

2021年01月08日

沈嘉婕

H70455@capital.com.tw

目标价(元)

RMB 43

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2021/1/7)	33.98
深证成指(2021/1/7)	15356.40
股价 12 个月高/低	35.34/14.08
总发行股数(百万)	448.60
A 股数(百万)	359.06
A 市值(亿元)	122.01
主要股东	陈秀峰 (17.34%)
每股净值(元)	6.49
股价/账面净值	5.23
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	36.6 47.4 79.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

产品组合

锂离子电池隔膜	100%
---------	------

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.6%
一般法人	16.0%

股价相对大盘走势



星源材质(300568.SZ)

首次覆盖 BUY 买进

受益于行业快速发展，盈利能力有望加速回升

结论与建议：

星源材质在锂电池隔膜领域深耕多年，目前已经进入了主流动力电池大客户的供应体系；公司加速产能投放，随着新能源汽车市场进入快速增长期，2021 年订单有望迎来爆发式增长，实现盈利水平的加速回升。预计 2020-2021 年公司将分别实现净利润 1.48 亿和 2.41 亿，分别同比增 8.94%和 62.3%，EPS 分别为 0.33 元和 0.54 元，当前股价对应 PE 分别为 103 倍和 63 倍，首次覆盖，予以买进投资建议。

- 公司目前在国内隔膜行业中处于领先地位，同时掌握干法、湿法和涂覆隔膜制备技术。公司已进入全球产业链，出口占比 40%左右。随着湿法隔膜产能释放，2020 年公司营收恢复较快增长，2020 年 1-3Q 在疫情影响下仍同比增长 18.52%；三季度公司盈利水平明显好转，单季度扣非后净利润同比增长 33.96%，实现触底反弹。得益于技术优势，公司毛利率水平行业领先。
- 公司加速投放隔膜产能，市场份额有望提升。2021 年新能源汽车市场将进入快速发展期，未来 5 年隔膜需求年均增速预计达到 40%。未来 2-3 年，公司隔膜产能将快速提升，尤其是湿法隔膜和高端涂覆膜产能。根据建设进度，我们估算 2021、2022 和 2023 年公司有效产能增速将分别达到 57%、45%和 31%。随着产能扩大，公司有望占据更大的市场份额，提升规模效应。
- 大客户需求放量在即，继续拓展海外客户。2020 年公司开始为更多大客户供应隔膜，除了 LG 仍占据较大份额外，前五大客户新增宁德时代和比亚迪。大客户占比提升有利于保证公司订单的稳定性和成长性。随着 2021 年宁德时代、LG 和比亚迪的需求放量，公司订单有望迎来爆发式增长。此外，公司正在持续拓展海外客户，与三星、Northvolt 等厂商均建立了供应关系。
- 2021 年新增隔膜产能有限，价格有望企稳。2021 年全球主流隔膜厂商新增产能有限，特别是海外隔膜厂商扩产进度相对较慢。因此我们认为 2021 年隔膜供需将处于基本平衡的状态，隔膜价格有望平稳运行，而一些特殊规格的产品价格甚至将会提升。
- 风险提示：新能源汽车销量不及预期，公司产能释放进度不及预期。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019	2020F	2021F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	107	222	136	148	241
同比增减	%	3.09%	108.02%	-38.71%	8.94%	62.29%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.556	1.157	0.591	0.644	1.045
同比增减	%	-66.7%	108.02%	-48.93%	8.94%	62.29%
A 股市盈率(P/E)	X	61.09	29.37	57.50	52.79	32.53
股利 (DPS)	RMB 元	0.30	0.20	0.20	0.22	0.26
股息率 (Yield)	%	0.88%	0.59%	0.58%	0.64%	0.77%

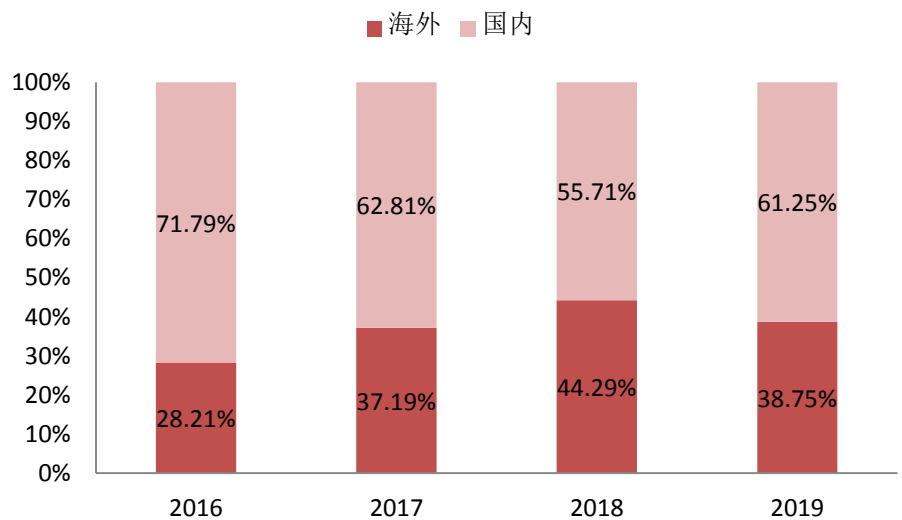
营运分析

公司深耕锂电池隔膜行业，处于国内领先地位

公司成立于 2003 年，是国内较早从事锂离子电池隔膜研发和制造的企业。公司同时掌握干法、湿法和涂覆隔膜制备技术，隔膜产品广泛应用于动力电池、储能电站等领域。通过多年的技术、经验和客户资源积累，公司目前在国内隔膜行业中处于领先地位。

公司已经进入全球供应链体系，是国内少数产品走向国际市场的隔膜公司。公司客户不仅包括宁德时代、比亚迪等国内主流锂离子电池厂商，还包括 LG 化学、日本村田等国外知名厂商。公司自 2013 年起就开始向 LG 化学批量供货，合作关系紧密。如图 1 所示，近年来，公司出口营收占整体营收的比例保持在 40% 左右。

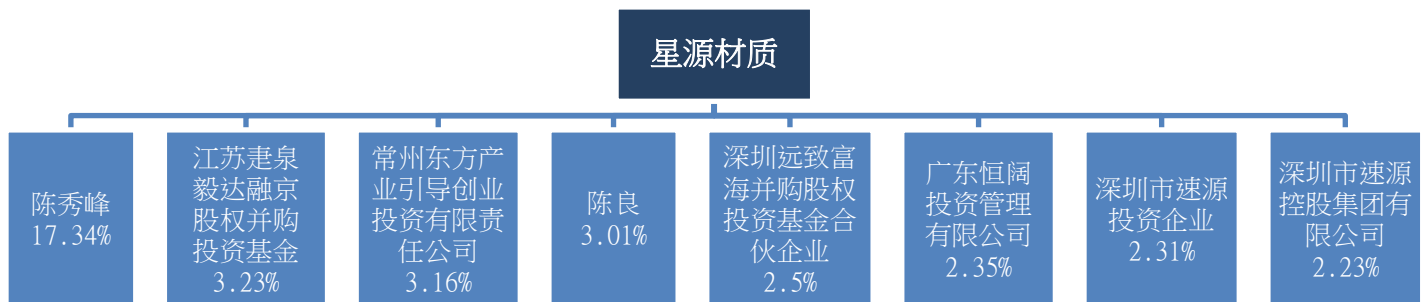
图 1：公司国内外营收占比情况



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

公司股权结构相对稳定。如图 2 所示，公司实控人陈秀峰和陈良目前共持有公司 20.35% 的股权。除了实控人外，公司其他前十大股东多为产业基金和投资公司。由于其他股东持股较为分散，公司实控人控股权稳定。

图 2：公司股权结构



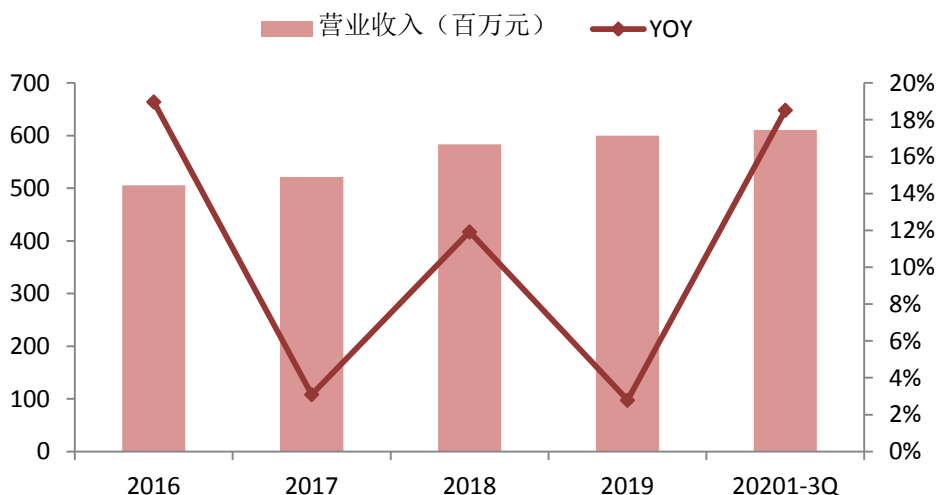
资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

公司营收逐年提升，净利润触底反弹

近年来随着新能源汽车市场快速发展，公司营收逐年提升（如图 3 所示），但受到湿法产能不足的限制，公司营收增速相对较缓。公司 2017 年、2018 年和 2019 年营业收入分别为 5.21 亿元、5.83 亿元和 6 亿元，同比分别增长 3.1%、11.92% 和 2.79%。但是，随着湿法隔膜产能释放，2020 年公司营收增速恢复较快增长。2020 年 1-3Q 公司取得营业收入 6.11 亿元，即使在疫情影响下仍同比增长 18.52%。

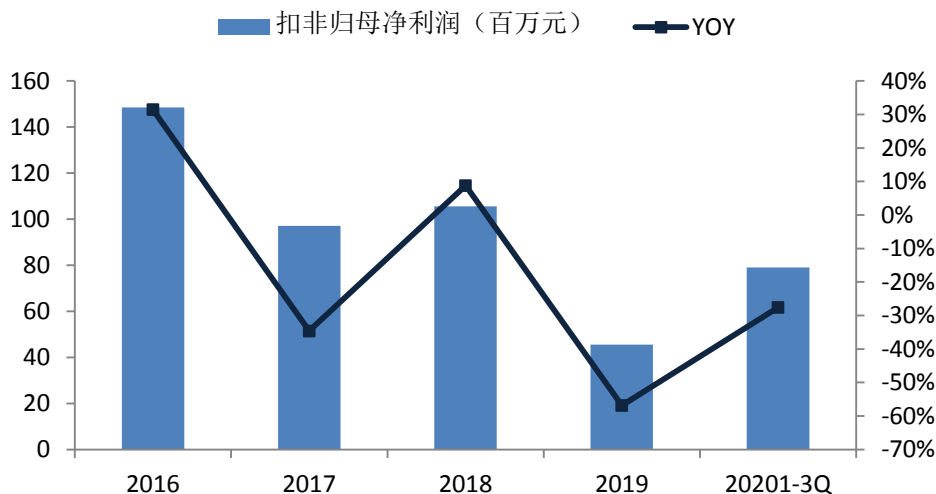
2020 年公司扣非后净利润有望触底反弹。如图 4 所示，公司在 2017、2018、2019 和 2020 年 1-3Q 扣非后净利润分别为 97.1 亿元、105.6 亿元、45.6 亿元和 78.96 亿元，同比增速分别为 -34.6%、+8.8%、-56.8% 和 -27.6%，盈利水平波动较大。造成这个现象的主要原因是产能释放进度不及预期，以及隔膜毛利率下降。2020 年下半年，随着疫情好转和湿法产能释放，三季度开始公司盈利水平明显好转，单季度扣非后净利润同比增长 33.96%，实现触底反弹。

图 3：公司营业收入逐年增长



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

图 4：公司扣非净利润触底反弹

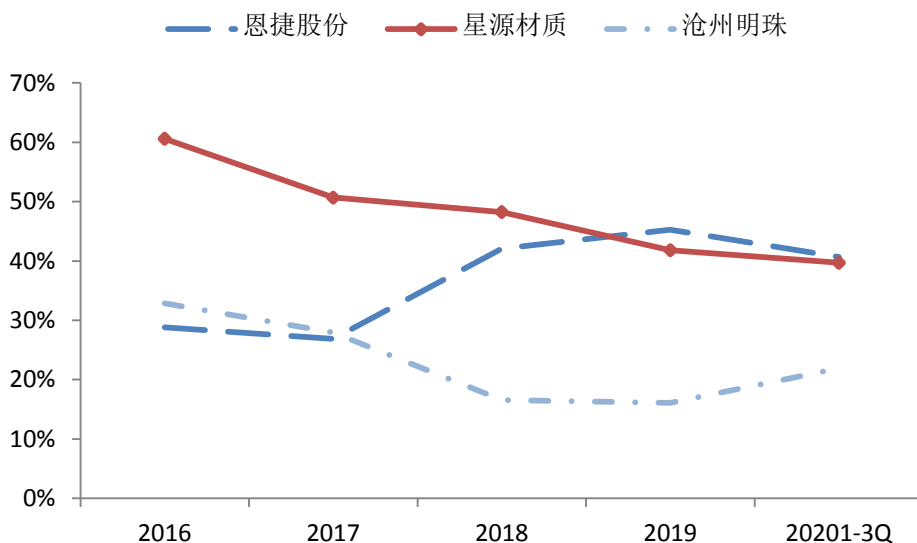


资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

公司毛利率水平行业领先

公司产品毛利率水平行业领先。如图 5 所示，2017、2018、2019 和 2020 1-3Q 公司毛利率分别为 50.68%、48.25%、41.82% 和 39.7%。近期公司毛利率虽然在隔膜产品降价压力下呈下降趋势，但仍保持在行业较高的水平。这主要受益于公司的技术优势和海外订单。一方面，公司具备技术优势，隔膜产品以中高端产品为主，且能够生产毛利率较高的涂覆膜，与同行形成差异化竞争；另一方面，公司外销占比高，出口订单的毛利率高于国内订单。2021 年，随着公司产能规模扩大和产能利用率的提升，公司毛利率有望回升至 40% 以上。

图 5：公司毛利率水平行业领先



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

动力电池隔膜市场快速增长，市场集中度较高

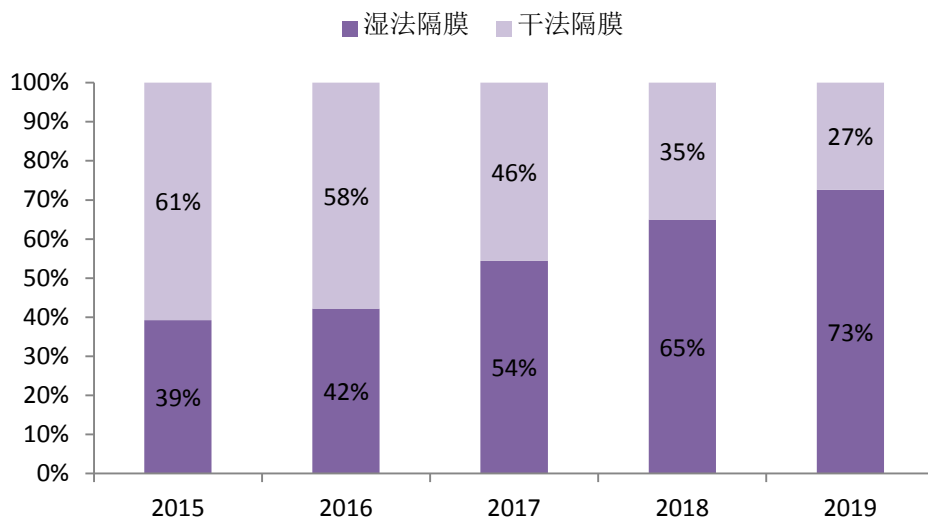
隔膜是锂离子电池的重要的内层组件，用于防止正负两级直接反应。隔膜的品质将直接影响电池的容量、安全性等性能。如表 1 所示，目前隔膜的生产工艺有干法和湿法两大类。相较于干法工艺，湿法工艺得到的隔膜更薄，且具有较高的孔隙率和更好的透气性，可以满足动力电池的大电流充放电要求；并且随着涂覆技术的应用，湿法隔膜的循环性能和耐高温性能得到改善，因而湿法涂覆隔膜更适用于高性能动力类锂离子电池。根据高工锂电数据（如图 6 所示），随着高密度动力电池市场的发展，国内湿法隔膜占比从 2015 年的 39.3% 上升至 2019 年的 72.6%。

表 1：湿法隔膜更适用于高密度动力电池

	干法	湿法
主要产品	PP 隔膜	PE 隔膜
优点	低成本、高熔点	一致性好，厚度薄，孔隙率、透气率和机械强度高
缺点	相对较厚，一致性较差，加热条件下容易氧化	熔点低

资料来源：群益金鼎证券根据公开资料整理

图 6：湿法隔膜占比快速提升

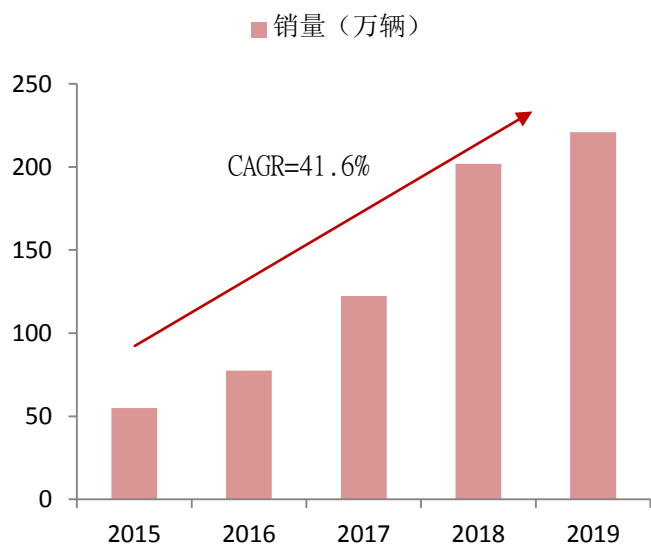


资料来源：高工锂电，群益金鼎证券整理

随着新能源汽车市场爆发，隔膜需求量将快速提升

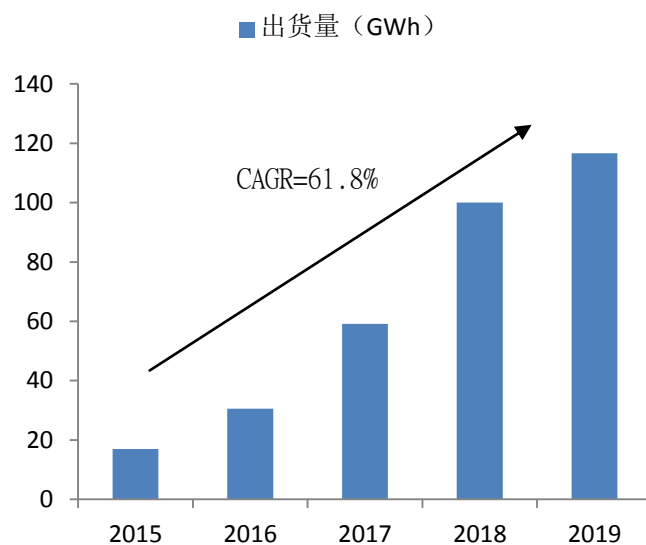
随着全球主要经济体相继出台新能源汽车产业引导政策，近年来新能源汽车销量快速提升。根据 EV Sales 数据，全球新能源乘用车销量由 2015 年的 54.9 万辆增长至 2019 年的 221 万辆，CAGR 为 41.6%（见图 7）。在新能源汽车销量和单车电池容量快速增长的趋势下，动力电池出货量也随之快速提升。根据 SNE Research 数据，2019 年，全球动力电池出货量已达 116.6GWh，2015-2019 年 CAGR 达 61.8%（见图 8）。隔膜是动力电池的重要组成部分，需求量因而大幅提升。

图 7：2015-2019 年全球新能源汽车销量 CAGR 达 41.6%



资料来源：EV sales，群益金鼎证券整理

图 8：2015-2019 年全球动力电池出货量 CAGR 达 61.8%



资料来源：SNE Research，群益金鼎证券整理

2021年，全球新能源汽车市场预计将进入快速增长通道。一方面，2021年新能源汽车产量将大幅提升。在日渐趋严的碳排放要求下，整车企业加快电动化转型步伐。2021年，传统大型车企如大众、宝马等预计将加快投放新能源车型，而特斯拉、蔚来等新型电动车企业产能也持续爬坡中，产量均有望翻倍增长。另一方面，由于新能源汽车价格下降、限购城市新能源牌照优势凸显、以及基础设施建设不断完善等因素，新能源汽车销量占汽车销量的比例有望显著提升。根据EV Tank预计，2021年全球新能源汽车销量将超过360万辆，同比增长32%；而到2025年，全球新能源乘用车销量预计将达到1200万辆，2020-2025年CAGR将达34.3%（见图9）。

随着新能源汽车销量快速增长，隔膜需求也将进入快速增长期。根据EV Tank预测，到2025年，全球动力电池出货量将达到823GWh（见图10）；根据我们测算，这一动力电池出货量对应的隔膜需求约为123亿平，对应市场规模将超过200亿元。我们预计2020-2025年隔膜需求CAGR约为40%（见图11）。

图9：2020-2025年全球新能源车销量CAGR预计达34%

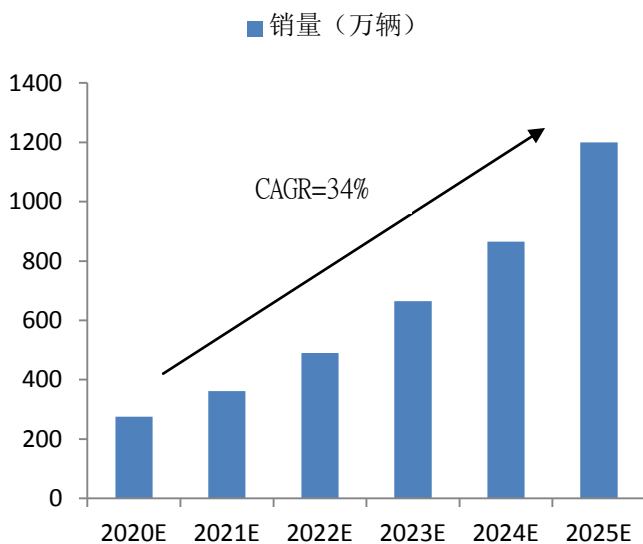
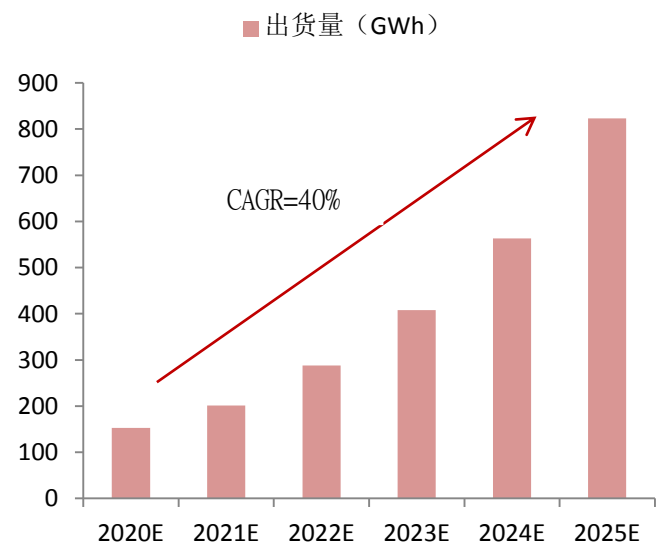


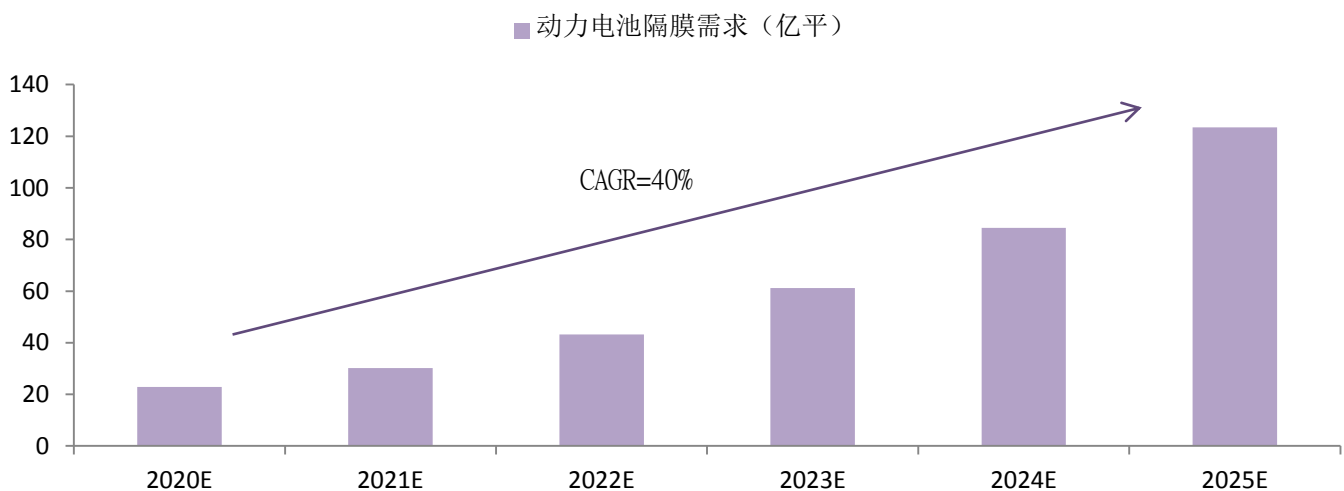
图10：2020-2025年全球动力电池需求量CAGR预计达40%



资料来源：EV Tank，群益金鼎证券整理

资料来源：EV Tank，群益金鼎证券整理

图11：2020-2025年动力电池隔膜需求CAGR预计达40%

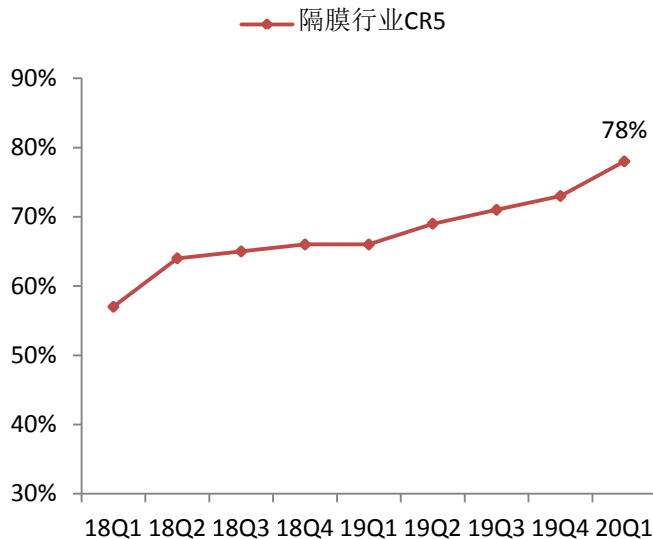


资料来源：群益金鼎证券整理

隔膜市场集中度高

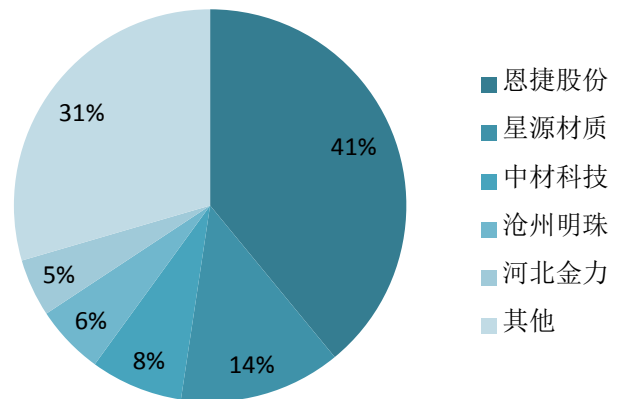
由于隔膜行业进入门槛较高，对资金和技术都有比较高的要求，加之近年来新能源汽车补贴退坡加速了行业出清，目前国内隔膜行业集中度非常高，竞争格局较好。如图 12 所示，2020 年国内隔膜行业 CR5 达到 78%。截止 2019 年底，恩捷股份国内市占率第一，星源材质排名第二（见图 13），市占率分别为 41% 和 14%。

图 12：国内隔膜行业 CR5 达 78%



资料来源：公开资料，群益金鼎证券整理

图 13：2019 年星源材质隔膜出货量第二



资料来源：公开资料，群益金鼎证券整理

公司持续投放产能，市场份额有望提升

公司上市后湿法产能明显增加。上市前期，公司以干法产能为主，上市后，公司根据下游客户需求的变化和行业未来的发展趋势，开始加快扩张湿法产能，并且大力投资高端涂覆产能。表 2 展示了公司上市以来投资新建产能的情况。到 2020H1，公司产能结构已经发生了明显的变化，湿法隔膜和干法隔膜产能分别达到 4.72 亿平和 3.99 亿平，湿法隔膜产能已经占到全公司产能的 54%（见图 14）。

随着产能提升和产能结构的优化，公司产能瓶颈得到了缓解，出货量也快速增长。如图 15 所示，公司 2020 年隔膜出货量较 2019 年有望实现翻倍增长，其中湿法隔膜的出货占比继续提高，2020H1 已达 51.8%。

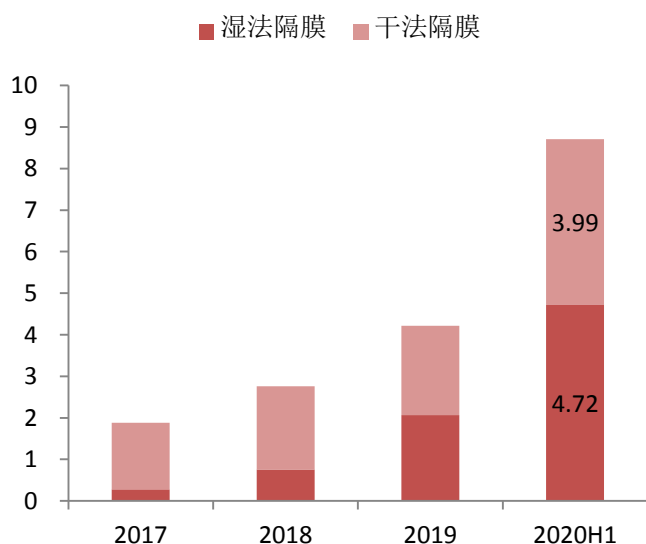
表 2：公司上市以来持续扩充产能

时间	资金来源	项目	产能（亿平）	投资额	地点
2016.12	IPO	动力电池干法隔膜扩建项目	0.792	3.83 亿元 (其中 IPO 资金 1.26 亿元)	深圳
		湿法隔膜项目	3.6	19.96 亿元 (其中 IPO 资金 2.57 亿元)	常州

2018.3	可转债	湿法隔膜项目 (同上)	3.6	19.96 亿元 (其中可转债资金 4.73 亿元)	常州
2019.8	定增	超级涂覆工厂 (一期)	干法 4 亿平, 涂覆膜 6 亿平	29.6 亿元 (其中定增资金 8.43 亿元)	常州
2020	可转债 (已通过 审核)	超级涂覆工厂 (二期)	涂覆膜 4 亿平	29.6 亿元 (其中可转债资金 3 亿元)	常州
		湿法隔膜项目	2	5 亿元 (其中可转债资金 4 亿元)	常州
	自筹	欧洲工厂(一期)	涂覆膜 0.9 亿平	1.3 亿元	瑞典

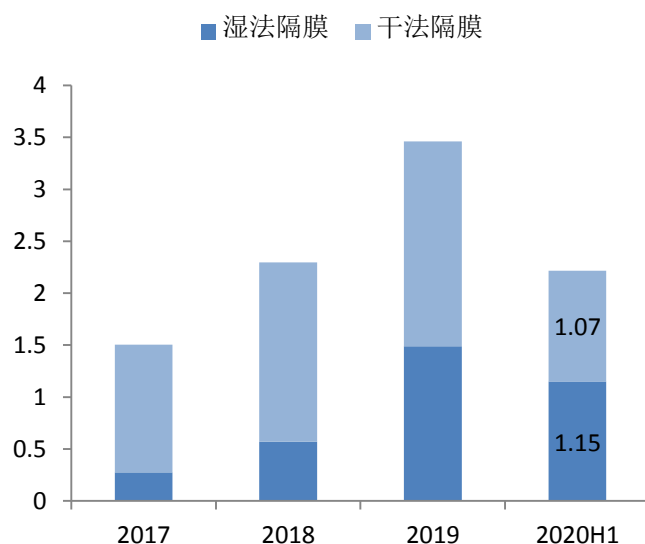
资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

图 14：干法隔膜和湿法隔膜产能变化情况



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

图 15：干法隔膜和湿法隔膜出货量情况



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

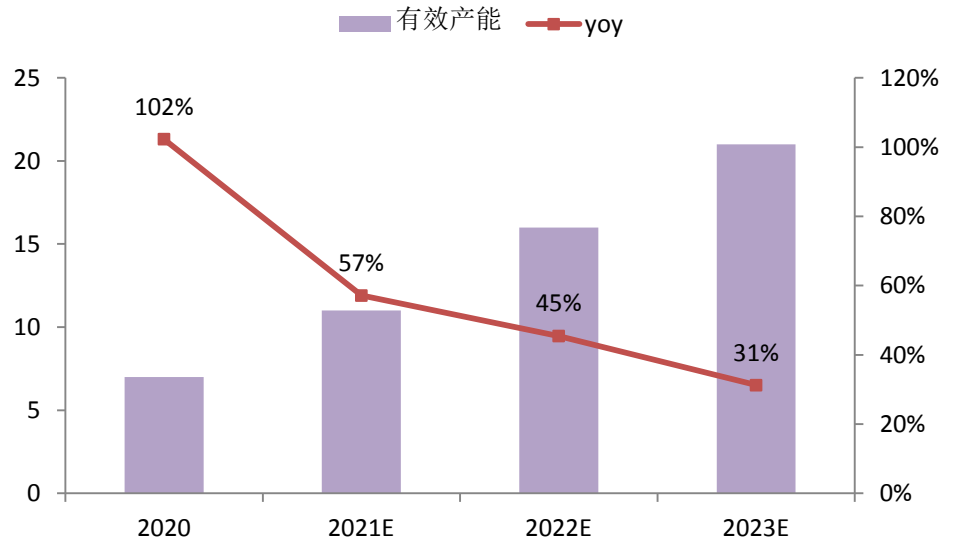
未来 2-3 年，公司产能将持续提升。目前公司在建项目主要有常州星源湿法隔膜项目和江苏星源超级涂覆工厂项目。常州星源湿法隔膜项目规划 8 条湿法隔膜产线，共计 8 亿平湿法隔膜年产能，即将建成投产。超级涂覆工厂项目规划 50 条涂覆产线和 8 条干法隔膜产线，全部投产后将形成 10 亿平涂覆产能和 4 亿平干法隔膜产能。其中 30 条涂覆膜产线已经建成投产，2021 年将释放 6 亿平涂覆产能；干法隔膜建设进度过半，目前释放超过 2 亿平干法隔膜产能，预计到 2021 年下半年将达到满产。

此外，公司计划募集资金扩建 2 亿平湿法隔膜产能；并计划自筹资金在瑞典建设 7 亿平湿法隔膜产能和 4.2 亿平涂覆膜产能。根据公司的建设进度，我们估算未来 3 年公司仍将保持较快的产能扩张速度（见图 16），2021、2022 和 2023 年的有效产能增速预计将分别达到 57%、45%和 31%。

未来，考虑到隔膜需求的快速增加，以及供应链的安全性，动力电池厂商预计将选择多个有实力的隔膜供应商。公司在行业内技术领先，新建产能陆续释放，因此在

下游客户中的供应份额有望提升。2020年，公司对宁德时代的供货份额显著增加，四季度供货份额已经占到约30%；公司也成为了比亚迪刀片电池的主供应商。2021年，公司进入南京LG湿法隔膜供应链，市场份额有望进一步提升。

图 16：公司有效产能扩张预期



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

大客户需求放量在即，继续拓展海外客户

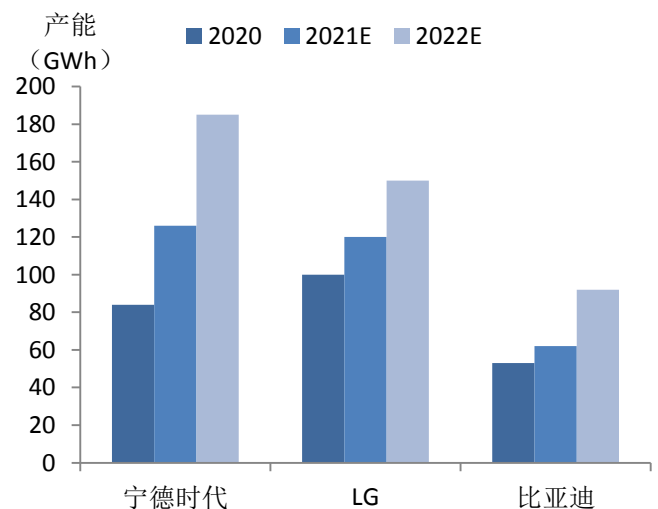
如表 3 所示，截止 2020 年 6 月份，公司前 5 大客户转变成 LG、比亚迪、宁德时代、村田和国轩高科，营收占比分别为 25.09%、5.85%、5.5%、5.26%和 4.71%。公司进入大客户的供应链，能够保证订单的稳定性和成长性。如图 17 所示，未来宁德时代、LG、比亚迪这些大客户的动力电池产能将持续扩张，对隔膜的需求量将随之显著提升。随着宁德时代、LG、比亚迪等大客户需求放量，2021 年公司订单有望迎来爆发式增长。

表 3：公司客户结构变化

2019		2020H1	
公司名称	营收占比	公司名称	营收占比
LG 化学	36.7%	LG 化学	25.1%
国轩高科	9.9%	比亚迪	5.9%
孚能科技	6.5%	宁德时代	5.5%
天津力神	4.7%	村田	5.3%
亿纬锂能	3.2%	国轩高科	4.7%
总计	61.0%	总计	46.4%

资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

图 17：客户将持续扩张动力电池产能



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

此外，公司持续拓展海外客户，目前已经通过三星等海外企业的湿法隔膜认证，并与 Northvolt 签订长期合作协议。公司还计划在瑞典建设湿法及涂覆膜生产线，该工厂建成后，将有利于公司拓展海外客户订单，提升公司在欧洲市场知名度，加速推动公司的国际化发展。

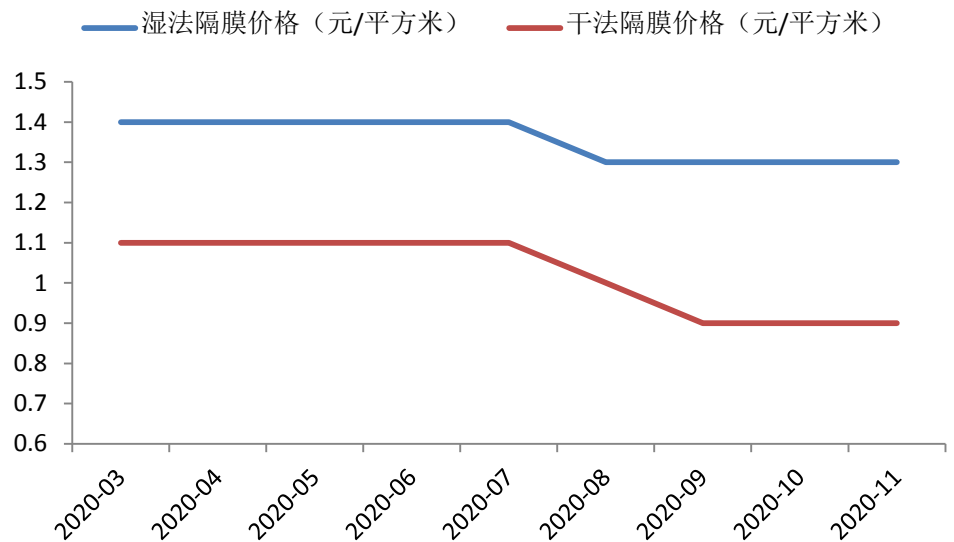
新增产能有限，隔膜价格有望企稳

2020 年 Q3 开始，随着需求大幅回升，隔膜价格已经趋于稳定（如图 18 所示）。我们预计 2021 年隔膜价格继续下降的可能性不大，将有利于公司业绩增长。

首先从供给端看，如表 4 所示，2021 年主流隔膜厂商新增产能有限，特别是海外隔膜厂商扩产进度相对较慢。我们预计 2021 年全年海外主要隔膜生产厂商旭化成、SKI、东丽、W-Scope 和住友化学新增产能分别为 4.5 亿平、3.4 亿平、0.56 亿平、1 亿平和 0.45 亿平，总计约 10 亿平；国内主要隔膜生产商恩捷股份、中材中锂和星源材质预计分别新增产能 8 亿平、3 亿平和 4 亿平，总计约 15 亿平。主要隔膜厂商 2021 年累计新增产能预计约 25 亿平，较 2020 年同比增长 38% 左右。若考虑到产能投放时间的差异，实际新增产能将会更少。而从需求端看，我们预计 2021 年动力电池需求量约 201GWh，较 2020 年同比增长约 32%。

由于产能规模的增速和隔膜需求的增速相近，我们认为 2021 年隔膜供需将处于基本平衡的状态，隔膜价格有望平稳运行，而一些特殊规格的产品价格甚至将会上涨。此外，公司近期加码投资高端涂覆生产线，凭借技术优势与同行形成差异化竞争，未来产品均价有望提升。

图 18：隔膜价格趋于稳定



资料来源：鑫椏资讯，群益金鼎证券整理

表 4：国内外主要隔膜厂商 2021 年新增产能有限

预测产能 (亿平)	2021E	2020E
旭化成	15.5	11
SKI	12.1	8.7

东丽	9.62	9.06
W-Scope	6	5
住友化学	4	3.55
恩捷股份	20	12
中材中锂	13	10
星源材质	11	7
总计	91.22	66.31

资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

盈利预测

星源材质在锂电池隔膜领域深耕多年，目前已经进入了主流大客户的供应体系。公司加速产能投放，随着新能源汽车行业进入快速增长期，2021年订单量有望迎来爆发式增长，实现盈利水平的加速回升。预计2020-2021年将分别实现净利润1.48亿和2.41亿，分别同比增8.94%和62.3%，EPS分别为0.33元和0.54元，当前股价对应PE分别为103倍和63倍，首次覆盖，予以“买进”建议。

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2017	2018	2019	2020F	2021F
营业收入	521	583	600	897	1300
经营成本	257	302	349	547	780
营业税金及附加	10	11	9	9	12
销售费用	24	29	37	30	43
管理费用	104	88	86	88	104
财务费用	24	12	37	25	36
资产减值损失	0	0	-6	0	0
投资收益	0	3	-6	0	0
营业利润	113	124	62	180	293
营业外收入	2	125	98	2	2
营业外支出	6	0	1	1	1
利润总额	110	249	159	181	294
所得税	22	46	29	45	74
少数股东损益	-19	-19	-6	-12	-20
归属于母公司所有者的净利润	107	222	136	148	241

附二：合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019	2020F	2021F
货币资金	621	419	483	615	877
应收账款	203	336	373	410	451
存货	56	109	177	186	196
流动资产合计	1096	1079	1739	1774	1809
长期股权投资	0	8	12	12	13
固定资产	861	794	1669	1836	2019
在建工程	31	950	1584	792	396
非流动资产合计	110	196	192	188	184
资产总计	2374	3569	5329	5383	5462
流动负债合计	651	639	1398	1356	1315
非流动负债合计	438	1389	1456	1354	1259
负债合计	1089	2028	2854	2710	2574
少数股东权益	17	13	7	7	8
股东权益合计	1284	1540	2475	2673	2887
负债及股东权益合计	2374	3569	5329	5383	5462

附三：合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019	2020F	2021F
经营活动产生的现金流量净额	40	240	147	169	254
投资活动产生的现金流量净额	-534	-1263	-1292	-1550	-1782
筹资活动产生的现金流量净额	373	685	1297	1557	1790
现金及现金等价物净增加额	-133	-327	153	176	262

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会因使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。