

资本货物/工业

星源材质 (300568)

销量环比改善，期待后续大客户放量

——星源材质 2020 年三季度报点评

 胥本涛(分析师)	石岩(分析师)
 021-38677826	0755-23976068
 xubentao@gtjas.com	shiyao19020@gtjas.com
证书编号 S0880518020001	S0880519080001

本报告导读:

公司隔膜 Q3 出货量环比显著改善，随着 LG、宁德时代等核心客户的放量，后续产品价格和盈利能力有望进一步改善。

投资要点:

- **维持增持评级。**受核心客户放量延迟影响，公司全年产品价格和出货受到一定影响，下调 2020 年 EPS 至 0.32(-0.07)元，维持 2021-2022 年 EPS 为 0.55、0.75 元，参考 2021 年行业平均估值 52X PE，上调目标价至 28.6 元（原目标价 24.2 元），维持增持评级
- **业绩基本符合预期。**公司前三季度收入为 6.11 亿元，同比增长 18.52%；归母净利润为 1.03 亿元，同比下滑 48%；其中 Q3 收入为 2.7 亿元，同比增长 66.11%，归母净利润为 0.31 亿元，同比增长 30.73%。基本符合预期。
- **隔膜出货量环比改善明显。**我们预计公司前三季度隔膜出货量为 4 亿平米，其中 Q3 约为 1.9 亿平米，环比增长达到 60%，全年来看预计出货量在 6 亿平米左右。公司业绩下滑的主要因素为常州湿法隔膜产线转固以及隔膜产品价格下滑所致：1) 公司常州湿法产线已经转固 5 条，设备折旧短期影响公司盈利水平；2) 受行业整体销量欠佳影响，公司重点客户放量节奏略有所推迟。
- **后续重点客户放量有望改善当前盈利水平。**我们预计随着行业销量的显著回升，公司给 LG 化学、宁德时代、比亚迪等核心客户出货量在 Q4 均有望显著提升，客户结构的优化一方面在产品价格上会有所改善，同时出货量的提升也将进一步摊薄公司生产成本，改善毛利率水平。
- **风险提示：**新能源汽车销量不及预期，公司新增产能无法完全消化

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	583	600	926	1,460	2,131
(+/-)%	12%	3%	54%	58%	46%
经营利润 (EBIT)	116	83	153	291	426
(+/-)%	-9%	-28%	85%	90%	46%
净利润 (归母)	222	136	143	249	339
(+/-)%	108%	-39%	5%	74%	36%
每股净收益 (元)	0.50	0.30	0.32	0.55	0.75
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.15	0.26	0.37

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率 (%)	19.8%	13.8%	16.5%	19.9%	20.0%
净资产收益率 (%)	14.5%	5.5%	5.5%	9.0%	11.2%
投入资本回报率 (%)	3.1%	1.5%	2.7%	4.9%	6.5%
EV/EBITDA	25.70	45.80	19.21	13.32	10.38
市盈率	46.57	75.98	72.34	41.62	30.56
股息率 (%)	0.9%	0.9%	0.7%	1.1%	1.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **28.60**

上次预测: 24.20

当前价格: 23.06

2020.10.20

交易数据

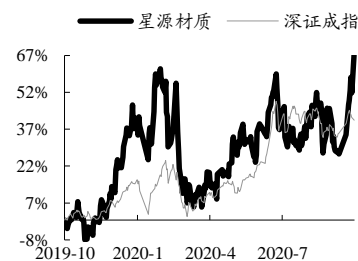
52 周内股价区间 (元)	17.08-40.17
总市值 (百万元)	10,345
总股本/流通 A 股 (百万股)	449/359
流通 B 股/H 股 (百万)	0/0
流通股比例	80%
日均成交量 (百万股)	11.53
日均成交值 (百万元)	225.47

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,913
每股净资产	6.49
市净率	3.6
净负债率	39.51%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	0.17	0.06
Q2	0.21	0.12
Q3	0.05	0.07
Q4	-0.13	0.07
全年	0.30	0.32

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	15%	22%	68%
相对指数	14%	20%	27%

相关报告

销量稳步上升，价格下滑影响公司利润
2020.08.16

业绩底部，2020 年出货量有望继续攀升
2020.04.27

疫情影响短期业绩，静待核心客户放量
2020.04.10

打开欧洲市场，开启全球化供应大幕
2020.03.19

业绩低点已过，绑定龙头企业开启新篇章
2020.03.03

模型更新时间: 2020.10.20

股票研究

工业
资本货物

星源材质 (300568)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **28.60**

上次预测: 24.20

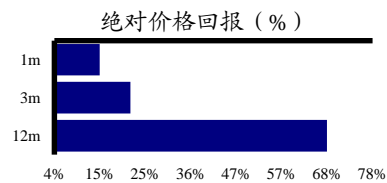
当前价格: 23.06

公司网址

www.senior798.com

公司简介

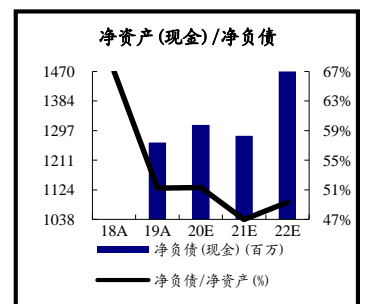
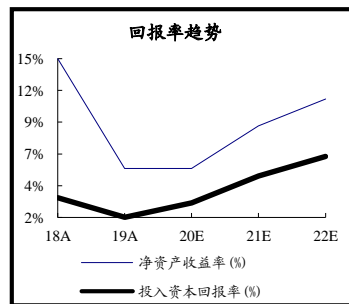
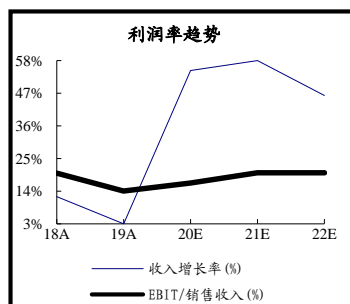
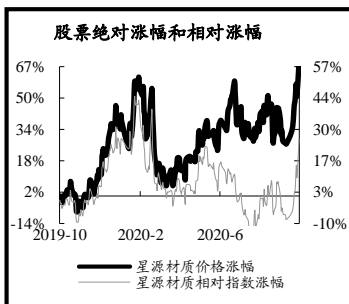
公司是中国战略新兴产业新能源材料领域的国家级高新技术企业,是全球第一家提出“动力锂电池隔膜”概念的国家火炬计划重点高新技术企业,是中国第一家打破国外垄断的锂电池隔膜干法单拉技术的企业,是中国第一家产品批量出口海外市场的锂电池隔膜制造企业,是中国第一家同时拥有锂电池隔膜干法、湿法和涂覆制备技术的企业,是中国拥有隔膜制备专利技术最多的锂电池隔膜企业,是中国第一家以隔膜为主营业务登陆资本市场的企业。公司专业从事锂离子电池隔膜研发,生产及



52 周内价格范围 17.08-40.17
市值 (百万) 10,345

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业总收入	583	600	926	1,460	2,131
营业成本	302	349	546	839	1,232
税金及附加	11	9	13	19	28
销售费用	29	37	41	63	90
管理费用	88	86	120	166	239
EBIT	116	83	153	291	426
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资收益	3	-6	0	0	0
财务费用	12	37	74	73	76
营业利润	124	62	104	244	375
所得税	46	29	30	54	76
少数股东损益	-19	-6	-12	-10	-3
净利润	222	136	143	249	339
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	419	711	778	828	878
其他流动资产	131	372	360	396	340
长期投资	8	12	76	76	76
固定资产合计	794	1,669	2,071	1,940	1,983
无形及其他资产	723	293	287	281	275
资产合计	3,569	5,329	5,669	6,163	7,072
流动负债	639	1,398	2,014	2,394	3,064
非流动负债	1,389	1,456	1,083	1,019	1,006
股东权益	1,540	2,475	2,572	2,751	3,001
投入资本(IC)	2,999	4,449	4,664	4,860	5,348
现金流量表					
NOPLAT	94	68	125	237	347
折旧与摊销	91	102	204	221	249
流动资金增量	57	-230	125	122	93
资本支出	-1,258	-1,063	-118	-160	-615
自由现金流	-1,016	-1,123	336	420	75
经营现金流	240	147	249	337	600
投资现金流	-1,263	-1,292	-182	-160	-615
融资现金流	685	1,297	0	-127	65
现金流净增加额	-338	153	67	50	50
财务指标					
成长性					
收入增长率	11.9%	2.8%	54.4%	57.7%	46.0%
EBIT 增长率	-8.7%	-28.3%	84.6%	90.1%	46.4%
净利润增长率	108.0%	-38.7%	5.0%	73.8%	36.2%
利润率					
毛利率	48.3%	41.8%	41.1%	42.5%	42.2%
EBIT 率	19.8%	13.8%	16.5%	19.9%	20.0%
净利润率	38.1%	22.7%	15.4%	17.0%	15.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	14.5%	5.5%	5.5%	9.0%	11.2%
总资产收益率(ROA)	5.7%	2.4%	2.3%	3.9%	4.7%
投入资本回报率(ROIC)	3.1%	1.5%	2.7%	4.9%	6.5%
运营能力					
存货周转天数	131.3	185.7	140.0	130.0	125.0
应收账款周转天数	210.1	226.8	220.0	210.0	200.0
总资产周转天数	2,232.4	3,243.3	2,234.5	1,540.8	1,211.2
净利润现金含量	1.1	1.1	1.7	1.4	1.8
资本支出/收入	215.6%	177.2%	12.7%	10.9%	28.8%
偿债能力					
资产负债率	56.8%	53.5%	54.6%	55.4%	57.6%
净负债率	67.4%	51.0%	51.1%	46.6%	49.0%
估值比率					
PE	46.57	75.98	72.34	41.62	30.56
PB	6.52	5.49	4.01	3.74	3.43
EV/EBITDA	25.70	45.80	19.21	13.32	10.38
P/S	7.59	8.86	5.74	3.64	2.49
股息率	0.9%	0.9%	0.7%	1.1%	1.6%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gt_jaresearch@gt.jas.com		