

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年三季报点评

(维持评级)

2021年10月21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)	768/669
总市值/流通(百万元)	41,748/36,371
上证综指/深圳成指	3,587/14,452
12个月最高/最低(元)	61.20/21.16

相关研究报告:

《星源材质-300568-2021年中报点评:中报业绩符合预期,看好长期盈利改善》——2021-08-20

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

《星源材质-300568-重大事件快评:客户开拓进展顺利,湿法隔膜迎头赶上》——2019-06-17

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码: 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
三季度隔膜量利齐升,扩产步伐加速
●前三季度公司盈利2.12亿元,业绩符合预期

公司21Q1-Q3实现营收13.14亿元,同比+115%;对应Q3实现营收4.84亿元,同比+79%。21Q1-Q3公司归母净利润2.12亿元,同比+107%;对应Q3实现归母净利润1.01亿元,同比+223%。21Q3公司毛利率为38.05%,环比+2.47pct;净利率为21.20%,环比+8.14pct,业绩符合预期,位于业绩预告中枢。公司Q3供货海外LG等客户逐渐开始放量,客户结构改善和产能利用率提升推动毛利率持续上行。

●公司出货显著修复,单平净利环比高增

公司21Q3海外客户LG湿法订单开始放量、国内客户采购持续增长,预计21Q3隔膜出货量在2.9-3亿平,出货环比增长显著。公司海外客户供货占比增加、客户结构改善,产线调整完成后产能利用率攀升迅速,盈利能力环比高增,我们预计21Q3公司隔膜单平扣非净利在0.3-0.31元,环比提升超30%,我们预计公司21年出货预计11亿平。

●定增募资加速扩产,与LG签订隔膜长单

公司现有隔膜产能湿法9亿平加干法6亿平,得益于公司干法和湿法隔膜同步扩产,22年预计公司隔膜出货量有望增加超5亿平。公司常州、江苏湿法基地已实现供货,南通、瑞典基地建设顺利,预计建成后产能有望大幅增长。21年8月公司定增募资60亿元新建年产20亿平湿法隔膜基地,预计25年建成,远景产能规划饱满。21年9月公司与LG签订43.11亿元4.5年湿法隔膜长单,有望显著增加公司业绩增速,提高公司海外营收占比,增厚利润。

●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:维持原有盈利预测,维持“增持”评级

基于公司Q3出货和盈利双双增长符合预期,我们看好公司产品结构和客户结构改善、成本降低等带来的盈利增长,维持原有盈利预测,我们预计公司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0.48/0.75/1.15元,对应PE分别为112/72/47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	0.48	0.75	1.15
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)	201.2	112.4	72.2	47.4
EV/EBITDA	85.8	56.2	38.2	27.0
市净率(PB)	8.3	13.1	11.9	10.3

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

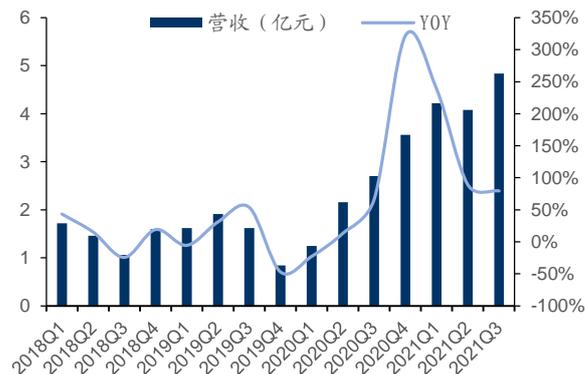
公司 21Q1-Q3 实现营收 13.14 亿元，同比+115%；对应 Q3 实现营收 4.84 亿元，同比+79%。21Q1-Q3 公司实现归母净利润 2.12 亿元，同比+107%；对应 Q3 实现归母净利润 1.01 亿元，同比+223%。21Q3 公司毛利率为 38.05%，同比+5.06pct，环比+2.47pct；净利率为 21.20%，同比+10.82pct，环比+8.14pct，业绩符合预期。公司 Q3 供货海外 LG 等客户逐渐开始放量，客户结构改善和产能利用率提升推动毛利率持续上行。

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、%）



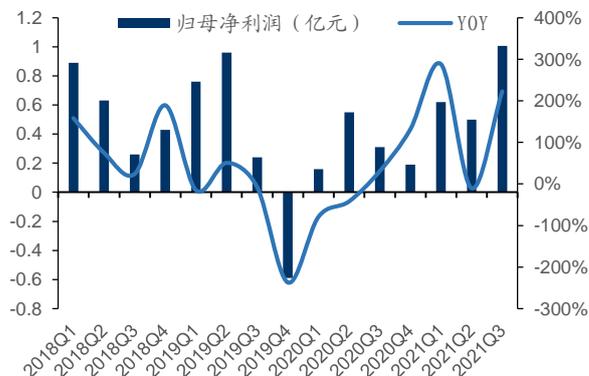
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

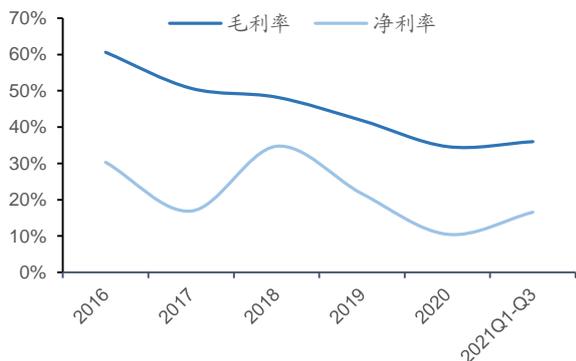
图 4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

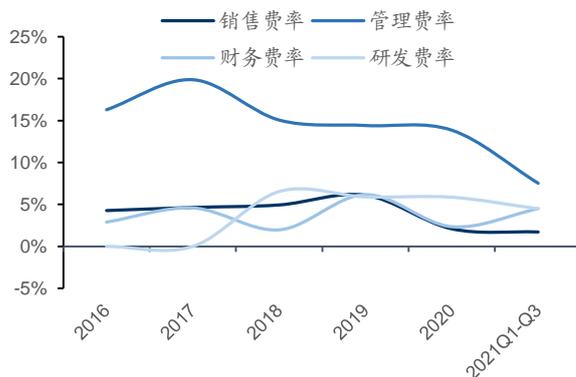
公司 Q3 费用环比下降，周转、偿债能力稳中向好。21Q1-Q3 公司期间费用率为 18.24%，同比-3.70pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.72% (-1.71pct) /7.53% (-5.40pct) /4.49% (-0.95pct) /4.50% (+1.71pct)。21Q3 费用率为 17.97%，较 21H1 下降 0.44pct。21Q1-Q3 公司经营性现金净流量为 2.78 亿元，同比基本持平，比 21H1 有明显改善。公司 21Q1-Q3 流动比率、速动比率、现金比率分别为 1.43、1.32、0.72，应收账款周转率和存货周转率分别为 1.96、3.88，较 21H1 具有明显改善。

图 5：公司毛利率、净利率变化



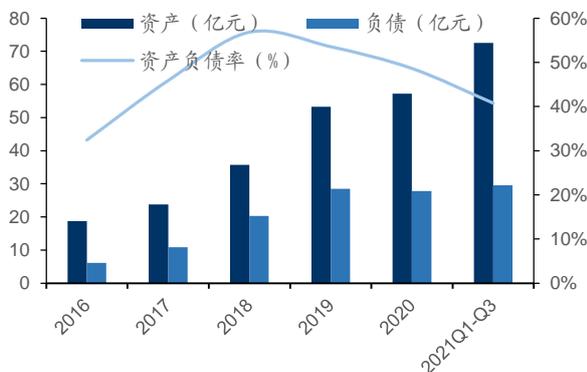
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司四费占比情况变化



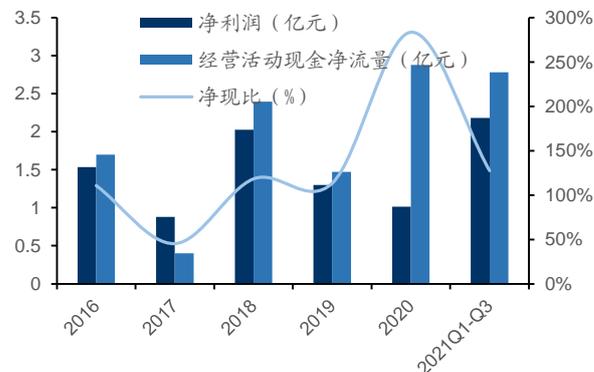
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

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



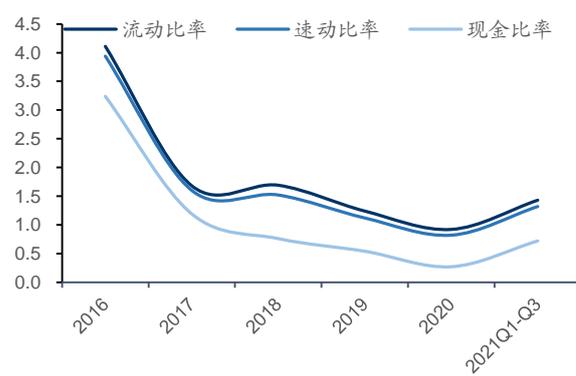
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9：公司营运能力指标变化



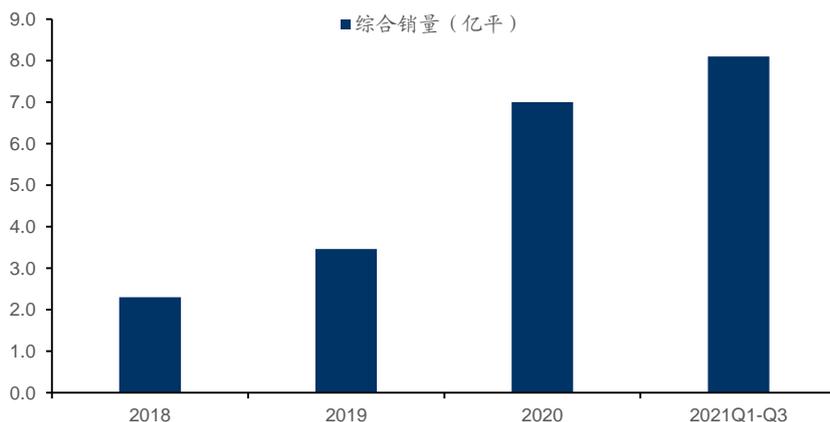
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

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 Q3 隔膜出货增加明显，盈利能力显著修复。21Q3 公司隔膜出货量预计为 2.9-3 亿平米，环比+16%-25%，出货量环比增长主要系自 Q3 开始海外客户 LG 湿法隔膜订单开始放量。21Q3 公司实现扣非归母净利润 0.90 亿元，预计对应单平扣非净利在 0.3-0.31 元，环比增长超 30%，盈利能力提升主要系换线完成后产能利用率提升以及海外客户占比增加导致。全年来看，宁德时代大规模采购保障湿法隔膜出货，LG、三星、村田等海外客户持续贡献新增量，我们预计 21 年公司隔膜出货量有望达到 11 亿平。

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，干法与湿法有望同步高增长。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。南通基地一二期 20 亿平项目在 9 月底前动工，预计 23 年开始逐步投产。瑞典基地一期 0.9 亿平涂覆产能，预计 22H1 投产。公司现有湿法产能 9 亿平，干法产能 6 亿平。湿法方面，合肥星源有 1.2 亿平湿法产能，常州星源有 8 亿平湿法产能。干法方面，深圳基地 2.5 亿平主供 LG，江苏基地有 3.5 亿平产能。我们预计 22 年公司湿法产能有望扩张 2-3 亿平，干法产能有望扩张 3-4 亿平左右，预计 22 年公司隔膜出货量有望达 17 亿平。

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	一二期 20 亿平在 21 年 9 月底前动工，23 年开始逐步投产
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 22 年上半年投产，配套 Northvolt.

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

携手 LG 签订 4.5 年长单，定增扩产夯实业绩确定性。21 年 8 月，公司公告与 LG 能源拟签订动力电池湿法隔膜采购订单，公司在未来 4.5 年内向 LG 能源供应约 43.11 亿元产品。我们预计，未来 4.5 年公司预计向 LG 能源供应超 15 亿平湿法隔膜，深入合作有望进一步增加公司海外销售占比，增厚利润。21 年 9 月公司发布定增公告，拟募投 60 亿元用于新建年产 20 亿平湿法及涂覆隔膜（一二期）项目以及补充流动资金。我们预计，定增有望加速产能扩张和释放，从而有望推动公司市占率进一步提升。

投资建议：维持原有预测，维持“增持”评级

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 Q3 出货回复高位，保持满产满销态势。预计未来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 0.48/0.75/1.15 元，对应 PE 分别为 112/72/47 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 2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价(元) 21.10.20	总市值 (亿元)	EPS			PE			投资评级
				20A	21E	22E	20A	21E	22E	
002812	恩捷股份	308.92	2,757	1.26	2.74	4.87	245.2	112.7	63.4	增持
603659	璞泰来	181.57	1,261	1.35	2.52	3.56	134.5	72.1	51.0	增持
300750	宁德时代	589.50	13,730	2.4	4.89	7.63	245.6	120.6	77.3	增持
300014	亿纬锂能	114.02	2,163	0.87	1.77	2.77	131.1	64.4	41.2	买入
300568	星源材质	54.33	417	0.48	0.75	1.15	112.4	72.2	47.4	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	0.48	0.75	1.15
每股红利	0.28	0.19	0.30	0.46
每股净资产	6.58	4.13	4.58	5.27
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	0.5%	0.6%	0.9%	1.4%
P/E	201.2	112.4	72.2	47.4
P/B	8.3	13.15	11.9	10.3
EV/EBITDA	85.8	56.2	38.2	27.0

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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，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