

星源材质

300568

审慎增持 (维持)

隔膜以量补价，扣非业绩平稳增长
新产能投产有望带动持续成长

2019年03月18日

市场数据

市场数据日期	2019-03-14
收盘价(元)	30.39
总股本(百万股)	192.00
流通股本(百万股)	128.71
总市值(百万元)	5834.93
流通市值(百万元)	3911.48
净资产(百万元)	1527.41
总资产(百万元)	3568.73
每股净资产	7.96

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	583	965	1780	2511
同比增长(%)	12%	65%	84%	41%
净利润(百万元)	222	241	328	428
同比增长(%)	108%	9%	36%	30%
毛利率(%)	48.3%	42.3%	36.0%	32.8%
净利润率(%)	38.1%	25.0%	18.5%	17.1%
净资产收益率(%)	14.5%	14.4%	16.4%	17.6%
每股收益(元)	1.16	1.26	1.71	2.23
每股经营现金流(元)	1.25	0.20	0.78	1.30

相关报告

《星源材质(300568)2018年中报点评:业绩同比大幅增长,看好新产能、新客户带来持续成长》2018-08-09

《星源材质(300568)2017年年报点评:业绩同比有所下滑,新产能投产推动公司持续成长》2018-04-03

《星源材质(300568):业绩略有下滑,下半年有望重拾增势》2017-08-09

分析师:

庄伟彬

zhuangwb@xyzq.com.cn

S0190518080005

徐留明

xuliuming@xyzq.com.cn

S0190515060004

投资要点

- **事件:** 星源材质发布2018年年报,报告期内实现营业收入5.83亿元,同比增长11.92%;实现营业利润1.24亿元,同比增长9.53%;实现归属上市公司股东的净利润2.22亿元,同比增长108.02%,实现扣非后归属上市公司股东的净利润1.06亿元,同比增长8.77%;按最新1.92亿股的总股本计,实现摊薄每股收益1.16元,每股经营性净现金流1.25元。

其中第四季度实现营业收入1.60亿元,同比增长18.93%;实现营业利润0.13亿元,同比下降39.36%;实现归属上市公司股东的净利润0.43亿元,同比增长189.16%;实现扣非后归属上市公司股东的净利润0.20亿元,同比增长49.72%;折合单季度EPS为0.23元。

公司同时发布2019年第一季度业绩预告,预计实现归属于上市公司股东净利润5390万元-5790万元,同比下降39.73%-35.25%;扣非后归属于上市公司股东净利润3400万元-3800万元,同比下降26.68%-18.06%,扣非后利润环比增长72.66%-92.98%。

- **维持“审慎增持”评级。**星源材质是我国锂电池隔膜行业的龙头企业。新能源汽车行业在全球范围内景气向上趋势确定,将带动锂电隔膜需求持续快速增长。伴随合肥星源湿法隔膜项目、常州星源、江苏星源项目的逐步投产,公司下游客户持续开拓,公司综合竞争实力将得以进一步提升,后续发展前景良好。我们调整2019-2020年EPS分别至1.26、1.71元,并引入2020年EPS为2.23元的盈利预测,维持“审慎增持”的投资评级。

风险提示: 隔膜行业竞争加剧风险,新增产能投产不及预期风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

星源材质发布 2018 年年报，报告期内实现营业收入 5.83 亿元，同比增长 11.92%；实现营业利润 1.24 亿元，同比增长 9.53%；实现归属上市公司股东的净利润 2.22 亿元，同比增长 108.02%，实现扣非后归属上市公司股东的净利润 1.06 亿元，同比增长 8.77%；按最新 1.92 亿股的总股本计，实现摊薄每股收益 1.16 元，每股经营性净现金流 1.25 元。

其中第四季度实现营业收入 1.60 亿元，同比增长 18.93%；实现营业利润 0.13 亿元，同比下降 39.36%；实现归属上市公司股东的净利润 0.43 亿元，同比增长 189.16%；实现扣非后归属上市公司股东的净利润 0.20 亿元，同比增长 49.72%；折合单季度 EPS 为 0.23 元。

公司同时发布 2019 年第一季度业绩预告，预计实现归属于上市公司股东净利润 5390 万元-5790 万元，同比下降 39.73%-35.25%；扣非后归属于上市公司股东净利润 3400 万元-3800 万元，同比下降 26.68%-18.06%，扣非后利润环比增长 72.66%-92.98%。

同时公司公布 2018 年度利润分配及公积金转增股本预案，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.2 元（含税），不送红股、不以公积金转增股本。

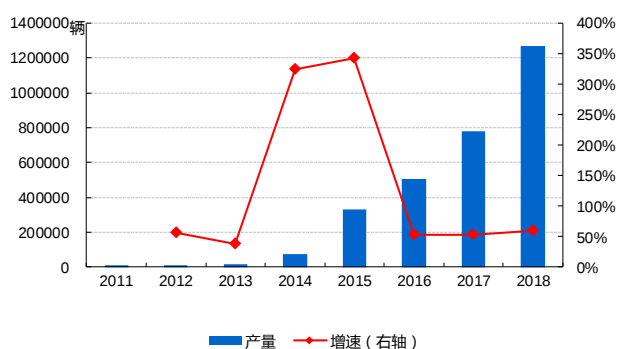
点评

星源材质 2018 年扣非业绩实现一定增长，主要由于新能源汽车行业快速发展，公司作为龙头公司锂电池隔膜销量显著增长，但由于产品价格下降以及合肥子公司亏损，对业绩有所拖累。

- **全年营业收入同比增长，综合毛利率同比下降，期间费用率同比微降。**公司实现营业收入 5.83 亿元，同比提升 11.92%，主要由于锂电池隔膜销量同比增长 47.84%、锂电池隔膜均价同比下滑 24.31%；综合毛利率 48.25%，同比下降 2.43 个百分点；期间费用率 28.53%，同比下降 0.57 个百分点。

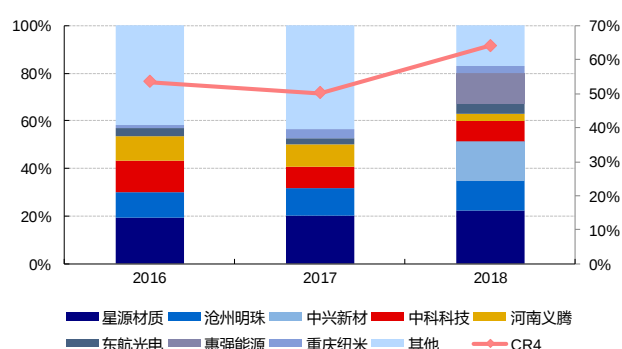
受益于新能源汽车行业发展带动锂电池及配套隔膜需求增长，公司作为锂电池行业龙头，销量实现同比快速增长，核心产品干法隔膜市占率显著提升。同时，由于行业工艺进步以及市场竞争加剧，锂电池隔膜价格在 18 年显著下降，根据高工锂电统计，2018 年湿法隔膜及干法单拉隔膜价格降幅超过 40%，公司产品定位高端且海外客户占比较高（海外收入占比由 2016 年 28.21% 上升到 2018 年 44.29%），全年均价下滑 24.31%，显著小于行业平均降幅。

图1、国内新能源汽车产量快速增长



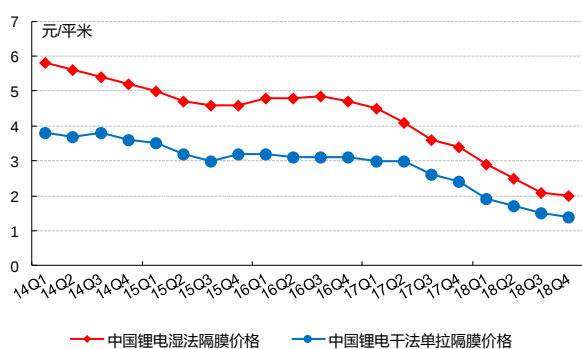
资料来源：汽车工业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、干法隔膜集中度显著提升



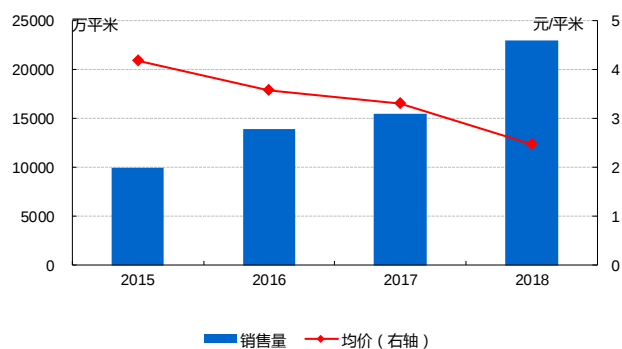
资料来源：高工锂电，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、锂电池隔膜2018年行业均价显著下降



资料来源：高工锂电，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、星源材质隔膜销量及均价



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

受益于公司工艺技术持续进步，在价格较大幅度下滑、且合肥基地负荷较低的情况下，全年毛利率仅小幅下滑 2.43 个百分点至 48.25%，显示出公司较强的技术改进及成本控制能力。

在期间费用方面，2018 年公司销售费用 0.29 亿元、同比增长 19.14%，销售费用率 4.94%、同比增长 0.30 个百分点，销售费用同比增长主要系销售规模扩大所致。管理费用 0.88 亿元、同比增长 40.34%，管理费用率 15.09%、同比增长 3.00 个百分点，管理费用同比增长主要系管理人员人工成本增加所致。财务费用 0.12 亿元、同比下降 51.67%，财务费用率 1.98%、同比下降 2.61 个百分点，财务费用同比下降主要系汇兑收益增加所致。

- **合肥子公司步入正轨以及在建项目有望推动公司持续成长。**由于设备调试、工艺改进、拓展客户送样等原因，公司合肥子公司投产后经营效益较差，2017 年收入 530 万元、亏损约 3600 万元，2018 年收入约 5400 万元、亏损约 4500 万元，对业绩拖累较为严重，但随着合肥星源相关设备和工艺调试完毕，合肥星源参股股东国轩高科逐步扩大采购规模，加之公司强大的客户资源优势所提供的良好销售保障，合肥星源逐步进入批量供货阶段，届时合肥星源将逐步提高经营效益，增厚公司业绩。

此外，公司当前正在建设常州星源 3.6 亿平米湿法隔膜，以及江苏星源 4 亿平干法及 10 亿平隔膜涂覆项目，常州星源目前已处于调试及试运行阶段，在建项目规模较大，陆续投产后有望推动公司持续成长。

- **客户开拓稳步推进，产能消化较有保障。**公司 2018 年与日本企业村田制作所（2017 年收购索尼电池业务）签订了 5 年 2.5 亿平米销售意向的战略合作协议，2019 年与孚能科技签订 2019 年保供需求不少于 4000 万平米的合作协议，此外，公司国内主要客户覆盖宁德时代、中航锂电、比亚迪、国轩高科、天津力神、万向集团、亿纬锂能、捷威动力、孚能科技等公司，在海外客户方面与公司产品批量供应韩国 LG 化学、日本村田等国外著名厂商，并与国外大型知名锂离子电池厂商建立了业务合作关系和启动产品认证工作。良好的客户结构有助于消化新增产能。
- **维持“审慎增持”评级。**星源材质是我国锂电池隔膜行业的龙头企业。新能源汽车行业在全球范围内景气向上趋势确定，将带动锂电隔膜需求持续快速增长。伴随合肥星源湿法隔膜项目、常州星源、江苏星源项目的逐步投产，公司下游客户持续开拓，公司综合竞争实力将得以进一步提升，后续发展前景良好。我们调整 2019-2020 年 EPS 分别至 1.26、1.71 元，并引入 2020 年 EPS 为 2.23 元的盈利预测，维持“审慎增持”的投资评级。
- **风险提示：**隔膜行业竞争加剧风险，新增产能投产不及预期风险。

附表

资产负债表				
单位: 百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1079	1094	1640	2149
货币资金	419	300	340	327
交易性金融资产	336	400	654	962
应收账款	10	13	26	36
其他应收款	10	17	35	51
存货	109	109	245	352
非流动资产	195	256	340	422
可供出售金融资产	2490	3052	3239	3476
长期股权投资	8	0	0	0
投资性房地产	794	1605	2032	2350
固定资产	196	196	196	196
在建工程	1491	1251	1010	930
油气资产	3569	4146	4879	5626
无形资产	639	947	1170	1348
资产总计	418	843	1042	1218
流动负债	0	0	0	0
短期借款	221	104	127	130
应付票据	1389	1517	1678	1790
应付账款	610	810	960	1060
其他	779	707	718	730
非流动负债	2028	2465	2847	3139
长期借款	13	10	32	59
其他	192	192	192	192
负债合计	734	734	734	734
股本	504	746	1074	1502
资本公积	1527	1671	2000	2428
未分配利润	3569	4146	4879	5626
少数股东权益	2018	2019E	2020E	2021E
股东权益合计	1079	1094	1640	2149
负债及权益合计	419	300	340	327

现金流量表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	240	39	150	249
折旧和摊销	203	238	350	456
资产减值准备	91	115	185	238
无形资产摊销	12	38	59	71
公允价值变动损失	-3	0	0	0
财务费用	-73	-194	-512	-549
投资损失	11	-158	68	32
少数股东损益	-1263	-592	-400	-467
营运资金的变动	1259	600	400	467
经营活动产生现金流量	8	-8	0	-0
投资活动产生现金流量	3	0	0	0
融资活动产生现金流量	685	433	290	204
现金净变动	-32	425	199	176
现金的期初余额	491	200	150	100
现金的期末余额	0	0	0	0

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	583	965	1780	2511
营业成本	302	557	1138	1686
营业税金及附加	11	14	25	33
销售费用	29	39	62	75
管理费用	88	101	142	163
财务费用	12	38	59	71
资产减值损失	11	9	10	10
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	3	0	0	0
营业利润	124	168	304	434
营业外收入	125	125	125	125
营业外支出	0	2	1	2
利润总额	249	291	428	557
所得税	46	52	78	101
净利润	203	238	350	456
少数股东损益	-19	-3	21	28
归属母公司净利润	222	241	328	428
BPS(元)	1.16	1.26	1.71	2.23

主要财务比率				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	11.9%	65.4%	84.5%	41.0%
营业利润增长率	9.5%	35.3%	81.1%	42.7%
净利润增长率	108.0%	8.7%	36.1%	30.4%
盈利能力(%)				
毛利率	48.3%	42.3%	36.0%	32.8%
净利率	38.1%	25.0%	18.5%	17.1%
ROE	14.5%	14.4%	16.4%	17.6%

偿债能力(%)				
资产负债率	56.8%	59.4%	58.4%	55.8%
流动比率	1.69	1.16	1.40	1.59
速动比率	1.51	1.04	1.19	1.33
营运能力(次)				
资产周转率	0.20	0.25	0.39	0.48
应收帐款周转率	2	2	3	3
每股资料(元)				
每股收益	1.16	1.26	1.71	2.23
每股经营现金	1.25	0.20	0.78	1.30
每股净资产	7.96	8.70	10.41	12.65
估值比率(倍)				
PE	26.27	24.17	17.77	13.62
PB	3.82	3.49	2.92	2.40

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn