

公司研究

隔膜量价齐升公司业绩大增，持续关注新增产能投放进度

——星源材质（300568.SZ）2021年第三季度报告点评

要点

事件：10月19日晚，公司发布2021年三季度报告。2021年前三季度，公司实现营收13.14亿元，同比+115.20%；实现归母净利润2.12亿元，同比+106.96%。其中2021Q3公司实现营业收入4.84亿元，环比+18.45%，同比+79.26%；实现归母净利润1.01亿元，环比+102.32%，同比+222.57%。

点评：

锂电隔膜产能开始释放，绑定下游龙头利好长期发展。我们认为21Q3公司业绩同比环比大幅增长且超预期的主要原因来自于公司隔膜产量的释放和隔膜价格的提高。产量方面，以公司主营的湿法涂覆隔膜为例，2020年和2021年上半年，由于产线设备调试等原因，公司产线的产能利用率并不高。随着设备调试的完成，公司产能全面释放，从而带动隔膜产品产销量的全面提升。8月31日，公司与韩国LG Energy Solution, Lt（以下简称“LG”）签订《供应保证协议》，协议约定公司在未来4.5年内给LG持续供应湿法涂覆锂离子电池隔膜材料产品，协议总金额约为43.11亿元。协议的签订可部分满足公司新增隔膜产能的释放需求，与行业龙头的合作也将明显提高公司的产业链地位，利好公司长期发展。

响应下游旺盛需求，快速扩充隔膜产能。由于隔膜生产设备供应周期较长，限制了大多数企业的扩产，从而导致了未来几年隔膜供应的持续紧缺。公司与德国布鲁克纳深度合作，锁定其湿法隔膜产线订单，有望抓住市场良机。2021年公司主要新增瑞典和南通基地的建设项目，其中公司将在瑞典投资19.72亿元分三期建设7亿平湿法基膜产能和4.2亿平涂覆产能，一期项目预计于2022年上半年建成投产，新增涂覆隔膜产能8000万平。南通基地方面，公司拟投资75亿元建设“高性能锂离子电池湿法隔膜及涂覆隔膜（一期、二期）项目”，可年产20亿平高性能锂离子电池湿法隔膜及涂覆隔膜。9月28日公司也公布了定增预案，将向特定对象发行股票募集资金60亿元，并将投入募集资金50亿元用于建设南通基地的隔膜项目。南通基地项目预计于2023年1月开始逐步投产。

盈利预测、估值与评级：公司Q3业绩超预期，同时考虑到公司后续的新增产能释放，我们上调公司2021-2023年的盈利预测。预计2021-2023年公司的归母净利润分别为3.23（上调11.4%）/6.92（上调57.3%）/10.85（上调72.2%）亿元，折算EPS分别为0.42/0.90/1.41元/股。我们看好公司在新能源行业大势下，伴随隔膜产能扩张带来的快速成长，仍维持公司“增持”评级。

风险提示：下游需求波动风险，产能建设风险，隔膜工艺迭代，汇率风险

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	600	967	1,740	2,926	4,555
营业收入增长率	2.79%	61.17%	80.00%	68.18%	55.66%
净利润（百万元）	136	121	323	692	1,085
净利润增长率	-38.71%	-11.01%	166.58%	114.35%	56.77%
EPS（元）	0.59	0.27	0.42	0.90	1.41
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.52%	4.10%	7.44%	14.14%	19.09%
P/E	88	193	124	58	37
P/B	4.9	7.9	9.2	8.2	7.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-19，2019年年末公司总股本为2.30亿股，2020年转增、股权激励、转债转股后年末总股本为4.49亿股，2021年转增、回购、股权激励、转债转股后当前总股本为7.68亿股。

增持（维持）

当前价：52.14元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.68
总市值(亿元)	400.65
一年最低/最高(元)	13.21/61.20
近3月换手率	209.24%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.77	39.02	122.59
绝对	-4.68	35.29	262.26

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	600	967	1,740	2,926	4,555
营业成本	349	632	1,028	1,452	2,179
折旧和摊销	101	202	190	209	230
税金及附加	9	10	17	29	45
销售费用	37	20	36	61	95
管理费用	86	134	241	405	631
研发费用	35	57	102	172	267
财务费用	37	23	13	8	28
投资收益	-6	-2	-2	-2	-2
营业利润	62	101	330	850	1,398
利润总额	159	139	417	924	1,465
所得税	29	38	114	252	399
净利润	130	101	303	673	1,066
少数股东损益	-6	-20	-20	-20	-20
归属母公司净利润	136	121	323	692	1,085
EPS(元)	0.59	0.27	0.42	0.90	1.41

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	147	288	301	522	874
净利润	136	121	323	692	1,085
折旧摊销	101	202	190	209	230
净营运资金增加	68	81	437	723	938
其他	-158	-116	-649	-1,103	-1,379
投资活动产生现金流	-1,292	-267	-645	-657	-632
净资本支出	-1,063	-449	-630	-630	-630
长期投资变化	-4	-59	0	0	0
其他资产变化	-225	241	-15	-27	-2
融资活动现金流	1,297	-77	429	491	246
股本变化	38	218	320	0	0
债务净变化	515	-378	-636	609	539
无息负债变化	311	306	127	377	626
净现金流	153	-62	86	356	489

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	41.8%	34.6%	40.9%	50.4%	52.2%
EBITDA 率	36.7%	36.5%	31.8%	37.5%	37.2%
EBIT 率	19.7%	15.6%	20.9%	30.3%	32.1%
税前净利润率	26.6%	14.4%	24.0%	31.6%	32.2%
归母净利润率	22.7%	12.5%	18.6%	23.7%	23.8%
ROA	2.4%	1.8%	4.6%	8.3%	10.6%
ROE (摊薄)	5.5%	4.1%	7.4%	14.1%	19.1%
经营性 ROIC	2.5%	2.5%	5.1%	10.2%	14.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	54%	49%	35%	40%	44%
流动比率	1.24	0.92	1.71	1.52	1.51
速动比率	1.12	0.82	1.45	1.31	1.29
归母权益/有息债务	1.25	1.85	4.52	3.12	2.70
有形资产/有息债务	2.59	3.45	6.60	5.00	4.62

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	5,329	5,721	6,580	8,105	10,038
货币资金	483	436	522	878	1,367
交易性金融资产	228	2	2	5	7
应收帐款	373	555	655	1,107	1,731
应收票据	46	72	130	219	341
其他应收款 (合计)	5	7	13	21	33
存货	177	190	316	452	684
其他流动资产	423	431	447	472	505
流动资产合计	1,739	1,711	2,114	3,193	4,727
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	12	71	71	71	71
固定资产	1,669	3,137	3,320	3,527	3,747
在建工程	1,582	578	748	876	972
无形资产	192	191	217	242	267
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	102	8	24	24	24
非流动资产合计	3,590	4,011	4,466	4,912	5,312
总负债	2,854	2,782	2,273	3,260	4,425
短期借款	685	875	139	648	1,087
应付账款	331	369	308	436	654
应付票据	100	286	466	658	988
预收账款	1	0	0	0	0
其他流动负债	0	1	2	4	7
流动负债合计	1,398	1,862	1,237	2,100	3,133
长期借款	649	480	580	680	780
应付债券	399	0	0	0	0
其他非流动负债	179	183	198	222	255
非流动负债合计	1,456	920	1,036	1,160	1,292
股东权益	2,475	2,939	4,306	4,845	5,614
股本	230	449	768	768	768
公积金	1,622	1,968	2,789	2,858	2,967
未分配利润	518	589	835	1,324	2,004
归属母公司权益	2,469	2,952	4,339	4,897	5,685
少数股东权益	7	-13	-33	-52	-72

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	6.11%	2.10%	2.10%	2.10%	2.10%
管理费用率	14.41%	13.85%	13.85%	13.85%	13.85%
财务费用率	6.17%	2.35%	0.77%	0.28%	0.62%
研发费用率	5.90%	5.86%	5.86%	5.86%	5.86%
所得税率	18%	27%	27%	27%	27%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.20	0.10	0.17	0.39	0.61
每股经营现金流	0.64	0.64	0.39	0.68	1.14
每股净资产	10.71	6.58	5.65	6.37	7.40
每股销售收入	2.60	2.15	2.26	3.81	5.93

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	88	193	124	58	37
PB	4.9	7.9	9.2	8.2	7.0
EV/EBITDA	61.3	70.2	73.9	37.8	24.8
股息率	0.4%	0.2%	0.3%	0.7%	1.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE