

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

新能源

星源材质(300568)

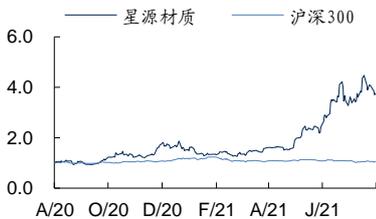
增持

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 20 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	740/641
总市值/流通(百万元)	32,492/28,122
上证综指/深圳成指	3,466/14,487
12 个月最高/最低(元)	58.47/17.11

相关研究报告:

《国信证券-星源材质-300568-深度报告: 探寻星源盈利与成长的确切性》——2021-08-14

证券分析师: 王蔚祺

E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080003

联系人: 万里明

电话: 010-88005329
E-MAIL: wanliming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

中报业绩符合预期, 看好长期盈利改善

● 21H1 盈利 1.12 亿元, 业绩整体符合预期

公司 21H1 实现营收 8.31 亿元, 同比+144%; 对应 Q2 营收 4.08 亿元, 环比-3%。21H1 公司实现归母净利润 1.12 亿元, 同比+56%; 对应 Q2 归母净利润 0.50 亿元, 环比-19%。21Q2 公司毛利率为 35.58%, 环比+1.53pct; 净利率为 13.06%, 环比-1.63pct, 业绩符合预期。公司产线效率和产能利用率改善、海外客户占比提升, 毛利率持续提升, Q2 股权激励和涂覆研发费用增多影响公司期间费用和净利率。

● 公司产线调整短期影响出货, 湿法与涂覆放量有望增厚利润

21H1 公司隔膜出货量预计超 5 亿平米, 其中 Q2 出货略有下降主要系供货海外大厂、产线调整所致。21H1 公司进一步加大与 LG 化学、三星 SDI 等海外产商的合作; 常州星源 3.6 亿平湿法项目已建成并实现批量供货, 新建江苏星源 10 亿平超级涂覆项目顺利推进并开始供货。伴随高盈利的湿法和涂覆膜产能释放、出口膜占比提升的预期下, 公司业绩有望迎来量利双升, 预计 21 年公司隔膜出货近 11 亿平。

● 全球设备供给限制扩产节奏, 看两年隔膜供需偏紧

全球主流隔膜设备供应商日本制钢所、布鲁克纳等产能有限, 扩产节奏保守。由于设备交付常需要一年半以上, 设备调试还需数月时间, 因此隔膜设备的供应情况将很大程度上决定隔膜产能扩张速度。当前全球主流锂电隔膜企业供给与需求持续紧平衡, 按照目前主流隔膜厂的扩产节奏和隔膜设备厂商的有限产能, 我们预计全球隔膜有望维持至少 2 年的紧平衡, 隔膜价格还有进一步上涨的可能性。

● 风险提示: 电动车不及预期; 投产进度不及预期; 成本下降不及预期。

● 投资建议: 维持“增持”评级

公司作为全球隔膜领先企业, 隔膜行业短期紧平衡下, 出货量高速增长, 公司投产顺利, 伴随涂覆和海外出口占比提升, 业绩有望迎来量利齐升。维持原有盈利预测, 预计公司 21-23 年归母净利润 3.71/5.79/8.81 亿元, 净利润同比增速 207/56/52%, EPS 分别为 0.50/0.78/1.19 元, 对应 PE 分别为 88/57/37 倍, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	967	1,671	2,419	3,555
(+/-%)	61.2%	72.9%	44.7%	47.0%
净利润(百万元)	121	371	579	881
(+/-%)	-11.0%	206.6%	55.7%	52.3%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.50	0.78	1.19
EBIT Margin	11.8%	27.1%	32.1%	34.2%
净资产收益率(ROE)	4.1%	11.7%	16.4%	21.8%
市盈率(PE)	163.5	88.0	56.5	37.1
EV/EBITDA	71.4	45.2	31.1	22.2
市净率(PB)	6.7	10.3	9.3	8.1

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

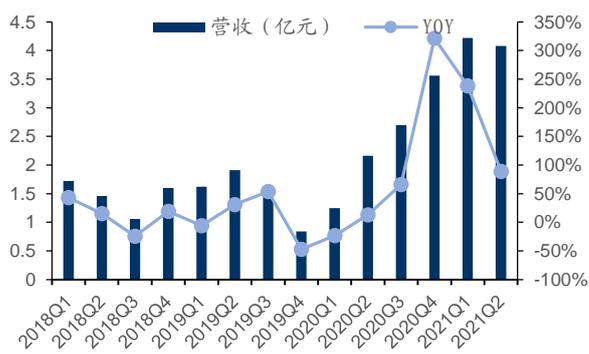
公司 21H1 实现营收 8.31 亿元, 同比+144%; 对应 Q2 营收 4.08 亿元, 环比-3%。21H1 公司实现归母净利润 1.12 亿元, 同比+56%; 对应 Q2 归母净利润 0.50 亿元, 环比-19%。21Q2 公司毛利率为 35.58%, 环比+1.53pct; 净利率为 13.06%, 环比-1.63pct, 业绩符合预期。公司产线效率和产能利用率改善、海外客户占比提升, 毛利率持续提升, Q2 股权激励和涂覆研发费用增多影响公司期间费用和净利率。

图 1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



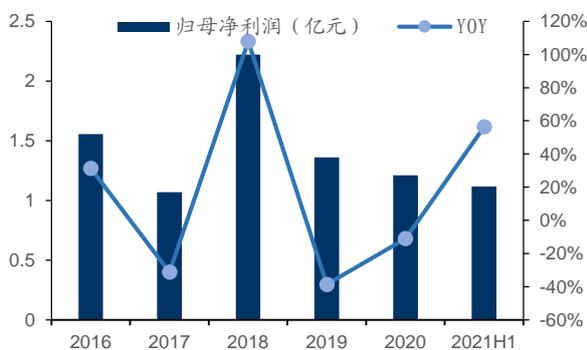
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



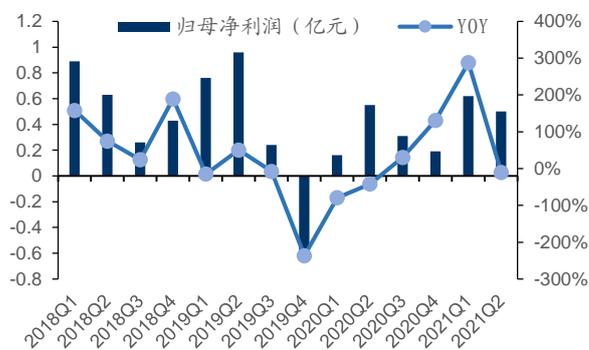
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 Q2 费用明显提升, 主要系海外开拓带来销售费用增加、股权激励及咨询费用增加所致。21H1 公司期间费用率为 18.41%, 同比-5.40pct; 销售/管理/研发/财务费率分别为 1.88% (-1.35pct)、7.61% (-6.89pct)、4.09% (-1.98pct)、4.82% (+1.78pct)。21Q2 费用率为 21.91%, 环比+6.88pct; 费用率环比提升主要系海外业务开拓带动销售费用增加, 股息激励费用、诉讼律师咨询费等激增, 湿法和涂覆研发费用增多所致。21H1 公司经营性活动现金净流量为 1.63 亿元, 同比-37%。21H1 公司未计提资产减值损失, 信用减值损失冲回 0.079 亿元。

公司偿债能力提升, 资金周转情况略有下降。公司 21H1 流动比率、速动比率、现金比率分别为 1.43、1.33、0.77, 整体呈显著改善态势; 应收账款周转率和存货周转率略降至 1.33、2.71。

图 5：公司毛利率、净利率变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司四费占比情况变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：公司资产、负债和资产负债率情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：公司经营活动现金流情况



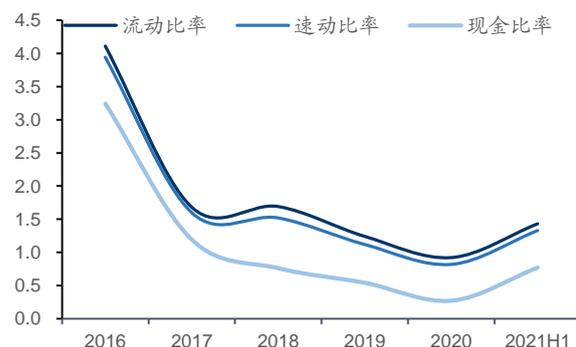
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9：公司营运能力指标变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10：公司偿债能力指标变化

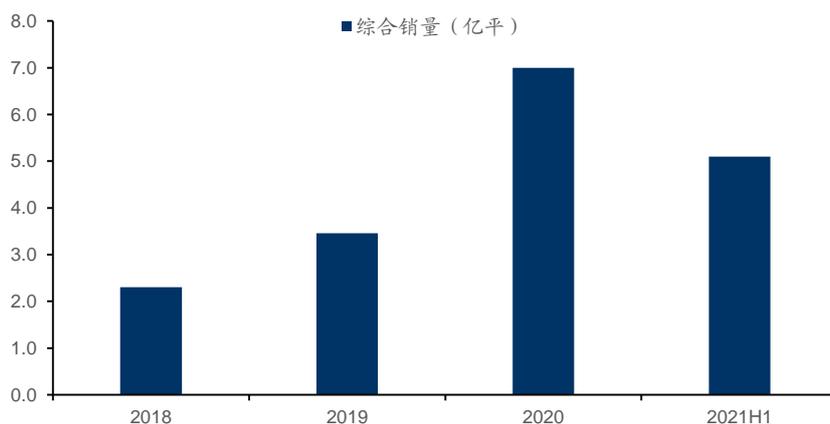


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 公司产线调整 Q2 出货略降，大幅扩产湿法与涂覆产能

公司产线调整影响 Q2 出货略有下降。21H1 公司隔膜出货量预计超 5 亿平米；我们预计其中 Q1 出货在 2.6 亿平左右，Q2 出货在 2.4-2.5 亿平左右。出货环比下降主要系供货海外大厂、部分产线调整停产所致。受到 Q2 高费率影响，预计隔膜单平净利润环比略有下降。21H1 公司进一步加大了与 LG 化学、三星 SDI、村田、SAFT 等海外厂商合作。全年来看，隔膜整体供需偏紧，公司下半年出货量及产品价格有望上升。我们预计，21 年公司隔膜出货量有望达到 11 亿平米左右。

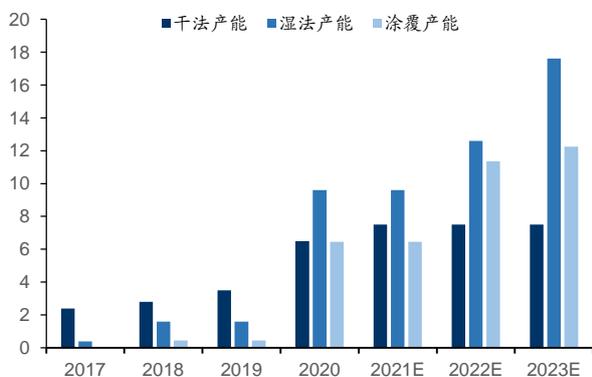
图 11：公司隔膜出货量（亿平）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理与预测

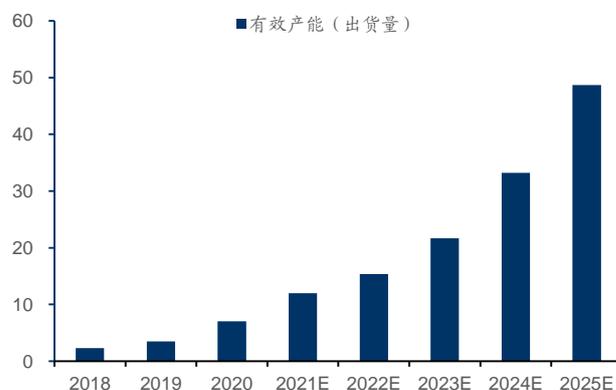
公司海内外同步扩产，涂覆与湿法有望持续放量。21H1 公司在常州星源建设的 3.6 亿平湿法项目已建成并向大客户批量供货；新建的江苏星源年产能 10 亿平的超级涂覆工厂顺利推进，并已经向客户供货。目前，合肥星源有 1.2 亿平湿法产能与 0.8 亿平涂覆产能；常州星源有 8 亿平湿法产能，基本处于满产状态；江苏星源拥有涂覆 10 亿平产能；瑞典基地设计产能为 7 亿湿法隔膜与 4.3 亿涂覆膜。21 年 1 月，公司还募资 5 亿元扩建常州基地，新增湿法产能 2 亿平，预计 2023 年底建成投产。随着公司湿法放量以及涂覆占比的提升，公司业绩有望迎来爆发期。

图 12：公司产能扩张预测（亿平）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

图 13：公司隔膜出货量（有效产能）预测（亿平）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 1: 星源材质产能布局

生产基地	产能规划	备注
深圳星源	2.5 亿平干法+0.5 亿平湿法+0.7 亿平涂覆	深圳基地为公司总部
合肥星源	1.2 亿平湿法+0.8 亿平涂覆	与合肥国轩共同设立, 配套国轩高科
常州星源	8 亿平湿法	公司目前主要湿法工厂
江苏星源	3.5 亿平干法+10 亿平涂覆	超级涂覆工厂
南通星源	湿法+涂覆共 30 亿平	预计于 2021 年 9 月底前开工
瑞典星源	7 亿湿法+4.2 亿涂覆	一期建设 0.9 亿平涂覆产能, 预计 2022 年完成建设, 配套 Northvolt.

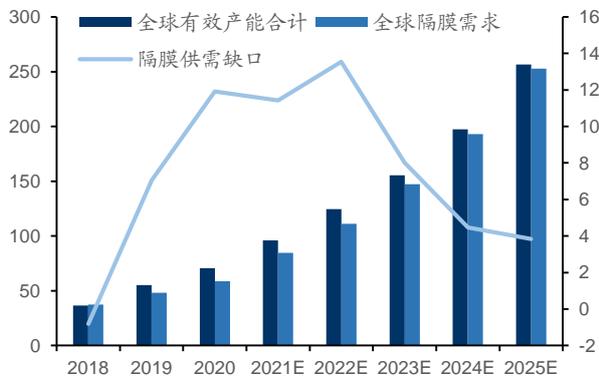
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 全球设备供给限制扩产节奏, 隔膜供需偏紧至少看两年

隔膜设备厂商产能受限限制锂电隔膜扩产。全球主流隔膜设备供应商有日本制钢所(供应恩捷股份)、东芝(供应湖南中锂)和德国布鲁克纳(供应星源材质)等, 设备供应商整体产能有限, 并且从订单下发至设备交付通常需要一年半以上, 设备进厂后通常还需要数个月的设备调试时间, 隔膜设备的供应情况将很大程度上决定隔膜产线的扩张速度。日本制钢所扩产节奏较为保守, 与恩捷股份的供货合同持续至 2025 年, 每年供应恩捷约 15 条产线, 依然难以满足恩捷扩产需求。星源材质深度绑定布鲁克纳, 锁定隔膜设备产能, 2022 年新产线预计将到位, 设备具有较强的排他性。

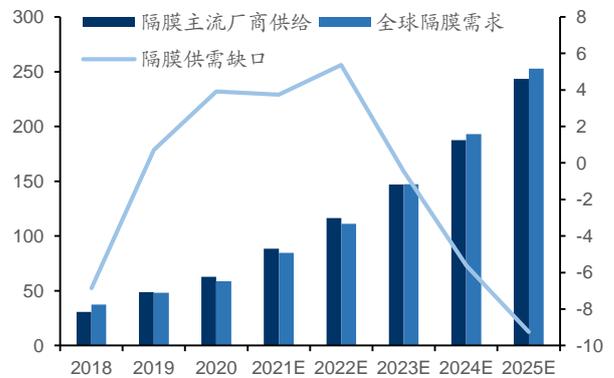
展望未来三年, 隔膜供需紧平衡。当前全球主流锂电隔膜企业供给与需求持续紧平衡, 按照目前的扩产节奏, 在叠加隔膜设备厂商产能有限, 我们预计全球隔膜有望维持至少 2-3 年的紧平衡。

图 14: 全球隔膜有效产能和供需测算(亿元)



资料来源: 各公司公告、国信证券经济研究所预测

图 15: 全球主流隔膜厂有效产能和供需测算(亿元)



资料来源: 各公司公告、国信证券经济研究所预测

表 2: 全球隔膜主流厂商供需测算

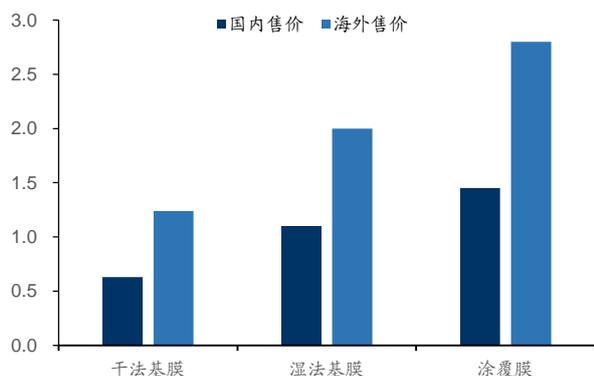
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
恩捷股份	9.8	17.5	25.4	31.9	47.9	61.3	79.0	98.8
星源材质	2.3	3.5	7.0	12.0	15.4	21.7	33.2	48.7
中材科技	1.0	1.5	2.7	9.0	15.0	19.7	24.5	40.3
沧州明珠	1.3	1.3	2.0	2.0	2.0	2.7	2.7	2.7
中兴新材	0.7	2.8	2.8	5.6	5.6	5.6	7.0	7.0
海外主流	15.5	22.2	22.7	27.8	30.5	36.0	41.0	46.0
隔膜主流供给(亿平)	30.6	48.8	62.6	88.3	116.4	146.9	187.4	243.5
全球隔膜需求(亿平)	37.4	48.1	58.7	84.6	111.1	147.4	193.0	252.8
供需缺口(亿平)	-6.8	0.7	3.9	3.7	5.4	-0.5	-5.6	-9.3

资料来源: 各公司公告、GGII、国信证券经济研究所整理与预测

■ 出口膜&涂覆膜占比有望提升，结构优化或将增厚利润

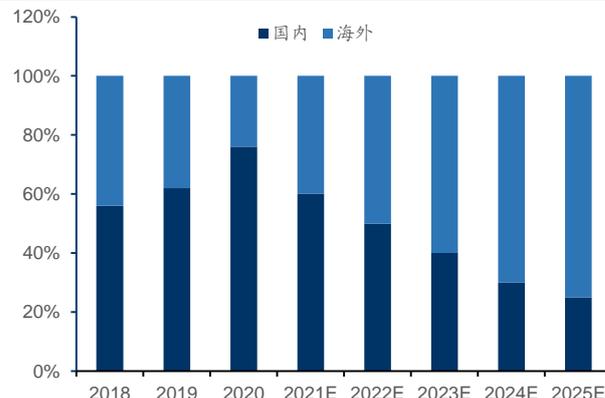
海外隔膜产品平均价格高于国内同类产品，一方面因为国内近三年隔膜价格降幅过大，另一方面因为海外隔膜企业本来售价就高，海外电池企业对隔膜售价敏感性不高，导致国内外隔膜持续保持近一倍价差。伴随公司海外客户持续放量，公司隔膜售价和盈利有望持续上行。

图 16: 2020 年公司国内外隔膜产品售价预测 (元/平)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理与预测

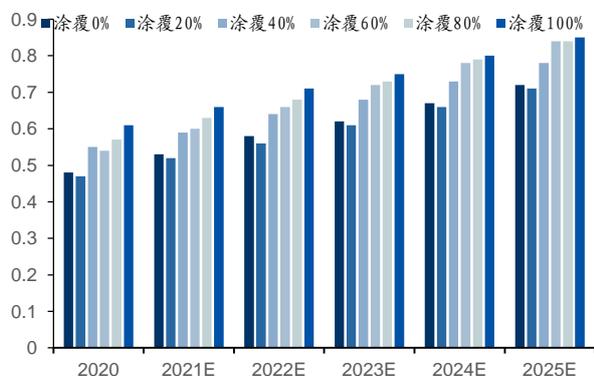
图 17: 公司国内外客户结构预测



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

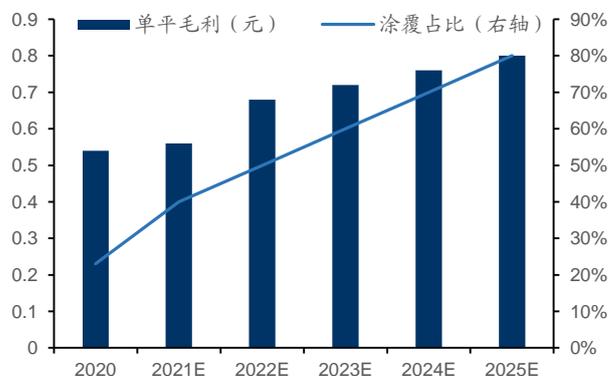
涂覆比例提升优化产品结构，提高公司盈利能力。涂覆隔膜技术要求高，对应售价和盈利也较高，2020 年公司隔膜涂覆占比约为 20-30%，根据公司产能规划，2025 年公司涂覆比例有望达到 70%，显著增厚公司隔膜盈利。

图 18: 不同涂覆比例下公司隔膜毛利测算 (元/平)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理与预测

图 19: 公司涂覆比例与隔膜毛利关系测算 (元/平)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理与预测

■ 投资建议: 维持原有预测, 维持“增持”评级

我们认为, 公司作为全球隔膜领先企业, 隔膜行业供需偏紧, 行业高增长持续, 公司湿法产线顺利投产, 伴随涂覆和海外出口占比提升, 业绩有望迎来量利齐升。我们维持原有盈利预测, 预计公司 21-23 年归母净利润 3.71/5.79/8.81 亿元, 净利润同比增速 207/56/52%, EPS 分别为 0.50/0.78/1.19 元, 对应 PE 分别为 88/57/37 倍, 维持“增持”评级。

■ 风险提示:

- (1) 电动车销量以及锂电材料需求不达预期;
- (2) 公司产能扩张不达预期;
- (3) 公司成本下降速度不达预期, 单平盈利上升不及预期。

表 3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价(元) 21.08.19	总市值 (亿元)	EPS			PE			投资评级
				20A	21E	22E	20A	21E	22E	
002812	恩捷股份	258.30	2,305.08	1.25	2.57	3.59	206.6	100.5	71.9	增持
603659	璞泰来	155.98	1,083.19	1.35	2.52	3.56	115.5	61.9	43.8	增持
300750	宁德时代	503.00	11,714.91	2.40	4.89	7.63	209.6	102.9	65.9	增持
300014	亿纬锂能	103.48	1,954.18	0.87	1.66	2.39	118.9	62.3	43.3	增持
300568	星源材质	44.16	326.80	0.27	0.50	0.79	163.5	88.0	56.5	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理与预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	436	450	450	450	营业收入	967	1671	2419	3555
应收款项	635	916	1193	1753	营业成本	632	991	1353	1919
存货净额	190	227	287	420	营业税金及附加	10	17	24	36
其他流动资产	448	501	726	1067	销售费用	20	27	36	46
流动资产合计	1711	2094	2655	3690	管理费用	134	203	249	357
固定资产	3714	5241	7687	9458	财务费用	23	80	150	222
无形资产及其他	191	172	153	134	投资收益	(2)	0	0	0
投资性房地产	35	35	35	35	资产减值及公允价值变动	12	10	10	10
长期股权投资	71	101	131	161	其他收入	(58)	19	19	19
资产总计	5721	7643	10660	13477	营业利润	101	383	636	1005
短期借款及交易性金融负债	1115	2713	5064	6810	营业外净收支	39	70	70	70
应付款项	656	700	955	1399	利润总额	139	453	706	1075
其他流动负债	91	127	171	249	所得税费用	38	82	127	193
流动负债合计	1862	3540	6190	8458	少数股东损益	(20)	0	0	0
长期借款及应付债券	480	480	480	480	归属于母公司净利润	121	371	579	881
其他长期负债	440	460	480	500					
长期负债合计	920	940	960	980	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2782	4480	7150	9438	净利润	121	371	579	881
少数股东权益	(13)	(13)	(13)	(13)	资产减值准备	10	114	59	61
股东权益	2952	3175	3522	4051	折旧摊销	202	388	524	697
负债和股东权益总计	5721	7643	10660	13477	公允价值变动损失	(12)	(10)	(10)	(10)
					财务费用	23	80	150	222
					营运资本变动	171	(157)	(182)	(431)
					其它	(9)	(114)	(59)	(61)
					经营活动现金流	484	593	910	1137
					资本开支	(683)	(2000)	(3000)	(2500)
					其它投资现金流	225	2	0	0
					投资活动现金流	(517)	(2028)	(3030)	(2530)
					权益性融资	52	0	0	0
					负债净变化	(169)	0	0	0
					支付股利、利息	(126)	(149)	(231)	(353)
					其它融资现金流	525	1598	2351	1745
					融资活动现金流	(13)	1449	2120	1393
					现金净变动	(47)	14	0	0
					货币资金的期初余额	483	436	450	450
					货币资金的期末余额	436	450	450	450
					企业自由现金流	(227)	(1397)	(2022)	(1236)
					权益自由现金流	129	135	206	327

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.27	0.50	0.78	1.19
每股红利	0.28	0.20	0.31	0.48
每股净资产	6.58	4.29	4.76	5.47
ROIC	3%	7%	8%	10%
ROE	4%	12%	16%	22%
毛利率	35%	41%	44%	46%
EBIT Margin	12%	27%	32%	34%
EBITDA Margin	33%	49%	53%	53%
收入增长	61%	73%	45%	47%
净利润增长率	-11%	207%	56%	52%
资产负债率	48%	58%	67%	70%
息率	0.6%	0.8%	1.2%	1.8%
P/E	163.5	88.0	56.5	37.1
P/B	6.7	10.29	9.3	8.1
EV/EBITDA	71.4	45.2	31.1	22.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032