



买入 (维持)

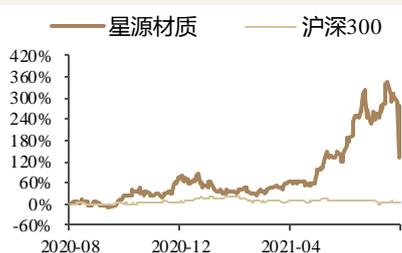
所属行业: 电气设备
当前价格(元): 41.50

证券分析师

马天一
资格编号: S0120521050002
邮箱: maty@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	14.58	54.99	103.25
相对涨幅(%)	19.50	59.70	109.25

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1.《星源材质(300568.SZ): 蛰伏已过, 湿法隔膜柳暗花明》, 2021.7.2

星源材质 21 年半年报点评: 业绩季度性波动, 看好下半年盈利能力提升

投资要点

- **21H1 业绩公告:** 公司 2021H1 实现营收 8.31 亿元, 同比增长 144%, 归母净利润 1.12 亿元, 同比增长 56%, 扣非后归母净利润为 1.08 亿元, 同比增长 100%, 略高于预告下限。
- **Q2 短期承压, 看好下半年利润释放。** 2021 年 Q2 公司实现营收 4.1 亿元, 同比增长 88.9%, 环比下滑 3.2%; 归母净利润 0.5 亿元, 同比下降 10.2%, 环比下降 19.5%; Q2 单季度净利率为 12.2%, 同比下降 13.5pct, 环比下降 2.5pct。公司第二季度营收同比仍保持高速增长, 虽然业绩短期承压, 营收与利润环比有所下滑, 但行业保持高景气, 看好下半年利润释放。
- **期间费用整体改善, 二季度环比有所提升。** 2021H1 公司期间费用率为 18.4%, 同比下降 5.4pct, Q2 期间费用率为 21.9%, 同比上升 2.4pct, 环比提升 6.9pct。其中, Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.7%/8.8%/5.4%/5.1%, 分别同比变动 0.7/+1.9/-1.5/+2.8pct, 分别环比上升 1.6/2.3/2.5/0.5pct。公司上半年整体费用管控同比有改善, Q2 费用率环比提升主要系第二季度公司实施股权激励和加大研发投入分别导致管理费用、研发费用有较大提升。
- **海外客户出货将放量, 产品结构改善提升盈利。** 公司 2021 上半年出货超 5 亿平米, 同比增长超 125.4%, 其中海外/国内营收分别为 1.9/6.4 亿元, 海外/国内产品毛利率分别为 50.1%/30.2%。目前公司产线已经跑通, 常州星源(湿法)项目已经大批量供货, 江苏星源(湿法+干法)超级涂覆工厂项目推进顺利并开始供货。随着产能逐步释放, 预计下半年公司湿法隔膜出货将大幅放量, 产品结构改善将提升公司盈利水平。
- **盈利预测与投资建议。** 受益于隔膜行业洗牌的供需紧张和公司产能扩张, 利润有望保持高速增长, 预计 2021-2023 年公司归母净利润 3.04、5.86 和 8.93 亿元, 分别对应 PE 98.09、50.81、33.37 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 湿法隔膜价格下降超预期, 新能源车销量不及预期, 技术路线切换。

股票数据

总股本(百万股):	740.04
流通 A 股(百万股):	641.08
52 周内股价区间(元):	10.95-52.61
总市值(百万元):	32,680.21
总资产(百万元):	7,155.65
每股净资产(元):	4.28

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	600	967	1,523	2,029	2,985
(+/-)YOY(%)	2.8%	61.2%	57.5%	33.2%	47.1%
净利润(百万元)	136	121	304	586	893
(+/-)YOY(%)	-38.7%	-11.0%	150.7%	93.1%	52.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.19	0.17	0.42	0.82	1.24
毛利率(%)	41.8%	34.6%	39.0%	46.0%	47.0%
净资产收益率(%)	5.5%	4.1%	8.1%	11.3%	12.5%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.17	0.42	0.82	1.24
每股净资产	4.11	5.20	7.23	9.95
每股经营现金流	0.40	0.43	1.04	1.27
每股股利	0.10	0.02	0.04	0.07
价值评估(倍)				
P/E	245.94	98.09	50.81	33.37
P/B	10.09	7.98	6.03	4.75
P/S	19.26	19.56	14.68	9.98
EV/EBITDA	62.40	61.25	39.14	27.51
股息率%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	34.6%	39.0%	46.0%	47.0%
净利润率	12.5%	20.0%	28.9%	29.9%
净资产收益率	4.1%	8.1%	11.3%	12.5%
资产回报率	2.1%	4.3%	6.6%	7.3%
投资回报率	1.8%	5.0%	7.3%	8.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	61.2%	57.5%	33.2%	47.1%
EBIT 增长率	37.9%	189.4%	84.6%	52.9%
净利润增长率	-11.0%	150.7%	93.1%	52.3%
偿债能力指标				
资产负债率	48.6%	47.2%	42.0%	41.4%
流动比率	0.9	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.8	0.9	1.0	1.0
现金比率	0.2	0.2	0.1	0.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	209.7	200.0	189.0	188.0
存货周转天数	109.6	109.0	93.0	89.0
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
固定资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	121	304	586	893
少数股东损益	-20	3	6	9
非现金支出	221	195	213	255
非经营收益	54	28	-4	-13
营运资金变动	-88	-222	-56	-235
经营活动现金流	288	307	746	909
资产	-449	-612	-948	-1,327
投资	178	-50	-50	-50
其他	4	-8	-10	-11
投资活动现金流	-267	-671	-1,008	-1,388
债权募资	1,163	-100	-100	729
股权募资	52	0	0	0
其他	-1,293	341	157	-82
融资活动现金流	-77	241	57	646
现金净流量	-62	-122	-205	167

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 20 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	967	1,523	2,029	2,985
营业成本	632	928	1,095	1,581
毛利率%	34.6%	39.0%	46.0%	47.0%
营业税金及附加	10	20	24	36
营业税金率%	1.0%	1.3%	1.2%	1.2%
营业费用	20	30	34	48
营业费用率%	2.1%	2.0%	1.7%	1.6%
管理费用	134	145	181	266
管理费用率%	13.9%	9.5%	8.9%	8.9%
研发费用	57	69	83	119
研发费用率%	5.9%	4.5%	4.1%	4.0%
EBIT	114	331	611	935
财务费用	23	45	56	72
财务费用率%	2.4%	3.0%	2.8%	2.4%
资产减值损失	-9	-14	-15	-18
投资收益	-2	-5	-8	-11
营业利润	101	336	625	968
营业外收支	39	25	68	94
利润总额	139	361	693	1,061
EBITDA	317	512	809	1,171
所得税	38	54	100	159
有效所得税率%	27.2%	15.0%	14.5%	15.0%
少数股东损益	-20	3	6	9
归属母公司所有者净利润	121	304	586	893

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	436	314	109	276
应收账款及应收票据	628	959	1,210	1,773
存货	190	277	279	386
其它流动资产	457	539	659	808
流动资产合计	1,711	2,089	2,257	3,243
长期股权投资	71	71	71	71
固定资产	3,137	3,651	4,547	6,406
在建工程	578	978	1,778	2,178
无形资产	191	222	236	253
非流动资产合计	4,011	4,960	6,678	8,962
资产总计	5,721	7,049	8,935	12,204
短期借款	875	675	475	675
应付票据及应付账款	656	855	1,112	1,594
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	331	374	447	575
流动负债合计	1,862	1,904	2,035	2,844
长期借款	480	580	680	980
其它长期负债	440	840	1,034	1,233
非流动负债合计	920	1,420	1,714	2,213
负债总计	2,782	3,324	3,749	5,057
实收资本	449	718	718	718
普通股股东权益	2,952	3,735	5,190	7,142
少数股东权益	-13	-10	-4	5
负债和所有者权益合计	5,721	7,049	8,935	12,204

信息披露

分析师与研究助理简介

马天一，德邦证券研究所电力设备与新能源行业高级分析师，天津大学化工硕士，中南大学冶金工程本科，锂电池材料研发背景，3年以上电动车行业研究经验，擅长行业技术趋势和生意本质的解读，专注于从产业角度挖掘投资机会。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。