

公司研究/季报点评

2019年10月15日

电力设备与新能源/新能源 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 25.65  
合理价格区间(元): 29.58~31.62

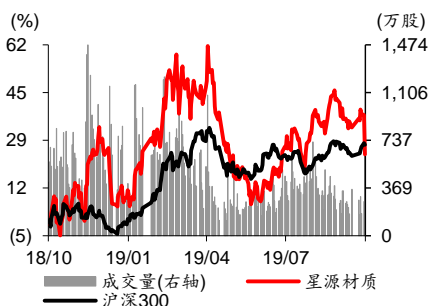
**黄斌** 执业证书编号: S0570517060002  
研究员 billhuang@htsc.com

**边文姣** 执业证书编号: S0570518110004  
研究员 0755-82776411  
bianwenjiao@htsc.com

相关研究

- 1《星源材质(300568,增持): 中报超预期, 湿法隔膜有望持续改善》2019.08
- 2《星源材质(300568,增持): 18年受子公司亏损影响, 看好19年边际改善》2019.03
- 3《星源材质(300568,增持): 三季报低于预期, 短期业绩承压》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 降价叠加成本增加, Q3 业绩环比下滑

### 星源材质(300568)

#### Q3 业绩承压, 维持“增持”评级

公司 19 前三季度实现营收 5.15 亿, 归母净利润 1.96 亿, 扣非净利润 1.09 亿, 分别同比+21.71%, +9.45%, +26.88%。19Q3 实现收入 1.62 亿, 归母净利润 0.24 亿, 扣非净利润 0.19 亿, 同比+52.83%, -8.15%, +833.50%, 环比-15.18%, -75.12%, -64.77%, 略低于预期。Q3 业绩承压主要系 Q3 隔膜价格环比下滑, 同时常州工厂产线转固导致成本和费用增加。我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 1.02 元, 1.45 元, 1.92 元, 给予 19 年合理 PE 区间 29-31 倍, 对应目标价 29.58-31.62 元, 维持“增持”评级。

#### 19Q3 四费费用率环比提升, 经营性净现金流下滑

19Q3 公司管理费用 0.2 亿, 环比+43%, 部分系有些费用在 Q2 资本化, 但是 Q3 常州两条湿法产线转固后就重新费用化。研发费用 0.09 亿, 环比+50%。四费费用率 25.93%, 环比+5.51pct, 同比-12.75pct。19Q3 单季的经营性净现金流为-0.52 亿, 一方面系 Q3 未获得政府补助 (Q2 为 0.61 亿左右), 另一方面 Q3 购买商品支付的现金 0.71 亿, 环比 Q2 的 0.21 亿增加 234%。

#### 降价以及折旧增加导致公司隔膜毛利率环比下滑

公司 19Q3 隔膜综合毛利率 38.6%, 环比-15.9pct。从价格端来看, 19Q3 国内湿法基膜环比降价 10%左右, 海外客户干法隔膜价格环比下滑 5%左右。从成本端来看, 三季度末公司固定资产相比二季度末增加了 3.66 亿, 其中常州湿法线单线设备资本开支 1.69 亿左右, 两条线转固增加 3.38 亿固定资产, 其余还有配套厂房转固, 我们假设产线按照 10 年折旧, 其余按照 15-20 年折旧, 对应折旧增加 0.08-0.09 亿。

#### 湿法隔膜国内外客户开拓相对顺利, 静候常州工厂放量

公司湿法隔膜海外客户的拓展有序进行: LG 化学有多个动力用隔膜项目在对接, 住友, 三星 SDI 等客户的合作有序推进, 公司预计 20 年下半年有望批量供货。国内客户方面, 公司已打入主流大客户供应链, 包括宁德时代、亿纬锂能、欣旺达、国轩、中航锂电等。公司常州工厂 19Q3 转固两条湿法产线, 其余产线陆续释放产能, 我们预计常州工厂满产后成品膜有效产能有望达到 6 亿平。

#### 短期业绩承压, 维持“增持”评级

由于产线转固导致成本和费用增加, 同时隔膜产品的降价比我们之前预期的多, 我们调整公司 19-21 年 EPS 分别为 1.02 元, 1.45 元, 1.92 元 (此前的预期为 1.42 元, 1.89 元, 2.42 元)。参考可比公司 19 年平均 PE28 倍, 考虑公司未来两年业绩有望高增长, 给予 19 年合理 PE 区间 29-31 倍, 对应目标价 29.58-31.62 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 常州工厂量产进度和海外客户需求不达预期, 竞争加剧。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	230.41
流通 A 股 (百万股)	128.72
52 周内股价区间 (元)	19.86-33.74
总市值 (百万元)	5,910
总资产 (百万元)	5,346
每股净资产 (元)	10.98

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	521.35	583.49	869.77	1,370	1,988
+/-%	3.09	11.92	49.06	57.46	45.13
归属母公司净利润 (百万元)	106.79	222.15	235.34	333.75	442.72
+/-%	(31.29)	108.02	5.94	41.81	32.65
EPS (元, 最新摊薄)	0.46	0.96	1.02	1.45	1.92
PE (倍)	55.34	26.60	25.11	17.71	13.35

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

**图表1：19Q1-19Q3 季度费用率**

单位：亿元	19Q1	19Q2	19Q3	环比	同比
销售费用	0.04	0.08	0.06	-25.00%	0.00%
管理费用	0.17	0.14	0.20	42.86%	-20.00%
研发费用	0.06	0.06	0.09	50.00%	-18.18%
财务费用	0.09	0.11	0.07	-36.36%	-800.00%
四费率	22.22%	20.42%	25.93%	5.51pct	-12.75pct

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表2：19Q1-19Q3 季度业绩**

	19Q1	19Q2	19Q3	环比	同比
收入（亿元）	1.62	1.91	1.62	-15.18%	52.83%
扣非净利润（亿元）	0.37	0.53	0.19	-64.77%	833.50%
归母净利润（亿元）	0.76	0.96	0.24	-75.13%	-8.15%
综合毛利率（%）	49.6	54.5	38.6	-15.9pct	-1.3pct
扣非净利率（%）	22.8	27.8	11.5	-16.2pct	9.6pct

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表3：18Q1-19Q3 的季度经营现金流情况**

单位：百万元	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	环比	同比
销售商品、提供劳务收到的现金	153.01	162.95	118.85	95.99	125.08	104.22	130.17	25%	10%
收到其他与经营活动有关的现金	61.50	23.00	72.84	85.45	72.88	60.89	4.08	-93%	-94%
经营活动现金流入小计	214.51	185.96	191.68	181.43	197.97	165.10	134.24	-19%	-30%
购买商品、接受劳务支付的现金	55.20	37.58	54.64	100.69	62.20	21.16	70.74	234%	29%
支付给职工以及为职工支付的现金	32.71	35.73	33.85	46.51	52.37	59.33	45.96	-23%	36%
经营活动现金流出小计	124.44	108.97	147.04	153.45	174.14	88.95	185.94	109%	26%
经营活动产生的现金流量净额	90.07	76.98	44.64	27.98	23.83	76.16	-51.69	-168%	-216%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表4：可比公司估值（截至2019年10月15日收盘价）**

代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002812.SZ	恩捷股份	33.28	1.03	1.35	1.69	32.20	24.60	19.72
300073.SZ	当升科技	22.95	0.87	1.20	1.53	26.44	19.16	14.96
300037.SZ	新宙邦	25.09	0.98	1.23	1.55	25.63	20.40	16.22
	平均值					28.09	21.39	16.96
300568.SZ	星源材质	25.65	1.02	1.45	1.92	25.11	17.71	13.35

说明：除了星源材质，其余公司 EPS 和 PE 均取自 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,096	1,079	1,544	2,464	3,583
现金	621.33	419.36	786.35	1,295	1,905
应收账款	202.97	335.90	376.22	606.45	898.20
其他应收账款	2.66	10.23	7.20	12.16	18.71
预付账款	10.36	9.67	12.98	20.13	29.36
存货	55.74	108.64	119.99	182.47	270.46
其他流动资产	203.12	195.28	241.24	348.40	460.71
非流动资产	1,277	2,490	2,426	2,644	2,807
长期投资	0.00	7.81	3.90	4.55	4.88
固定投资	860.56	794.27	1,052	1,266	1,442
无形资产	110.40	196.31	196.31	196.31	196.31
其他非流动资产	306.45	1,491	1,174	1,177	1,164
资产总计	2,374	3,569	3,970	5,109	6,390
流动负债	651.22	639.32	663.32	1,514	2,434
短期借款	449.87	418.23	475.30	1,246	2,065
应付账款	66.41	104.48	103.08	162.18	245.24
其他流动负债	134.94	116.61	84.95	105.32	122.80
非流动负债	437.94	1,389	719.67	733.30	745.86
长期借款	118.75	610.22	610.22	610.22	610.22
其他非流动负债	319.19	778.74	109.45	123.08	135.64
负债合计	1,089	2,028	1,383	2,247	3,179
少数股东权益	17.04	13.05	20.05	30.05	41.05
股本	192.00	192.00	230.41	230.41	230.41
资本公积	736.76	733.70	1,538	1,538	1,538
留存公积	339.59	504.15	798.64	1,063	1,401
归属母公司股东权益	1,267	1,527	2,567	2,832	3,170
负债和股东权益	2,374	3,569	3,970	5,109	6,390

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	39.93	239.67	167.39	176.29	298.25
净利润	88.13	202.66	242.34	343.75	453.72
折旧摊销	63.99	90.52	88.31	119.35	149.46
财务费用	23.90	11.55	49.86	66.33	98.96
投资损失	0.00	(2.87)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(153.05)	(73.12)	(300.32)	(357.29)	(438.44)
其他经营现金	16.97	10.93	87.20	4.15	34.57
投资活动现金	(533.79)	(1,263)	(181.02)	(303.38)	(303.35)
资本支出	518.84	1,259	200.60	302.73	303.03
长期投资	15.00	8.20	(19.10)	0.65	0.33
其他投资现金	0.05	3.35	0.48	0.00	0.00
筹资活动现金	372.51	685.38	380.62	635.40	615.77
短期借款	310.77	(31.64)	57.07	770.80	819.36
长期借款	77.50	491.47	0.00	0.00	0.00
普通股增加	72.00	0.00	38.41	0.00	0.00
资本公积增加	(71.74)	(3.06)	804.28	0.00	0.00
其他筹资现金	(16.01)	228.61	(519.12)	(135.41)	(203.59)
现金净增加额	(133.40)	(326.85)	366.99	508.31	610.67

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	521.35	583.49	869.77	1,370	1,988
营业成本	257.12	301.94	460.46	683.49	985.42
营业税金及附加	9.66	10.94	16.18	25.53	37.07
营业费用	24.22	28.85	34.79	54.78	79.50
管理费用	62.62	87.87	130.47	205.43	298.14
财务费用	23.90	11.55	49.86	66.33	98.96
资产减值损失	4.35	11.39	8.19	8.62	8.94
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	2.87	0.00	0.00	0.00
营业利润	113.25	124.05	169.82	325.37	479.59
营业外收入	2.38	125.19	130.00	100.00	80.00
营业外支出	5.58	0.32	2.75	2.41	2.17
利润总额	110.05	248.92	297.08	422.96	557.41
所得税	21.93	46.26	54.74	79.21	103.70
净利润	88.13	202.66	242.34	343.75	453.72
少数股东损益	(18.66)	(19.49)	7.00	10.00	11.00
归属母公司净利润	106.79	222.15	235.34	333.75	442.72
EBITDA	201.14	226.11	307.99	511.05	728.00
EPS (元, 基本)	0.46	0.96	1.02	1.45	1.92

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	3.09	11.92	49.06	57.46	45.13
营业利润	(34.30)	9.53	36.90	91.59	47.40
归属母公司净利润	(31.29)	108.02	5.94	41.81	32.65
获利能力 (%)					
毛利率	50.68	48.25	47.06	50.09	50.42
净利率	20.48	38.07	27.06	24.37	22.27
ROE	8.43	14.54	9.17	11.79	13.97
ROIC	9.84	4.99	6.82	10.13	12.72
偿债能力					
资产负债率 (%)	45.89	56.83	34.84	43.98	49.76
净负债比率 (%)	59.60	53.36	78.49	82.62	84.16
流动比率	1.68	1.69	2.33	1.63	1.47
速动比率	1.60	1.51	2.15	1.51	1.36
营运能力					
总资产周转率	0.25	0.20	0.23	0.30	0.35
应收账款周转率	2.51	1.97	2.25	2.56	2.42
应付账款周转率	6.00	3.53	4.44	5.15	4.84
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.96	1.02	1.45	1.92
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	1.04	0.73	0.77	1.29
每股净资产(最新摊薄)	5.50	6.63	11.14	12.29	13.76
估值比率					
PE (倍)	55.34	26.60	25.11	17.71	13.35
PB (倍)	4.66	3.87	2.30	2.09	1.86
EV_EBITDA (倍)	31.95	28.42	20.87	12.58	8.83

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com