

星源材质 (300568) 2019 年中报点评

## 湿法隔膜快速放量，盈利能力持续改善

### 事项:

❖ **上半年归母净利润增长 12.33%达预告上限，略超市场预期。**公司上半年营收 3.53 亿，同比增长 11.09%，归母净利润 1.72 亿，同比增长 12.33%，扣非后归母净利润 0.90 亿，同比增长 7.27%。公司此前在 7 月 11 日预告半年度归母净利润 1.66-1.71 亿，扣非后归母净利润 0.85-0.90 亿，实际业绩达到预告上限，略超市场预期。

### 评论:

❖ **隔膜出货量 1.53 亿平快速增长，大客户拓展成果显著。**公司上半年隔膜销量 1.53 亿平米，同比增长 35.90%，而且涂覆比例进一步提升。公司巩固与 LG 的良好合作关系，国内外其他电池厂取得了较好的进展，1 月与孚能签订协议 2019 年至少供货 4000 万平隔膜，4 月与国轩高科签订 1 亿平米湿法涂覆隔膜的框架协议，与比克签订供货合同预计 2019 年供货 1.2 亿平，并与亿纬锂能签订今年 7000 万元的合作协议，今年 7 月与欣旺达签订了 5 年 10 亿平的框架协议。目前公司深圳基地保持满产，合肥基地从 8 月起也已达满产，常州基地 3.6 亿平米产能处于调试及试运行阶段，下半年将逐步开始供货，预计年底完工明年将有较大增长。

❖ **二季度毛利率显著提升，合肥星源实现扭亏。**公司二季度综合毛利率为 54.50%，环比提升 4.90%，同比提升 0.41%。一方面，公司海外隔膜业务上半年毛利率 62.12%，同比增加 1.02%，另一方面公司合肥生产基地产能利用率持续提升，上半年公司控股 41.54% 的子公司合肥星源营收 7191 万，同比大幅增长 266%，实现微利 2.1 万元，而去年同期合肥星源亏损 1683 万元。2018 年合肥星源亏损 4526 万元，对归母净利润影响 1880 万元，预计今年合肥星源同比将有显著正贡献。

❖ **管理费用率同比降低，经营性现金流受薪酬支出增加影响同比下滑。**公司上半年销售费用率 3.52%，同比增加 1.8%，主要是因业绩增长职工薪酬增加较多；管理费用率 8.84%，同比降低 2.37%，经营效率有所提升；财务费用率 5.70%，同比增加 3.93%，利息支出有所增加，预计待公司非公开发行完成后将有所改善。公司应收账款 4.36 亿，较年初增长 29.8%，存货 1.36 亿，较年初增长 25.19%，经营性现金流 1.0 亿，同比下降 40.15%，主要是由于支付给职工的现金增加了 0.43 亿。

❖ **盈利预测、估值及投资评级。**由于今年新能源汽车销量增速低于年初预期，我们下调公司的盈利预测和投资评级，预计公司 2019-2021 年归母净利润为 2.48 亿、3.03 亿、3.77 亿，同比增长 12%、22%、25%，EPS 为 1.29 元、1.58 元、1.97 元，考虑到公司湿法隔膜出货高速增长以及公司的行业领先地位，参考同行业估值水平，给予目标价 32 元，对应 2019 年 25 倍、2020 年 20 倍 PE，调整为“推荐”评级。

❖ **风险提示:** 新能源汽车销量增速低于预期，新产能建设进度低于预期。

### 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	583	992	1,468	1,930
同比增速(%)	11.9%	70.0%	47.9%	31.5%
归母净利润(百万)	222	248	303	377
同比增速(%)	108.0%	11.8%	22.0%	24.6%
每股盈利(元)	1.16	1.29	1.58	1.97
市盈率(倍)	22	20	16	13
市净率(倍)	3	3	3	2

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 8 月 8 日收盘价

## 推荐 (下调)

目标价: 32 元

当前价: 25.73 元

### 华创证券研究所

证券分析师: 胡毅

电话: 0755-82027731

邮箱: huyi@hcyjs.com

执业编号: S0360517060005

证券分析师: 于潇

电话: 021-20572595

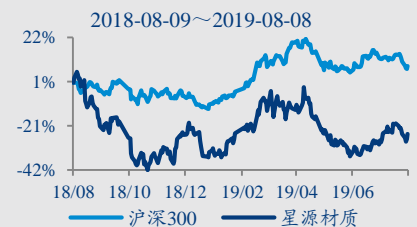
邮箱: yuxiao@hcyjs.com

执业编号: S0360517100003

### 公司基本数据

总股本(万股)	19,201
已上市流通股(万股)	12,867
总市值(亿元)	49.4
流通市值(亿元)	33.11
资产负债率(%)	61.6
每股净资产(元)	8.6
12 个月内最高/最低价	36.29/19.49

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

《星源材质 (300568): 20 亿募资, 扩大高端隔膜产能规模》

2018-06-17

《星源材质 (300568) 半年报业绩预告点评: 干法湿法隔膜同时推进, 星源材质进入产能扩张期》

2018-07-15

《星源材质 (300568) 2018 年中报点评: 产能释放推动业绩稳步提升, 扩张周期清晰抢占全球市场》

2018-08-09

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	419	312	791	1,559
应收票据	65	110	163	214
应收账款	336	389	504	663
预付账款	10	17	27	36
存货	109	160	255	336
其他流动资产	140	204	301	397
流动资产合计	1,079	1,192	2,041	3,205
其他长期投资	15	0	0	0
长期股权投资	8	8	8	8
固定资产	794	910	1,013	1,106
在建工程	950	1,350	1,400	1,200
无形资产	196	177	159	143
其他非流动资产	527	486	487	487
非流动资产合计	2,490	2,931	3,067	2,944
<b>资产合计</b>	<b>3,569</b>	<b>4,123</b>	<b>5,108</b>	<b>6,149</b>
短期借款	418	818	1,218	1,618
应付票据	15	80	127	168
应付账款	90	80	127	168
预收款项	0	1	1	1
其他应付款	2	3	3	3
一年内到期的非流动负债	54	54	54	54
其他流动负债	61	47	58	71
流动负债合计	640	1,083	1,588	2,083
长期借款	610.00	810.00	1,010.00	1,210.00
应付债券	376.00	386.00	386.00	386.00
其他非流动负债	403	201	201	201
非流动负债合计	1,389	1,397	1,597	1,797
<b>负债合计</b>	<b>2,029</b>	<b>2,480</b>	<b>3,185</b>	<b>3,880</b>
归属母公司所有者权益	1,527	1,621	1,885	2,217
少数股东权益	13	22	38	52
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,540</b>	<b>1,643</b>	<b>1,923</b>	<b>2,269</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,569</b>	<b>4,123</b>	<b>5,108</b>	<b>6,149</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>376</b>	<b>264</b>	<b>247</b>	<b>315</b>
现金收益	305	412	512	620
存货影响	-53	-51	-95	-81
经营性应收影响	-55	-121	-194	-237
经营性应付影响	11	56	95	81
其他影响	168	-32	-72	-69
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,263</b>	<b>-546</b>	<b>-250</b>	<b>0</b>
资本支出	-1,029	-599	-249	1
股权投资	3	0	0	0
其他长期资产变化	-237	53	-1	-1
<b>融资活动现金流</b>	<b>685</b>	<b>175</b>	<b>482</b>	<b>453</b>
借款增加	809	610	600	600
股利及利息支付	-91	-93	-48	-59
股东融资	14	14	14	14
其他影响	-47	-356	-84	-102

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>583</b>	<b>992</b>	<b>1,468</b>	<b>1,930</b>
营业成本	302	533	850	1,120
税金及附加	11	19	28	36
销售费用	29	44	59	77
管理费用	88	89	110	145
财务费用	12	51	80	105
资产减值损失	11	15	17	18
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	3	0	0	0
其他收益	29	25	28	30
<b>营业利润</b>	<b>124</b>	<b>216</b>	<b>287</b>	<b>372</b>
营业外收入	125	100	105	110
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>249</b>	<b>316</b>	<b>392</b>	<b>482</b>
所得税	46	59	73	90
<b>净利润</b>	<b>203</b>	<b>257</b>	<b>319</b>	<b>392</b>
少数股东损益	-19	9	16	15
<b>归属母公司净利润</b>	<b>222</b>	<b>248</b>	<b>303</b>	<b>377</b>
NOPLAT	212	299	384	478
EPS(摊薄) (元)	1.16	1.29	1.58	1.97

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	11.9%	70.0%	47.9%	31.5%
EBIT 增长率	94.4%	40.9%	28.4%	24.6%
归母净利润增长率	108.0%	11.8%	22.0%	24.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	48.3%	46.2%	42.1%	42.0%
净利率	34.7%	25.9%	21.7%	20.3%
ROE	14.4%	15.1%	15.8%	16.6%
ROIC	4.7%	7.7%	8.5%	9.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	56.8%	60.2%	62.4%	63.1%
债务权益比	120.8%	138.2%	149.2%	152.9%
流动比率	168.6%	110.1%	128.5%	153.9%
速动比率	151.6%	95.3%	112.5%	137.7%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转天数	166	132	110	109
应付账款周转天数	93	57	44	47
存货周转天数	98	91	88	95
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.16	1.29	1.58	1.97
每股经营现金流	1.96	1.37	1.29	1.64
每股净资产	7.95	8.44	9.82	11.55
<b>估值比率</b>				
P/E	22	20	16	13
P/B	3	3	3	2
EV/EBITDA	20	15	12	10

## 电力设备与新能源组团队介绍

### 首席分析师：胡毅

北京化工大学硕士。曾任职于天津力神、普华永道、中银国际证券、招商证券。2017 年加入华创证券研究所。2015、2016 年新财富上榜团队核心成员。

### 分析师：于潇

北京大学管理学硕士。曾任职于通用电气、中泰证券、东吴证券。2017 年加入华创证券研究所。2015、2016 年新财富团队成员。

### 分析师：邱迪

中国矿业大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：杨达伟

上海交通大学硕士。曾任职于协鑫集成、华元恒道（上海）投资管理有限公司。2017 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500