

星源材质 (300568.SZ) 买入 (维持评级)

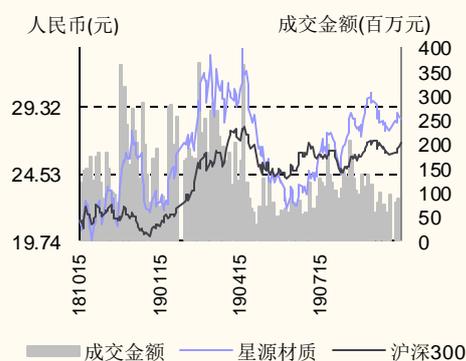
公司点评

市场价格 (人民币): 28.50 元

业绩符合预期, 静待湿法贡献业绩弹性

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	2.30
已上市流通 A 股(亿股)	1.29
总市值(亿元)	65.67
年内股价最高最低(元)	29.39/27.53
沪深 300 指数	3953



公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.556	1.157	0.982	1.384	1.686
每股净资产(元)	6.60	7.96	6.94	8.03	9.35
每股经营性现金流(元)	0.21	1.25	1.59	1.40	1.74
市盈率(倍)	47.97	19.18	29.02	20.59	16.91
净利润增长率(%)	-31.29%	108.02%	1.85%	40.95%	21.79%
净资产收益率(%)	8.43%	14.54%	14.14%	17.24%	18.02%
总股本(百万股)	192.00	192.00	230.41	230.41	230.41

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2019Q3 实现营收 1.62 亿元, 同比增长 53.6%, 环比下滑 14.9%; 实现归母净利润 0.24 亿元, 同比下滑 7.6%, 环比下滑 75%; 实现扣非归母净利润 0.19 亿元, 同比增长 995.9%, 环比下降 64.9%。
- 2019 年 1-9 月实现营收 5.15 亿元, 同比增长 21.7%; 实现归母净利润 1.96 亿元, 同比增长 9.5%; 实现扣非归母净利润 1.09 亿元, 同比增长 26.9%。业绩符合预期。

经营分析

- **2019Q3 业绩分析:** 公司 2019Q3 毛利率约为 38.6%, 同比下降 1.3pct, 环比下降 15.9pct, 毛利率下滑主要是因为产品降价压力大, 且常州部分资产达到使用状态转固所致 (2019Q3 期末固定资产约为 11.2 亿元, 2019H1 期末约为 7.6 亿元, Q3 新增 3.7 亿元)。Q3 期间费用率合计为 26.5%, 同比下滑 13.3pct, 主要是因为出货增加, 规模均摊带动费用率降低; 环比提升 6.1pct, 主要是因为管理 (+5.2pct) 和研发 (+2.3pct) 费用提升所致。2019 年 1-9 月份毛利率为 47.9%, 同比下滑 2.2pct; 期间费用率合计为 23%, 同比下滑 2.6pct。
- **产能加速扩张, 干湿法隔膜同步放量带动业绩高增:** 公司常州基地部分产线已经转固, 新增 3.6 亿平湿法和 4 亿平干法隔膜产能预计 2019 年底全部投产, 届时公司共计拥有隔膜产能 10.8 亿平, 保证充足产能供应。客户方面, 公司干法隔膜主要客户为 LGC、孚能、力神等, 湿法隔膜已成功打入 CATL、亿纬锂能、中航锂电、国轩高科等知名客户, 且需求稳步提升。随湿法隔膜客户放量, 预计公司 2019Q4 有望实现隔膜出货 1.2 亿平, 全年 3.6 亿平, 2020 年有望实现隔膜出货 6 亿平。隔膜行业重资产, 待新增产能正常、稳定投产后, 有望释放高业绩弹性。

盈利调整及投资建议

- 我们预计公司 2019-2021 可实现归母净利润 2.26 亿元、3.19 亿元和 3.88 亿元, 同比分别增长 2%、41%、22%, 维持“买入”评级不变。

风险提示

- 隔膜降价超预期, 出货量不及预期; 解禁带来股价阶段性波动; 应收账款和存货偏高; 新能源车增速不及预期。

相关报告

1. 《开启湿法隔膜高增时代-星源材质 2019Q2 业绩点评》, 2019.8.8
2. 《湿法隔膜放量降本在望-星源材质 (300568.SZ) 研究报告》, 2019.7.25

柴明

联系人
chaiming@gjzq.com.cn

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	506	521	583	791	1,109	1,433	货币资金	757	621	419	341	383	428
增长率	3.1%	11.9%	35.6%	40.2%	29.2%		应收款项	257	359	411	491	672	879
主营业务成本	-199	-257	-302	-393	-560	-753	存货	44	56	109	107	137	197
%销售收入	39.4%	49.3%	51.7%	49.7%	50.5%	52.6%	其他流动资产	13	60	140	73	94	113
毛利	306	264	282	398	549	680	流动资产	1,071	1,096	1,079	1,011	1,285	1,618
%销售收入	60.6%	50.7%	48.3%	50.3%	49.5%	47.4%	%总资产	57.1%	46.2%	30.2%	28.1%	32.1%	36.0%
营业税金及附加	-9	-10	-11	-15	-21	-27	长期投资	0	15	23	23	23	23
%销售收入	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	固定资产	607	892	1,744	2,016	2,024	2,055
销售费用	-22	-24	-29	-31	-38	-46	%总资产	32.4%	37.6%	48.9%	56.0%	50.5%	45.7%
%销售收入	4.3%	4.6%	4.9%	3.9%	3.4%	3.2%	无形资产	82	111	197	284	378	476
管理费用	-82	-104	-88	-81	-89	-103	非流动资产	805	1,277	2,490	2,588	2,722	2,877
%销售收入	16.3%	19.9%	15.1%	10.2%	8.0%	7.2%	%总资产	42.9%	53.8%	69.8%	71.9%	67.9%	64.0%
研发费用	0	0	-38	-40	-51	-61	资产总计	1,876	2,374	3,569	3,599	4,007	4,495
%销售收入	0.0%	0.0%	6.5%	5.0%	4.6%	4.3%	短期借款	167	530	472	364	448	524
息税前利润 (EBIT)	193	127	116	232	351	443	应付款项	64	97	110	151	192	266
%销售收入	38.2%	24.3%	19.8%	29.3%	31.7%	30.9%	其他流动负债	30	24	57	53	69	87
财务费用	-15	-24	-12	-60	-59	-62	流动负债	260	651	639	568	710	877
%销售收入	2.9%	4.6%	2.0%	7.5%	5.3%	4.3%	长期贷款	41	119	610	610	610	610
资产减值损失	-6	-4	-11	-18	-11	-17	其他长期负债	306	319	779	792	792	792
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	608	1,089	2,028	1,970	2,112	2,279
投资收益	0	0	3	1	1	2	普通股股东权益	1,233	1,267	1,527	1,600	1,850	2,155
%税前利润	0.0%	0.0%	1.2%	0.3%	0.3%	0.3%	其中：股本	120	192	192	230	230	230
营业利润	172	113	124	195	312	396	未分配利润	255	277	427	595	845	1,150
%销售收入	34.1%	21.7%	21.3%	24.6%	28.2%	27.6%	少数股东权益	35	17	13	29	45	61
营业外收支	8	-3	125	100	100	100	负债股东权益合计	1,876	2,374	3,569	3,599	4,007	4,495
税前利润	180	110	249	295	412	496	比率分析						
利润率	35.7%	21.1%	42.7%	37.3%	37.2%	34.6%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-27	-22	-46	-53	-77	-91	每股指标						
所得税率	15.0%	19.9%	18.6%	17.8%	18.8%	18.4%	每股收益	1.295	0.556	1.157	0.982	1.384	1.686
净利润	153	88	203	242	335	404	每股净资产	10.278	6.601	7.955	6.944	8.028	9.354
少数股东损益	-2	-19	-19	16	16	16	每股经营现金净流	1.414	0.208	1.248	1.593	1.403	1.745
归属于母公司的净利润	155	107	222	226	319	388	每股股利	0.600	0.300	0.200	0.250	0.300	0.360
净利率	30.7%	20.5%	38.1%	28.6%	28.8%	27.1%	回报率						
							净资产收益率	12.60%	8.43%	14.54%	14.14%	17.24%	18.02%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	8.28%	4.50%	6.22%	6.29%	7.96%	8.64%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	投入资本收益率	11.13%	5.25%	3.12%	6.36%	8.51%	9.63%
净利润	153	88	203	242	335	404	增长率						
少数股东损益	-2	-19	-19	16	16	16	主营业务收入增长率	18.97%	3.09%	11.92%	35.58%	40.15%	29.24%
非现金支出	58	68	102	150	207	242	EBIT增长率	24.80%	-34.39%	-8.73%	100.50%	51.36%	26.07%
非经营收益	18	36	8	-33	-34	-31	净利润增长率	31.34%	-31.29%	108.02%	1.85%	40.95%	21.79%
营运资金变动	-60	-153	-73	7	-185	-213	总资产增长率	98.26%	26.52%	50.35%	0.86%	11.33%	12.18%
经营活动现金净流	170	40	240	367	323	402	资产管理能力						
资本开支	-272	-519	-1,258	-129	-228	-279	应收账款周转天数	112.7	130.0	168.5	160.0	152.9	160.5
投资	0	-15	-8	0	0	0	存货周转天数	67.2	70.8	99.4	100.0	90.0	96.5
其他	0	0	3	1	1	2	应付账款周转天数	32.3	60.8	94.4	90.0	81.7	88.7
投资活动现金净流	-272	-534	-1,263	-128	-227	-277	固定资产周转天数	342.1	602.5	496.9	768.6	584.1	434.3
股权募资	652	1	14	-96	0	0	偿债能力						
债权募资	-27	418	889	-97	82	74	净负债/股东权益	-43.28%	2.16%	67.45%	61.98%	55.49%	48.84%
其他	151	-59	-206	-125	-136	-153	EBIT利息保障倍数	13.2	5.3	10.0	3.9	5.9	7.2
筹资活动现金净流	777	360	697	-318	-53	-80	资产负债率	32.41%	45.89%	56.83%	54.74%	52.72%	50.70%
现金净流量	675	-133	-327	-79	43	45							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	20	29
增持	0	0	3	6	14
中性	0	0	0	2	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.60	1.36	1.43

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-07-25	买入	27.30	35.76~35.76
2	2019-08-08	买入	24.91	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH