

星源材质 (300568)

公司研究/点评报告

隔膜销量高增长，盈利能力有望改善

—星源材质 2020 年业绩快报点评

点评报告/电力设备与新能源行业

2021 年 3 月 1 日

一、事件概述

2 月 26 日，公司发布业绩快报，公司 2020 年营收 9.72 亿，同比增长 62.14%，归母净利润 1.19 亿，同比下降 12.74%，扣非后归母净利润 0.94 亿，同比增长 106.97%。

二、分析与判断

➤ 2020 年扣非后归母净利润高增长，Q4 业绩同环比持续提升

公司 2020 年归母净利润 1.19 亿，同比下滑 12.74%，主要是由于公司 2019 年非经常性损益高达 0.91 亿（主要是政府补贴），而公司 2020 年非经常性损益对净利润影响金额约 0.24 亿，公司去年扣非后归母净利润同比增长 106.97%，则较好反映去年公司经营情况持续改善。公司 2020Q4 营收 3.62 亿，同比增长 329%，环比增长 34%，归母净利润 0.16 亿，同比实现转正，环比下降 48%。Q4 业绩环比下滑，主要是由于 Q4 承担与 Celgard 诉讼费用预计约 3000 万，以及股权激励费用计提预计约 1000 多万，若将以上两笔费用加回，则 Q4 归母净利润 5500 万以上，同比环比均实现高增长。

➤ 隔膜销量快速放量，预计今年出货有望持续高增长，产能扩张加速

公司去年隔膜销量预计达到 7 亿平左右，同比实现翻倍增长，湿法隔膜占比预计 60%。公司 2019 年突破了 CATL，去年快速放量，目前 CATL 已成为公司第一大客户；公司与 LG 维持长期良好合作关系，目前以干法产品为主，湿法产品今年将小批量供货；公司与比亚迪合作的刀片电池等高端项目进展良好。我们预计今年公司隔膜出货有望达到 11 亿平米。目前公司产能约 15 亿平，公司 10 亿元可转债已发行完成，将用于湿法隔膜和涂覆工厂扩产，预计明年公司将新增国内产能 8 亿平，后年将在欧洲新增 7 亿平，主要针对欧洲 Northvolt 等客户，我们预计未来三年公司隔膜出货将持续高增长。

➤ 产能利用率显著提升，涂覆膜占比稳步增加，盈利能力有望进一步改善

公司 2019 年因新建产能释放，隔膜产能利用率偏低，导致隔膜单平扣非后净利润大幅下降至 0.13 元/平。2020 年上半年公司隔膜单平扣非后净利润提升至 0.2 元以上。去年 Q4 公司隔膜销量预计约 2.5 亿平，若不考虑诉讼费用和股权激励费用，单平盈利也达到 0.2 元以上。今年新能源汽车需求高速增长，进入一线动力电池企业的高端隔膜产能供需偏紧，预计公司隔膜价格将相对稳定。公司涂覆隔膜占比逐渐增加，预计今年涂覆膜出货将占 50%-60%，公司的设备单线产能也持续提升，进而降低成本，我们预计今年公司隔膜产品盈利水平有望进一步提升。

三、投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.19、2.42、3.83 亿元，同比增长-13%、104%、58%，EPS 为 0.27、0.54、0.85 元，对应估值 102、50、32 倍 PE，参考 CS 新能源车指数 142 倍 PE (TTM)，考虑到公司的长期成长空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

新能源汽车销售不及预期；新产能投产进度不及预期；固态电池技术产业化应用速度快于预期。

推荐 首次评级

当前价格： 26.97

交易数据 2021-02-26

近 12 个月最高/最低(元)	35.29/15.3
总股本(百万股)	448.54
流通股本(百万股)	368.90
流通股比例(%)	82%
总市值(亿元)	120.97
流通市值(亿元)	99.49

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：WIND，民生证券研究院

分析师：于潇

执业证号： S0100520080001

电话： 021-60876734

邮箱： yuxiao@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	600	969	1,532	2,264
增长率 (%)	2.8%	61.6%	58.1%	47.8%
归属母公司股东净利润 (百万元)	136	119	242	383
增长率 (%)	-38.7%	-12.7%	103.7%	58.1%
每股收益 (元)	0.66	0.27	0.54	0.85
PE (现价)	41	102	50	32
PB	2.5	4.3	4.0	3.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	600	969	1,532	2,264
营业成本	349	582	921	1,362
营业税金及附加	9	15	23	34
销售费用	37	34	51	68
管理费用	86	97	123	181
研发费用	35	48	69	102
EBIT	83	193	347	518
财务费用	37	64	70	73
资产减值损失	(6)	14	16	15
投资收益	(6)	0	0	0
营业利润	62	139	290	464
营业外收支	97	1	1	1
利润总额	159	139	290	464
所得税	29	26	54	86
净利润	130	113	236	378
归属于母公司净利润	136	119	242	383
EBITDA	185	356	569	804
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	483	355	749	571
应收账款及票据	419	485	613	793
预付款项	4	6	9	14
存货	177	182	340	354
其他流动资产	423	626	626	626
流动资产合计	1739	1896	2574	2607
长期股权投资	12	12	12	12
固定资产	1669	2369	3169	3969
无形资产	192	191	190	189
非流动资产合计	3590	3842	4620	5333
资产合计	5329	5738	7194	7941
短期借款	685	685	685	685
应付账款及票据	431	465	644	953
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1398	1476	1695	2063
长期借款	649	649	649	649
其他长期负债	616	616	1616	1616
非流动负债合计	1456	1456	2456	2456
负债合计	2854	2931	4150	4519
股本	230	449	449	449
少数股东权益	7	1	(5)	(9)
股东权益合计	2475	2807	3043	3422
负债和股东权益合计	5329	5738	7194	7941

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	2.8%	61.6%	58.1%	47.8%
EBIT 增长率	-28.3%	133.3%	79.2%	49.3%
净利润增长率	-38.7%	-12.7%	103.7%	58.1%
盈利能力				
毛利率	41.8%	40.0%	39.9%	39.9%
净利率	22.7%	12.3%	15.8%	16.9%
总资产收益率 ROA	2.6%	2.1%	3.4%	4.8%
净资产收益率 ROE	5.5%	4.2%	7.9%	11.2%
偿债能力				
流动比率	1.2	1.3	1.5	1.3
速动比率	1.1	1.2	1.3	1.1
现金比率	0.5	0.4	0.6	0.4
资产负债率	0.5	0.5	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	212.7	150.0	130.0	130.0
存货周转天数	147.6	110.0	100.0	90.0
总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	0.3	0.5	0.9
每股净资产	10.7	6.3	6.8	7.6
每股经营现金流	0.6	0.8	1.0	2.0
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	40.9	101.7	49.9	31.6
PB	2.5	4.3	4.0	3.5
EV/EBITDA	61.8	33.9	22.4	16.0
股息收益率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	130	113	236	378
折旧和摊销	107	177	238	302
营运资金变动	(147)	(19)	(80)	141
经营活动现金流	145	338	466	898
资本开支	1,063	400	1,000	1,000
投资	(232)	0	0	0
投资活动现金流	(1,292)	(603)	(1,000)	(1,000)
股权募资	843	0	0	0
债务募资	455	0	1,000	0
筹资活动现金流	1,297	(66)	929	(76)
现金净流量	150	(332)	395	(179)

分析师简介

于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。