

2020 年业绩快报点评：产销两旺，费用影响 Q4 盈利

买入（维持）

2021 年 02 月 27 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	2019A	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	600	972	2,051	2872
同比（%）	2.9	62.1	111.0	40.0
归母净利润（百万元）	136	119	267	404
同比（%）	-38.7	-12.5	124.4	51.3
每股收益（元/股）	0.30	0.27	0.59	0.90
P/E（倍）	89	101	45	30

投资要点

- **2020 全年净利润 1.19 亿，低于预期：**根据公司业绩快报，2020 公司营收 9.72 亿元，同比增长 62.14%，归母净利润 1.19 亿元，同比下降 12.74%；扣非净利润 0.94 亿元，同比增长 106.97%，其中非经常性损益 0.24 亿，主要为政府补贴。20 年净利率为 12.22%，同比下降 10.5 pct。
- **20Q4 归母净利润 0.16 亿，诉讼及股权激励费用影响利润：**20Q4 单季度收入 3.62 亿元，同比增长 328.55%，环比增长 33.98%；归母净利润 0.16 亿，同比转正，环比下降 48.0%；扣非归母净利润 0.15 亿，同比转正，环比下降 38.5%；20Q4 净利率 4.49%，同比转正，环比下降 6.13pct。Q4 股权激励费用及诉讼费用等影响约 4000 万+利润，若加回，则 Q4 公司扣非利润可超过 5500 万，环比翻倍以上增长，实现经营拐点。
- **20 年隔膜销量大幅提升，Q4 满产满销，实际单平利润大幅提升：**我们预计 20 年公司隔膜实现近 7 亿平出货，同比近翻番，其中 Q4 出货预计超过 2.5 亿平，同比增长 220%，环比增长 35%以上。产品拆分来看，我们预计公司出货量中湿法隔膜占比 60%以上，干法接近 40%。从盈利水平看，20 年下半年隔膜价格稳定，特别是进入 Q4 需求旺盛，部分小单价格微涨，同时 Q4 公司实现满产满销，单月出货量均在 8000-9000 万平以上，产能利用率提升及产线效率提升，Q4 公司单平利润提升明显，我们测算若不考虑股权激励及诉讼等一次性费用影响，Q4 扣非利润超过 5000 万，单平利润超过 0.2 元/平，环比实现翻番，预计 21 年随着产品结构优化，单平利润有望进一步提升。
- **加大扩产力度，21 年销量维持高增，且客户结构将进一步优化：**公司常州湿法基地、江苏干法和涂覆基地产能基本建设完毕。目前公司湿法隔膜产能合计 9 亿平，其中深圳基地 3000 万平，合肥基地 8000 万平，常州基地 8 亿（母卷）。干法隔膜方面，深圳基地近 2 亿平产能稳定生产，主要供货 LG 化学，江苏基地 4 亿平产能基本全部投产，合计公司产能 15 亿平。涂覆方面，公司江苏基地将分 2 期建设，一期 30 条线，对应 6 亿平，二期 20 条线，对应 4 亿平，已全部投产。考虑一些线用于打样，目前公司满产下，单月产量 0.9-1 亿平，产能供不应求，因此后续还将于常州、瑞典进一步扩产，瑞典基地规划 7 亿平，将于 23 年开始逐步投产，国内将规划 8 亿平产能，将于明年开始陆续投产。
- **投资建议：**预计公司 20-22 年归母净利润为 1.2/2.7/4 亿元，同比分别 -13%/124%/52%；EPS 分别 0.27/0.59/0.9 元；对应现价 PE 分别 101/45/30 倍，给予 21 年 55x，对应目标 33 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**销量及价格不及预期，新客户拓展不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.97
一年最低/最高价	14.08/36.60
市净率(倍)	4.15
流通 A 股市值(百万元)	9949.18

基础数据

每股净资产(元)	6.49
资产负债率(%)	46.67
总股本(百万股)	448.54
流通 A 股(百万股)	368.90

相关研究

- 1、《星源材质（300568）三季报点评：业绩符合预期，产能爬坡顺利，国内外客户开始起量》2020-10-16
- 2、《星源材质（300568）中报点评：隔膜新产能放量，拐点将临》2020-08-17
- 3、《星源材质（300568）事件点评：股权激励彰显信心，公司再获海外客户认可》2020-03-19

2020 全年净利润 1.19 亿，低于预期：2020 公司营收 9.72 亿元，同比增长 62.14%，归母净利润 1.19 亿元，同比下降 12.74%；扣非净利润 0.94 亿元，同比增长 106.97%，其中非经常性损益 0.24 亿，主要为政府补贴。20 年净利率为 12.22%，同比下降 10.5 pct。

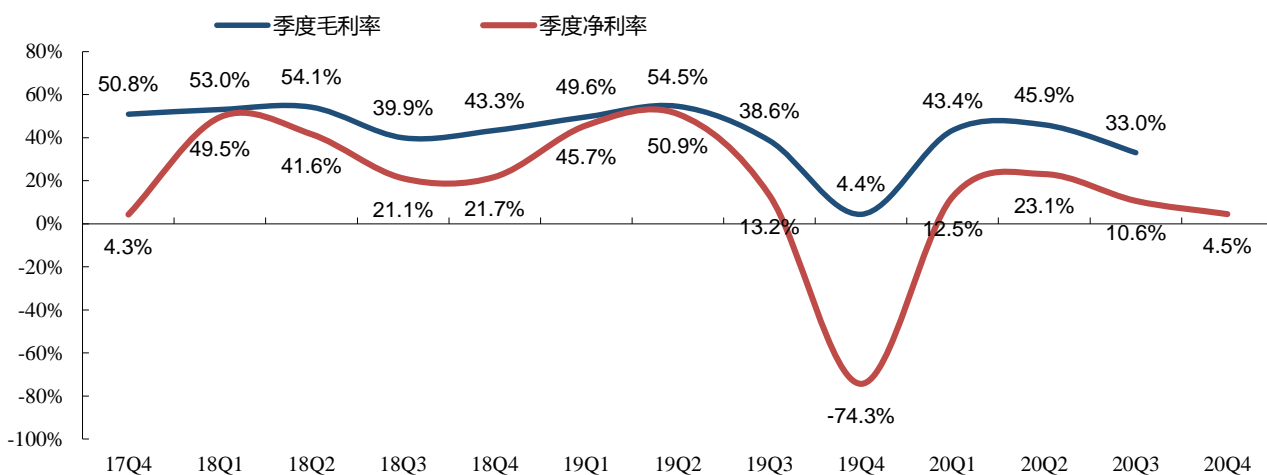
20Q4 归母净利润 0.16 亿，诉讼及股权激励费用影响利润：20Q4 单季度收入 3.62 亿元，同比增长 328.55%，环比增长 33.98%；归母净利润 0.16 亿，同比转正，环比下降 48.0%；扣非归母净利润 0.15 亿，同比转正，环比下降 38.5%；20Q4 净利率 4.49%，同比转正，环比下降 6.13pct。Q4 股权激励费用及诉讼费用等影响约 4000 万+利润，若加回，则 Q4 公司扣非利润可超过 5500 万，环比翻倍以上增长，实现经营拐点。

图 1：星源材质季度经营情况

	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
营业收入(百万)	361.6	269.9	216.2	124.7	84.4	162.5	191.0	161.8
-同比	328.55%	66.11%	13.18%	-22.95%	-47.28%	53.61%	30.89%	-5.74%
毛利率		32.99%	45.94%	43.37%	4.41%	38.58%	54.50%	49.60%
归母净利润(百万)	16.2	31.2	55.4	15.9	-59.4	23.9	95.5	76.2
-同比	-127.29%	30.73%	-41.97%	-79.08%	-236.75%	-7.57%	50.61%	-14.81%
净利率	4.49%	10.62%	23.05%	12.53%	-74.29%	13.21%	50.92%	45.68%
扣非归母净利润(百万)	15.39	25.02	42.91	11.04	-63.44	18.68	53.25	37.11
-同比	-124.25%	33.96%	-19.42%	-70.26%	-422.18%	995.90%	40.65%	-19.98%
扣非归母净利率	4.25%	9.27%	19.85%	8.85%	-75.19%	11.49%	27.87%	22.93%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：星源材质季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

20 年隔膜销量大幅提升，Q4 满产满销，实际单平利润大幅提升：我们预计 20 年公司隔膜实现近 7 亿平出货，同比近翻番，其中 Q4 出货预计超过 2.5 亿平，同比增长 220%，

环比增长 35%以上。产品拆分来看，公司湿法隔膜受益于宁德时代大规模采购，干法受益于比亚迪刀片电池采购，20 年下半年均实现大幅增长，我们预计公司出货量中湿法隔膜占比 60%以上，干法接近 40%。从盈利水平看，20 年下半年隔膜价格稳定，特别是进入 Q4 需求旺盛，部分小单价格微涨，同时 Q4 公司实现满产满销，单月出货量均在 8000-9000 万平以上，产能利用率提升及产线效率提升，Q4 公司单平利润提升明显，我们测算若不考虑股权激励及诉讼等一次性费用影响，Q4 扣非利润超过 5000 万，单平利润超过 0.2 元/平，环比实现翻番，预计 21 年随着产品结构优化，单平利润有望进一步提升。

加大扩产力度，21 年销量维持高增，且客户结构将进一步优化：公司常州湿法基地、江苏干法和涂覆基地产能基本建设完毕。目前公司湿法基膜产能合计 9 亿平，其中深圳基地 3000 万平，合肥基地 8000 万平，常州基地 8 亿（母卷）。干法隔膜方面，深圳基地近 2 亿平产能稳定生产，主要供货 LG 化学，江苏基地 4 亿平产能基本全部投产，合计公司产能 15 亿平。涂覆方面，公司江苏基地将分 2 期建设，一期 30 条线，对应 6 亿平，二期 20 条线，对应 4 亿平，已全部投产。考虑一些线用于打样，目前公司满产下，单月产量 0.9-1 亿平，产能供不应求，因此后续还将于常州、瑞典进一步扩产，瑞典基地规划 7 亿平，将于 23 年开始逐步投产，国内将规划 8 亿平产能，将于明年开始陆续投产。我们预计公司 21 年出货量有望超过 11 亿平，同比实现近 60%增长，同时产品结构将大幅改善，海外湿法隔膜占比提升，同时涂覆隔膜占比也将提升，单平盈利有望提升至 0.25-0.3 元/平。

投资建议：预计公司 20-23 年归母净利润为 1.2/2.7/4 亿元，同比分别-12%/123%/52%；EPS 分别 0.27/0.59/0.9 元；对应现价 PE 分别 101/45/30 倍，给予 21 年 55x，对应目标 33 元，维持“买入”评级。

风险提示：销量及价格不及预期，新客户拓展不及预期

星源材质三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020A	2021E	2022E		2019A	2020A	2021E	2022E
流动资产					营业收入	600	972	2051	2872
现金	711	276	330	371	减:营业成本	349	605	1238	1743
应收账款	419	520	943	1331	营业税金及附加	9	17	37	52
存货	177	193	266	377	营业费用	37	49	84	118
其他流动资产	432	434	441	446	管理费用	132	224	349	431
非流动资产					研发费用				
长期股权投资	12	12	12	12	财务费用	37	31	53	42
固定资产	1669	1785	1885	1872	资产减值损失	8	5	23	12
在建工程	1584	1734	1884	2184	加:投资净收益	-6	2	2	2
无形资产	192	390	388	387	其他收益	30	16	25	15
其他非流动资产	134	134	134	134	资产处置收益				
资产总计	5329	5479	6282	7114	营业利润	62	59	295	492
流动负债					加:营业外净收支	97	84	26	6
短期借款	925	700	881	756	利润总额	159	143	321	498
应付账款	431	747	1528	2152	减:所得税费用	29	23	51	90
其他流动负债	42	59	100	134	少数股东损益	-6	1	3	4
非流动负债					归属母公司净利润	136	119	267	404
长期借款	649	649	649	649	EBIT	99	91	348	534
其他非流动负债	806	806	408	408	EBITDA	201	226	500	698
负债合计	2854	2961	3567	4099	重要财务与估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E
少数股东权益	7	8	11	15	每股收益(元)	0.30	0.27	0.59	0.90
归属母公司股东权益	2469	2510	2705	3000	每股净资产(元)	5.50	5.60	6.03	6.69
负债和股东权益	5329	5479	6282	7114	发行在外股份(百万股)	230	449	449	449
					ROIC(%)	2.1	1.9	7.3	10.4
					ROE(%)	5.5	4.8	9.9	13.5
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	41.8	37.8	39.7	39.3
经营活动现金流	147	498	795	765	销售净利率(%)	21.7	12.4	13.1	14.2
投资活动现金流	-1292	-598	-398	-448	资产负债率(%)	53.5	54.0	56.8	57.6
筹资活动现金流	1297	-335	-343	-276	收入增长率(%)	2.8	62.0	111.1	40.0
现金净增加额	153	-435	54	41	净利润增长率(%)	-35.9	-7.3	123.4	51.7
折旧和摊销	101	135	152	165	P/E	89	101	45	30
资本开支	1295	600	400	450	P/B	5	5	4	4
营运资本变动	-208	-213	-322	-153	EV/EBITDA	70	62	28	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>