

星源材质（300568）：主营实际向好发展，常州基地营收规模扩大

2020 年 08 月 20 日

推荐/维持

星源材质

公司报告

事件：公司发布 2020 年中报，上半年公司实现营业收入 3.41 亿元，同比减少 3.39%，实现归母净利润 0.71 亿元，同比减少 58.44%，实现营业利润 0.82 亿元，同比减少 24.84%。

多方面原因影响隔膜价格下降幅度略超预期。2020 年上半年，公司隔膜销量 2.22 亿平米，同比增长 45.28%，营收 2.74 亿元，均价 1.23 元/平米，较 2019 年上半年隔膜平均售价 2.05 元/平米下滑 39.72%，较 2019 年全年隔膜平均售价 1.72 元/平米下滑 28.49%。我们认为原因有二：**首先**，隔膜行业价格仍在下降。鑫椐锂电统计数据显示，2020 年上半年，国内 9 微米湿法基膜的价格为 1.4 元/平米左右，16 微米干法基膜价格在 0.95 元/平米左右，而 2019 年同期价格分别为 1.6 元/平米、1.11 元/平米左右，降幅超过 10%。**其次**，我们判断，公司湿法隔膜销售取得一定进展，主要是常州基地生产的基膜，因此公司价格更高的涂布产品的比例有所下降，拉低了公司产品均价。

合肥星源订单减少、常州星源与江苏星源新产能转固短期对公司盈利能力形成一定压力。产能利用率对隔膜产品成本影响较大，从而影响盈利能力。2020 年上半年子公司合肥星源订单减少，实现营收 0.27 亿元，同比减少 61.78%，产能利用率有所下降。同时常州星源 3.6 亿平湿法产能建设基本完成，江苏星源年产 10 亿平涂覆隔膜产线建设取得一定进展，均开始转固，我们认为，新产能存在爬坡期，期内产线盈利能力或不如已稳定投产的产线。

海外业务比例稳定，湿法业务进展有序，产能持续扩张，份额有望提升。公司海外业务比例一直维持在 40% 左右，2020 年上半年公司海外锂离子电池隔膜实现营收 1.11 亿元，占当期锂电隔膜营收 40.58%，公司已披露和欧洲电池企业 Northvolt 达成合作，海外业务持续性良好。国内市场方面，报告期内常州基地营收环比 2019H2 增长 141% 至 1.06 亿元，盈利能力也有极大改善，公司有望在湿法领域取得进一步突破。产能支撑方面，公司 2020 年中报显示，现有产能 7.3 亿平，在建产能 12.35 亿平。长期看，公司市场份额有望提升，我们预计 2020 年公司出货 5-6 亿平。

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 0.94、1.26 和 1.40 亿元，对应当前股本 EPS 分别为 0.21、0.28 和 0.31 元。对应 2020.08.20 收盘价 89.68、66.91 和 60.42 倍 P/E。维持“推荐”评级。

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。

财务指标预测

| 指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 583.49 | 599.74 | 755.01 | 1,015.06 | 1,202.23 |
| 增长率（%） | 11.92% | 2.79% | 25.89% | 34.44% | 18.44% |
| 归母净利润（百万元） | 222.15 | 136.15 | 94.20 | 126.24 | 139.81 |
| 增长率（%） | 108.02% | -38.71% | -30.82% | 34.02% | 10.75% |
| 净资产收益率（%） | 14.54% | 5.52% | 3.61% | 4.83% | 5.31% |

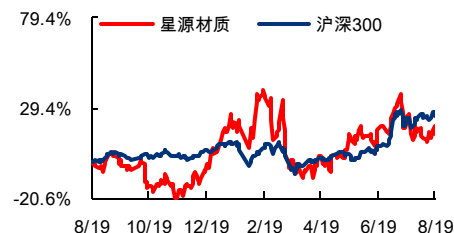
公司简介：

公司主营锂电池隔膜

交易数据

| | |
|----------------|---------------|
| 52 周股价区间（元） | 22.3-12.73 |
| 总市值（亿元） | 82.63 |
| 流通市值（亿元） | 53.48 |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 44,860/29,034 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | / |
| 52 周日均换手率 | 3.91 |

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

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

| | | | | | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益(元) | 0.50 | 0.30 | 0.21 | 0.28 | 0.31 |
| PE | 38.02 | 62.04 | 89.68 | 66.91 | 60.42 |
| PB | 5.53 | 3.42 | 3.24 | 3.23 | 3.21 |

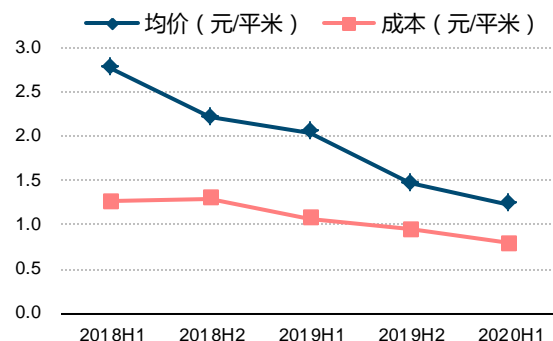
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图1：国内隔膜价格持续下行



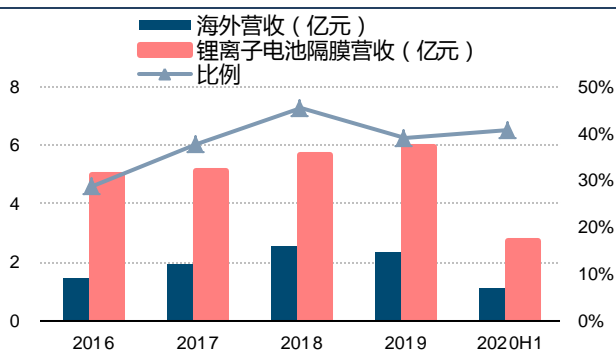
资料来源：公司公告，东兴证券研究所引用

图2：公司隔膜产品均价和成本走势（2018-2020H1）



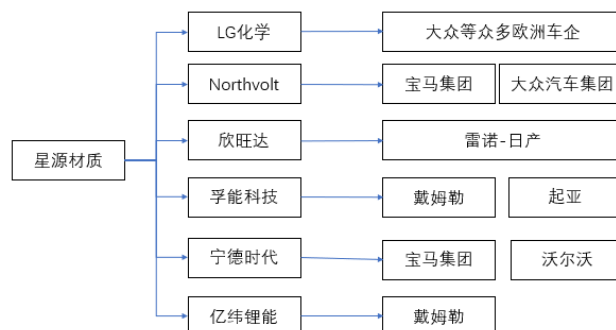
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图3：公司海外营收和锂电隔膜营收（2016-2020H1）



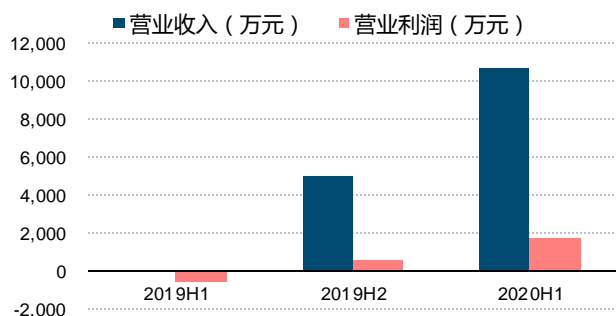
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图4：公司客户结构及客户下游配套的车企



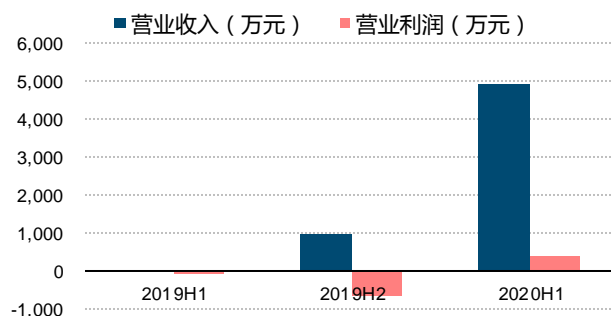
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图5：常州星源营业收入和营业利润（2019H1-2020H1）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图6：江苏星源营业收入和营业利润（2019H1-2020H1）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

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 | 1,760.68 | 2,209.32 | 2,533.15 | 营业收入 | 583.49 | 599.74 | 755.01 | 1,015.06 | 1,202.23 |
| 货币资金 | 419.36 | 482.93 | 573.81 | 771.45 | 913.69 | 营业成本 | 301.93 | 348.94 | 453.22 | 601.25 | 717.30 |
| 应收账款 | 335.90 | 372.70 | 469.19 | 630.79 | 747.10 | 营业税金及附加 | 10.94 | 9.41 | 11.84 | 15.92 | 18.86 |
| 其他应收款 | 9.75 | 5.20 | 6.54 | 8.80 | 10.42 | 营业费用 | 28.85 | 36.62 | 41.53 | 55.83 | 66.12 |
| 预付款项 | 9.67 | 3.55 | -0.95 | -9.21 | -19.05 | 管理费用 | 87.87 | 86.43 | 98.15 | 131.96 | 156.29 |
| 存货 | 108.64 | 177.49 | 230.53 | 305.83 | 364.85 | 财务费用 | 11.55 | 37.03 | 42.46 | 58.79 | 72.10 |
| 其他流动资产 | 130.54 | 372.38 | 372.38 | 372.38 | 372.38 | 研发费用 | 38.20 | 35.40 | 45.00 | 60.50 | 71.66 |
| 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 | 10.14 | 13.64 | 16.15 |
| 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 | 37.67 | 50.65 | 59.99 |
| 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 | 90.35 | 127.82 | 143.75 |
| 资产总计 | 3,568.73 | 5,329.22 | 5,577.72 | 6,298.84 | 6,846.17 | 营业外收入 | 125.19 | 97.58 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 流动负债合计 | 639.32 | 1,398.03 | 2,159.73 | 2,883.67 | 3,420.45 | 营业外支出 | 0.32 | 0.62 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 短期借款 | 418.23 | 684.71 | 1,335.08 | 1,885.78 | 2,289.82 | 利润总额 | 248.92 | 159.37 | 110.35 | 147.82 | 163.75 |
| 应付账款 | 89.75 | 331.29 | 424.39 | 563.01 | 671.67 | 所得税 | 46.26 | 29.41 | 20.44 | 27.33 | 30.30 |
| 预收款项 | 0.45 | 0.58 | -10.95 | -18.59 | -27.64 | 净利润 | 202.66 | 129.96 | 89.91 | 120.50 | 133.45 |
| 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 | -4.29 | -5.74 | -6.36 |
| 非流动负债合计 | 1,388.96 | 1,455.76 | 707.82 | 707.82 | 707.82 | 归属母公司净利润 | 222.15 | 136.15 | 94.20 | 126.24 | 139.81 |
| 长期借款 | 610.22 | 649.39 | 529.19 | 529.19 | 529.19 | 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 | 2,867.55 | 3,591.49 | 4,128.27 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 13.05 | 6.85 | 2.57 | -3.18 | -9.54 | 营业收入增长 | 11.92% | 2.79% | 25.89% | 34.44% | 18.44% |
| 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% | 44.77% | 41.48% | 12.46% |
| 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% | -30.82% | 34.02% | 10.75% |
| 未分配利润 | 426.53 | 518.17 | 533.20 | 529.21 | 538.15 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权益合计 | 1,527.41 | 2,468.58 | 2,610.90 | 2,613.83 | 2,630.74 | 毛利率(%) | 48.25% | 41.82% | 39.97% | 40.77% | 40.34% |
| 负债和所有者权益 | 3,568.73 | 5,329.22 | 5,577.72 | 6,298.84 | 6,846.17 | 净利率(%) | 34.73% | 21.67% | 11.91% | 11.87% | 11.10% |
| 现金流量表 | | | 单位：百万元 | | | 总资产净利润(%) | 6.22% | 2.55% | 1.69% | 2.00% | 2.04% |
| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | ROE(%) | 14.54% | 5.52% | 3.61% | 4.83% | 5.31% |
| 经营活动现金流 | 239.67 | 147.26 | 233.92 | 349.67 | 456.35 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 202.66 | 129.96 | 89.91 | 120.50 | 133.45 | 资产负债率(%) | 56.83% | 53.55% | 51.41% | 57.02% | 60.30% |
| 折旧摊销 | 283.56 | 291.84 | 0.00 | 222.61 | 271.34 | 流动比率 | 1.69 | 1.24 | 0.82 | 0.77 | 0.74 |
| 财务费用 | 11.55 | 37.03 | 42.46 | 58.79 | 72.10 | 速动比率 | 1.52 | 1.12 | 0.71 | 0.66 | 0.63 |
| 应收账款减少 | -132.93 | -36.80 | -96.49 | -161.60 | -116.31 | 营运能力 | | | | | |
| 预收账款增加 | -17.94 | 0.13 | -11.53 | -7.64 | -9.05 | 总资产周转率 | 0.20 | 0.13 | 0.14 | 0.17 | 0.18 |
| 投资活动现金流 | -1,263.4 | -1,291.6 | -185.51 | -520.05 | -522.57 | 应收账款周转率 | 2.17 | 1.69 | 1.79 | 1.85 | 1.75 |
| 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 | 2.00 | 2.06 | 1.95 |
| 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 | 0.21 | 0.28 | 0.31 |
| 筹资活动现金流 | 685.38 | 1,297.30 | 42.47 | 368.02 | 208.47 | 每股净现金流(最新摊薄) | -0.75 | 0.34 | 0.20 | 0.44 | 0.32 |
| 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 | 5.82 | 5.83 | 5.86 |
| 长期借款增加 | 491.47 | 39.18 | -120.20 | 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 | 38.02 | 62.04 | 89.68 | 66.91 | 60.42 |
| 资本公积增加 | -3.06 | 804.46 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | P/B | 5.53 | 3.42 | 3.24 | 3.23 | 3.21 |
| 现金净增加额 | -338.35 | 152.89 | 90.88 | 197.64 | 142.25 | EV/EBITDA | 11.10 | 14.90 | 32.24 | 24.60 | 21.30 |

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 | 新能源汽车系列报告 15：7 月欧洲新能源汽车销量增速或超 200%，全年 130 万销量可期 | 2020-08-06 |
| 行业报告 | 新能源汽车行业系列报告 14：Northvolt 获宝马订单，中国供应商有望受益 | 2020-07-22 |
| 行业报告 | 官方加强电网规划投资管理，上半年新能源车市表现分化——电力设备与新能源行业月报（2020 年 7 月） | 2020-07-14 |
| 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 | 2020-06-16 |
| 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 | 电力设备与新能源行业报告：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 | 汽车&电新行业：大众投资江淮、国轩，加码在华新能源布局——暨新能源汽车系列报告 12 | 2020-06-01 |
| 行业深报告 | 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 |
| 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 | 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 | 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 |

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