 年
ID.ROOMZZ	上汽大众	4915	2965	国内：2021 年
ID.Crozz	一汽-大众/上汽大众	4625	2773	2020 年下半年率先在美国上市

资料来源：大众汽车；东兴证券研究所

据 EV 世纪报道，大众汽车 CEO 迪斯表示，大众计划到 2028 年在全球交付 2200 万辆纯电动汽车，其中一半以上在中国制造；另据盖世汽车等媒体报道，到 2025 年，大众集团在中国新能源汽车的年销量要到达 150 万辆，对应动力电池需求将达到 75GWh。

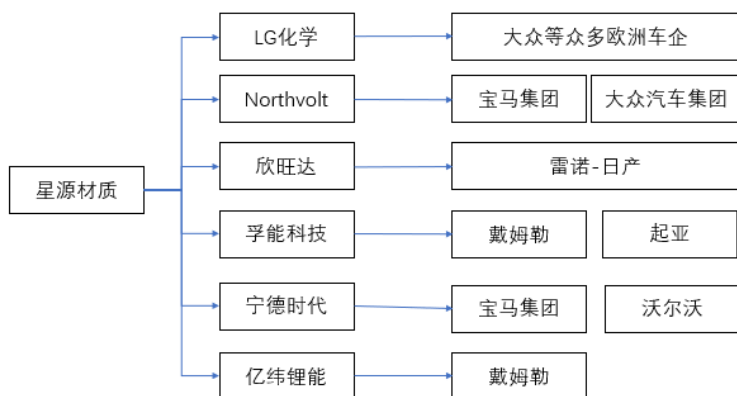
我们认为，大众在中国生产、销售新能源汽车将对国轩高科和其隔膜供应商星源材质带来正向作用。

3.3 或借助更多动力电池企业进入跨国车企供应体系

公司的其他客户几乎都与海外车企建立了合作关系，产品或通过下游客户间接进入海外优质车企供应链。公司隔膜产品有可能通过孚能科技、亿纬锂能、宁德时代、LG 化学、欣旺达、Northvolt 等电池客户进入欧洲戴姆勒、雷诺-日产、宝马集团、大众集团等车企供应体系，如图 13 所示。其中 LG 化学合作长久，公司曾于 2019 年 6 月 6 日在互动平台回答投资者提问时表示，从 2013 年开始，公司与韩国 LG 化学既是战略合

作关系，同时公司也是韩国 LG 化学唯一的干法隔膜供应商。此外，公司与欣旺达、Northvolt 的合作属于战略合作，供应时间段较长。

图13：星源材质或通过更多客户进入海外车企供应链

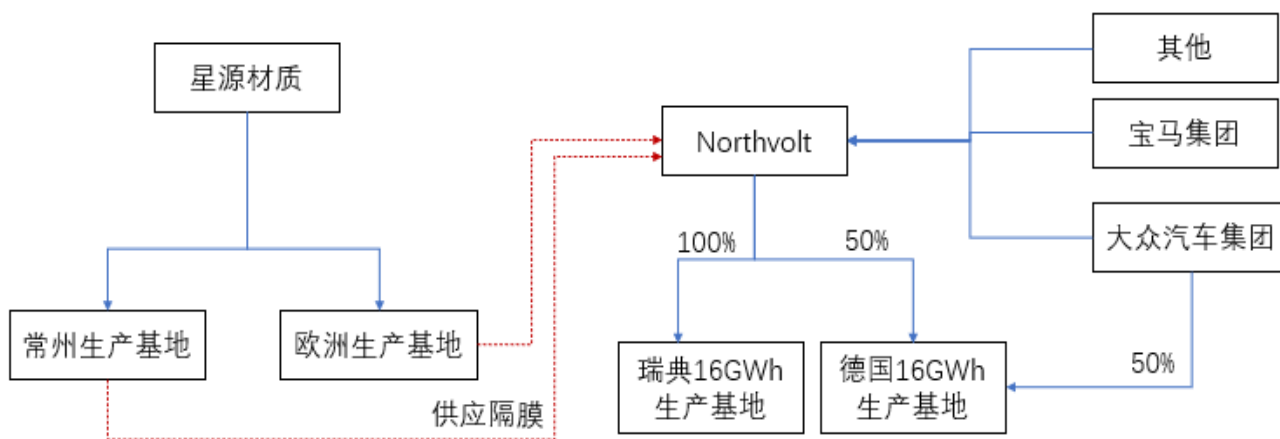


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

注：公司与动力电池企业之间有供应关系，但因为动力电池企业隔膜供应商不止一家，下游车企客户也不止一家，因此公司产品与车企不存在直接或独家对应的关系

公司是国内首家进入欧洲本土动力电池企业 Northvolt 的供应商。2020 年 3 月 17 日，公司公告与 Northvolt 签订战略合作协议，公司拟在欧洲建设锂离子电池隔膜工厂配套 Northvolt 锂离子电池生产，开拓欧洲市场，如果星源材质锂离子电池隔膜满足 Northvolt 在供应需求和规格、数量、商用、欧洲本地化、质量和可持续等方面的要求，Northvolt 拟将星源材质视为锂离子电池隔膜的优先供应商，并采购星源材质提供的锂离子电池隔膜。星源材质拟将 Northvolt 作为欧洲地区优先客户，并向 Northvolt 保证以优惠的价格优先供应锂离子电池隔膜和服务。公司与 Northvolt 合作关系如图 14 所示。

图14：星源材质与 Northvolt 的战略合作



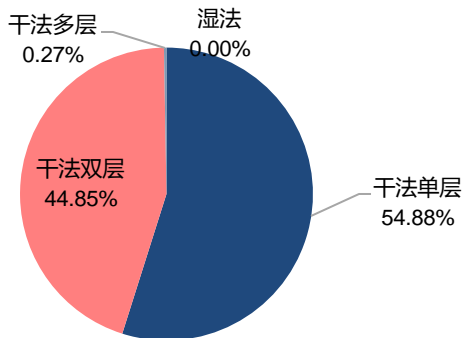
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 干湿法技术路线并行，满足客户多样化需求

我们认为，新能源汽车行业发展将经历三个阶段，分别是政策推动下的补贴推动下的快速繁荣期、补贴退出后的供给推动期、智能网联化的趋势引领期。虽然 2020 年补贴得以延续，但力度较小，现阶段国内市场处于第一阶段向第二阶段过渡的时间点，特征上更接近第二阶段。我们认为，新能源汽车行业的主要关注点从顺应补贴要求逐渐向安全性能、续航里程、产品性价比等方面转移，纯电动、插混、节油车、燃料电池车等多种车型在满足积分要求的情况下充分竞争。汽车消费市场是个性化主导的市场，消费者的需求也是多样化的，所以不同定位的车型都有市场空间，锂离子电池领域的隔膜需求也将是多样化的，干法隔膜和湿法隔膜在各自适用的领域发挥作用，追求能量密度的领域或客户可能更倾向于选择湿法技术路线，而追求成本和安全性客户可能更倾向于选择干法隔膜。

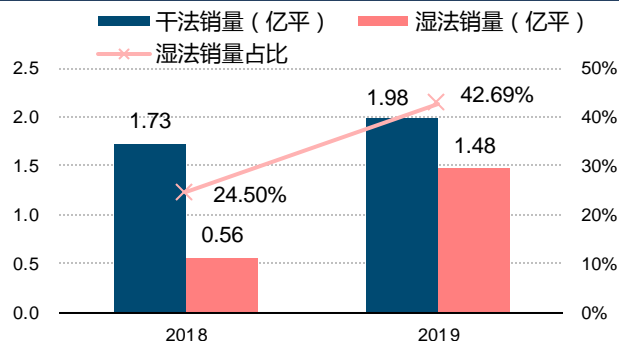
公司干法与湿法技术路线并行发展。公司招股说明书显示，2014 年公司所有产品均为干法隔膜，如图 15 所示。同时根据公司 2020 年部分公告内容推算，2019 年公司干法隔膜销量 1.98 亿平方米，湿法隔膜销量 1.48 亿平方米，如图 16 所示。根据高工锂电相关统计，公司占据国内干法隔膜和湿法隔膜市场的占有率分别为 26.4%、7.44%。公司是干法隔膜领域龙头企业，且是 LG 化学干法隔膜唯一供应商。公司干法和湿法产能同时进展，2 亿平方米湿法隔膜产能和 4 亿平方米干法隔膜产能均在筹建中。

图15：2014 年公司产品结构



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

图16：2018 和 2019 年公司产品销量与结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所测算

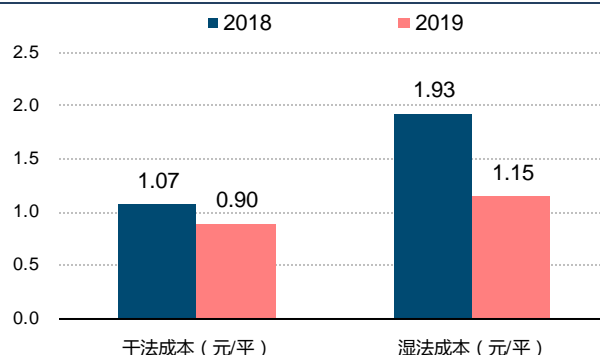
公司干湿法并行的策略有助于满足客户未来多元化的需求，此外，抗击技术路线变更风险的能力也更高。

5. 湿法隔膜成本下降，有望获得更多份额

公司湿法隔膜产品成本已下降至较低水平。公司公告显示，2018 年以来，在电池厂降成本需要下，国内干法与湿法隔膜产品成本不断下降，2019 年底国内隔膜价格基本已经维持在较为稳定区间，主流湿法基膜价格在 1.5 元/平方米-1.6 元/平方米，如图 17 所示。公司干法和湿法隔膜成本也逐步下降，2019 年公司干法隔膜平均成本下降 15.89%至 0.9 元/平方米，毛利率 49.15%，湿法隔膜平均成本下降 40.41%至 1.15 元/平，毛利率 31.18%，如图 18 所示。公司已经能够以较低的成本和较高的毛利率水平运行，如果公司产能利用率进一步提升，成本有望进一步下降。

图17：国内隔膜产品价格走势


资料来源：公司公告，东兴证券研究所引用

图18：星源材质隔膜成本统计


资料来源：公司公告，东兴证券研究所测算

从最新产线投资成本看，公司湿法产线单位产能投资预算已经处于行业最低水平。一般而言设备折旧带来的制造费用在基膜成本中占比30%左右，因此产线单位产能投资额对隔膜成本影响较大。公司拟建设的年产2亿平方米锂离子电池湿法隔膜项目单位产能投资额为2.5元/平方米，单位产能理论投资额已经降至行业最低水平，如表6所示。如果公司产能利用率和良品率逐渐达到与行业头部企业接近的水平，则有望实现行业最低成本。但同时也要考虑到，产能是理论设计产能，如良品率和产能利用率不高，实际产出产品成本仍有可能较高。

表6：公司与友商产线投资额情况统计

企业	项目名称	设计年产能（亿平方米）	投资额（亿元）	单位产能投资额（元/平方米）
星源材质	年产3.6亿平方米锂电池湿法隔膜项目	3.6	19.96	5.54
沧州明珠	年产1.05亿平方米锂电池湿法隔膜项目	1.05	5.92	5.64
金冠股份	湖州金冠锂电池隔膜生产基地建设项目	2.7	12.17	4.51
恩捷股份	恩捷珠海二期湿法隔膜项目	3.6*	11	3.06
星源材质	年产2亿平方米锂离子电池湿法隔膜项目	2	5	2.50
璞泰来	溧阳月泉年产锂离子电池隔膜2.49亿平方米项目	2.49	7.82	3.14

*恩捷股份珠海二期项目未披露产能，3.6亿平方米是根据其披露单线产能和产线数量推算而来，或与实际情况有一定差异

资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

我们认为，如果公司产品成本下降进度符合预期，且下游客户电池生产活动开展顺利，则公司有望凭借成本优势在市场上获得更多认可。

6. 盈利预测与评级

我们预计公司 2022 年销量或将冲刺 10 亿平米，我们对公司 2019-2022 年的收入与毛利率统计与预测，如表 7 所示。

表7：公司营收与成本拆分

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	599.74	931.55	1273.34	1466.71
年增速	2.78%	55.33%	36.69%	15.19%
综合毛利率	41.82%	44.31%	44.87%	47.06%
业务 1：膜类产品				
营业收入（百万元）	596.02	927.83	1269.62	1462.99
年增速	4.63%	55.67%	36.84%	15.23%
毛利率	41.73%	44.33%	44.88%	47.08%
业务 2：其他业务				
营业收入（百万元）	3.72	3.72	3.72	3.72
年增速	-73.18%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	55.75%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.23、1.78 和 2.30 亿元，对应当前股本 EPS 分别为 0.28、0.40 和 0.51 元。对应 2020.06.30 收盘价 68、47 和 36 倍 P/E。考虑下游需求受到疫情冲击和产品价格波动对公司带来的影响，调整评级至“推荐”。

7. 风险提示

行业 and 客户需求或不及预期，产能投产进度或不及预期，成本下降幅度或不及预期，行业竞争加剧或导致产品价格下跌超出预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位：百万元			利润表			单位：百万元		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	1,079.07	1,739.11	2,054.27	2,640.05	2,951.38	营业收入	583.49	599.74	931.55	1,273.34	1,466.71
货币资金	419.36	482.93	709.81	970.24	1,117.58	营业成本	301.93	348.94	518.79	702.02	776.47
应收账款	335.90	372.70	578.89	791.29	911.46	营业税金及附加	10.94	9.41	16.04	20.95	24.69
其他应收款	9.75	5.20	8.07	11.03	12.71	营业费用	28.85	36.62	56.89	77.76	89.57
预付款项	9.67	3.55	-1.60	-11.24	-21.90	管理费用	87.87	86.43	121.10	165.53	190.67
存货	108.64	177.49	263.88	357.08	394.95	财务费用	11.55	37.03	58.17	76.57	90.83
其他流动资产	130.54	372.38	372.38	372.38	372.38	研发费用	38.20	35.40	50.00	68.35	78.72
非流动资产合计	2,489.66	3,590.11	3,817.04	4,089.52	4,313.02	资产及信用减值损失*	11.39	8.06	12.51	17.11	19.70
长期股权投资	7.81	11.82	11.82	11.82	11.82	公允价值变动收益	0.00	0.69	0.00	0.00	0.00
固定资产	794.27	1,668.64	2,294.65	2,717.62	3,019.07	投资净收益	2.87	-6.22	0.00	0.00	0.00
无形资产	196.31	191.69	180.19	169.38	159.21	加：其他收益	28.60	29.92	46.48	63.53	73.18
其他非流动资产	511.83	101.51	0.00	0.00	0.00	营业利润	124.05	62.41	144.52	208.59	269.24
资产总计	3,568.73	5,329.22	5,871.31	6,729.57	7,264.40	营业外收入	125.19	97.58	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	639.32	1,398.03	2,328.17	3,190.64	3,708.50	营业外支出	0.32	0.62	0.00	0.00	0.00
短期借款	418.23	684.71	1,426.09	2,074.27	2,512.22	利润总额	248.92	159.37	144.52	208.59	269.24
应付账款	89.75	331.29	485.80	657.37	727.08	所得税	46.26	29.41	26.76	38.56	49.82
预收款项	0.45	0.58	-13.65	-23.23	-34.27	净利润	202.66	129.96	117.76	170.03	219.42
一年内到期的非流动负债	53.75	240.35	240.35	240.35	240.35	少数股东损益	-19.49	-6.19	-5.61	-8.10	-10.46
非流动负债合计	1,388.96	1,455.76	828.02	828.02	828.02	归属母公司净利润	222.15	136.15	123.37	178.13	229.88
长期借款	610.22	649.39	649.39	649.39	649.39	主要财务比率					
应付债券	376.16	398.86	0.00	0.00	0.00		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	2,028.27	2,853.79	3,156.19	4,018.66	4,536.52	成长能力					
少数股东权益	13.05	6.85	1.24	-6.86	-17.32	营业收入增长	11.92%	2.79%	55.32%	36.69%	15.19%
实收资本（或股本）	192.00	230.41	448.60	448.60	448.60	营业利润增长	9.53%	-49.69%	131.58%	44.33%	29.08%
资本公积	733.70	1,538.17	1,538.17	1,538.17	1,538.17	归属于母公司净利润增长	108.02	-38.71%	-9.39%	44.39%	29.05%
未分配利润	426.53	518.17	537.86	532.22	546.93	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1,527.41	2,468.58	2,617.17	2,621.06	2,648.50	毛利率(%)	48.25%	41.82%	44.31%	44.87%	47.06%
负债和所有者权益	3,568.73	5,329.22	5,871.31	6,729.57	7,264.40	净利率(%)	34.73%	21.67%	12.64%	13.35%	14.96%
现金流量表			单位：百万元			总资产净利润(%)	6.22%	2.55%	2.10%	2.65%	3.16%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	14.54%	5.52%	4.71%	6.80%	8.68%
经营活动现金流	239.67	147.26	199.69	387.17	529.37	偿债能力					
净利润	202.66	129.96	117.76	170.03	219.42	资产负债率(%)	56.83%	53.55%	53.76%	59.72%	62.45%
折旧摊销	283.56	291.84	0.00	222.61	271.34	流动比率	1.69	1.24	0.88	0.83	0.80
财务费用	11.55	37.03	58.17	76.57	90.83	速动比率	1.52	1.12	0.77	0.72	0.69
应收账款减少	-132.93	-36.80	-206.19	-212.40	-120.16	营运能力					
预收账款增加	-17.94	0.13	-14.22	-9.59	-11.04	总资产周转率	0.20	0.13	0.17	0.20	0.21
投资活动现金流	-1,263.4	-1,291.6	-187.88	-523.52	-526.12	应收账款周转率	2.17	1.69	1.96	1.86	1.72
公允价值变动收益	0.00	0.69	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	7.47	2.85	2.28	2.23	2.12
长期投资减少	-8.01	11.19	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
投资收益	2.87	-6.22	0.00	0.00	0.00	每股收益(最新摊薄)	0.50	0.30	0.28	0.40	0.51
筹资活动现金流	685.38	1,297.30	215.07	396.79	144.09	每股净现金流(最新摊薄)	-0.75	0.34	0.51	0.58	0.33
应付债券增加	376.16	22.70	-398.86	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	3.40	5.50	5.83	5.84	5.90
长期借款增加	491.47	39.18	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增加	0.00	38.41	218.19	0.00	0.00	P/E	37.60	61.35	67.71	46.89	36.34
资本公积增加	-3.06	804.46	0.00	0.00	0.00	P/B	5.47	3.38	3.19	3.19	3.15
现金净增加额	-338.35	152.89	226.88	260.44	147.34	EV/EBITDA	11.01	14.77	26.25	19.95	16.58

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

*注：“资产及信用减值损失”分项，损失为正。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业报告	电力设备与新能源行业报告：国内新能源汽车市场出现分化，福特与大众牵手合作	2020-6-16
行业报告	电力设备与新能源行业报告：光伏系列报告 1：行业规范提标，加速新技术产业化	2020-06-14
行业报告	新能源汽车系列报告 13：欧洲新能源汽车推广超预期逻辑逐步获验	2020-06-02
行业报告	新能源汽车系列报告 12：大众投资江淮、国轩，加码在华新能源布局	2020-06-01
行业报告	未来已来，特斯拉产业链系列报告（三）：新能源，“芯”战场	2020-06-02
行业报告	新能源汽车系列报告 11：无惧疫情，欧洲新能源汽车销量翻倍仍可期	2020-05-24
行业报告	新能源汽车系列报告 10：官方提高对新能源整车和动力电池的安全技术要求	2020-05-17
行业报告	电力设备与新能源行业报告：欧洲新能源汽车和国内风电行业颇具韧性	2020-05-13
行业报告	风电：奔向“平价”的清洁能源	2020-05-13
行业报告	电力设备与新能源行业报告：国内风电建设加快，疫情冲击将逐渐被弥补	2020-05-11
行业报告	未来已来，特斯拉产业链系列报告（二）：SolarCity 是能源革命的重要拼图	2020-04-30
行业报告	新能源汽车系列报告 9：新能源汽车补贴新政会否减弱 Tesla 鲶鱼效应？	2020-04-26
公司报告	福莱特：长坡厚雪，无惧波动	2020-04-24
公司报告	福莱特（601865）：光伏玻璃赛道优质，公司持续盈利能力出色	2019-12-02
公司报告	金风科技（002202）：低谷已过，有望迎来业绩拐点	2020-04-07
公司报告	金风科技（002202）：风机龙头地位恒强，“两海战略”稳步推进	2019-06-25
公司报告	恩捷股份（002812）：如何在锂电隔膜行业实现后来者居上？	2020-04-21
公司报告	恩捷股份（002812）：锂电隔膜行业龙头，竞争优势明显	2020-03-18
公司报告	宁德时代（300750）：客户粘性为盾，纵向一体化为矛	2020-05-07
公司报告	特锐德（300001）：大浪淘沙，沉者为金	2020-05-15
公司报告	特锐德（300001）：充电网络已成型，龙头地位稳固	2020-02-12
公司报告	中环股份（002129）：半导体持续突破，光伏大硅片引领行业进步	2020-03-30
公司报告	中环股份（002129）：半导体硅片国产化龙头，12 英寸即将放量	2020-03-15
公司报告	卧龙电驱（600580）：19 年预盈幅度略低预期，长期看好与 ZF 的合作	2020-01-21
公司报告	卧龙电驱（600580）：拥抱欧洲新能源汽车市场	2020-01-03
公司报告	东方电缆（603606）：参与德电海缆开发项目，海外业务迈出重要一步	2020-04-30
公司报告	东方电缆（603606）：19 年预增超预期，受益海上风电行业快速发展	2020-01-16
公司报告	天顺风能（002531）：适时扩产，受益风电建设高景气度	2020-01-20
公司报告	天顺风能（002531）：拟借收购加大海外与海上风电业务布局	2019-09-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑丹丹

华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018“天眼”中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版、2017 版与 2018-2019 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

李远山

西安交通大学学士，清华大学核能科学与工程硕士，曾就职于环保部核与辐射安全中心从事核安全审评研究工作，2016 年加入新时代证券研究所，2019 年加入东兴证券研究所，负责电力设备新能源行业研究。

研究助理简介

张阳

中国人民大学经济学硕士，2019 年加入东兴证券，从事电力设备与新能源行业研究，主要负责新能源汽车产业链方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526