

**投资评级：增持(首次评级)**

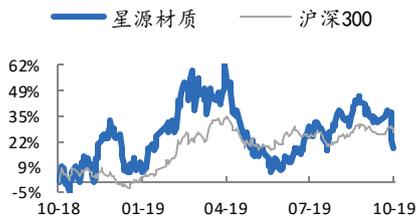
 当前价格(元): 24.48  
合理价格区间(元): 28.16~29.44

**证券分析师**
**韩伟琪**

 资格编号: S0120518020002  
电话: 021-68761616-6160  
邮箱: hanwq@tebon.com.cn

**联系人**
**申屠旺**

 电话: 021-68761616-6416  
邮箱: shentuw@tebon.com.cn

**市场表现**


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-12.8	-13.0	-5.0
相对涨幅 (%)	-11.8	-17.3	-7.7

资料来源: 德邦研究所

**相关研究**

# 干法龙头再起航，全球化供应提量增利

## 星源材质(300568)

**投资要点:**

**电动全球化趋势形成，隔膜需求量大增。**在汽车销售寒冬下，新能源汽车成为唯一的增长亮点。在高能量密度导向的乘用车领域中，我们预计动力电池湿法隔膜的渗透率将逐步提升。在成本导向的储能电池等领域中，干法隔膜仍将占据优势。预计 19-21 年全球湿法隔膜需求量将达到 24.92、31.22、38.51 亿平方米，全球干法隔膜需求量将达到 10.63、12.16、14.30 亿平方米。

**干法龙头，国产替代先锋。**2008 年星源材质打破日韩企业垄断，生产出中国第一卷锂电池隔膜，公司的干法隔膜在技术、规模、产品上一直遥遥领先国内同行，龙头地位无可撼动，公司干法隔膜市占率在 2019H1 已经逐步提升到了 29%，未来凭借常州工厂的先进干法产线产能释放，成本仍有下降空间，领先优势将会更加明显。

**布局湿法和涂覆，完善产品结构。**公司募投江苏星源“超级涂覆工厂”和常州星源湿法隔膜项目，目前项目进展顺利，部分产线已经为客户批量供货，2019 年 H1 星源材质的湿法市占率首次进入国内前 5，达到了 7%，市占率快速提升。常州湿法工厂定位海外客户，目标客户包括索尼、松下、三星、LG 等，随着湿法产能的逐步投放和认证项目的顺利进行，湿法项目有望成为公司盈利的新增长点。

**全球化供应，大客户为 LG 化学。**星源材质与国内外大部分一线电池厂商结成稳定的供货关系。公司主要客户覆盖宁德时代、中航锂电、比亚迪、国轩高科、天津力神等国内知名锂电池厂商。在国际市场，公司为韩国 LG 化学干法唯一供应商，海外业务占比 40%+，高出口占比一定程度上可以对冲国内隔膜产品价格下跌给公司业绩带来的影响，增强公司在国际市场上的竞争能力。

**首次覆盖给予“增持”评级。**公司是 LG 化学的干法唯一供应商，在海外市场的拓展上走在了行业的最前沿，不仅受益国内新能源汽车行业的爆发，更能享受新能源汽车全球化发展的大浪潮。我们认为，未来两年星源将在湿法隔膜上加速放量，并保持在于法隔膜方面的优势，在产能利用率提升的同时，降低单位成本，提高隔膜产品的毛利率。预计公司 19/20/21 年总营业收入为 7.5/10.7/14.85 亿元，归母净利润为 2.24/2.94/3.89 亿元，对应 19/20/21 年 EPS 为 0.97/1.28/1.69 元，给予 20 年 22 倍 PE，对应目标价 28.16 元，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示。**产品价格超预期下跌的风险；新能源汽车销量不及预期的风险；公司产能无法及时消化的风险；主要原材料价格波动的风险。

**股票数据**

总股本(百万)	230.41
流通 A 股(百万)	230.41
52 周内股价区间(元)	33.74-19.86
总市值(百万)	5,702.57
总资产(百万)	5,345.89
每股净资产(元)	10.56

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	521	583	750	1070	1485
(+/-) YoY (%)	3.1%	11.9%	28.6%	42.6%	38.8%
净利润(百万元)	107	222	223	292	386
(+/-) YoY (%)	-31.3%	108.0%	0.4%	31.0%	32.2%
全面摊薄 EPS (元)	0.46	0.96	0.97	1.27	1.68
毛利率 (%)	50.7%	48.3%	47.5%	46.5%	45.5%
净资产收益率 (%)	8.4%	14.5%	8.7%	10.4%	12.2%

资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 公司概况：国内干法隔膜行业龙头，布局湿法.....	4
1.1 专注隔膜生产 16 年.....	4
1.2 非公开发行完成，实控人为陈秀峰.....	4
1.3 业绩低点已过，营收净利或迎来双升.....	5
1.4 干湿法隔膜并举的行业先行公司.....	7
2. 隔膜为动力电池关键材料，新能源车拉动隔膜需求增长.....	8
2.1 隔膜为锂电池的关键组成材料.....	8
2.2 干湿法两种技术各具优势，将长期共存.....	9
2.3 全球电动化趋势不可阻挡.....	10
2.4 预计隔膜需求在未来 3 年能高速增长.....	11
3. 干法隔膜龙头，湿法隔膜开始突破.....	13
3.1 干法市占率第一，湿法市占率快速提升.....	13
3.2 顺应电动趋势，产能扩张进行时.....	13
3.3 汇聚优质客户，订单保障公司长期稳定发展.....	15
3.4 进入隔膜全球供应链，LG 为第一大客户.....	15
3.4.1 LG 为全球动力电池龙头企业.....	16
3.4.2 星源将充分受益 LG 产业链.....	16
3.5 布局涂覆隔膜，提升产品附加值.....	16
4. 盈利预测及投资建议.....	18
5. 风险提示.....	20

## 图表目录

图 1 公司股权结构图.....	5
图 2 近年来营业收入稳步上升 .....	5
图 3 归母净利润企稳回升 .....	5
图 4 销售毛利率和扣非净利率在较高位.....	6
图 5 公司近年来三费走势 .....	6
图 6 公司近年来研发投入 .....	7
图 7 锂电池结构示意图 .....	8
图 8 动力电池单位成本构成.....	9
图 9 干法工艺流程图示 .....	10
图 10 湿法工艺流程图示 .....	10
图 11 国内新能源车销量（万辆） .....	11
图 12 海外新能源车销量（万辆） .....	11
图 13 公司 PE（LYR）历史走势图.....	19
图 14 公司 PB（LYR）历史走势图.....	19
表 1 公司发展历程 .....	4
表 2 公司前十大股东情况 .....	5
表 3 公司主要产品情况 .....	7
表 4 干法和湿法工艺的比较.....	9
表 5 国内新能源汽车带电量测算.....	11
表 6 干湿法隔膜需求测算（电池/GWh、隔膜/亿平方米） .....	11
表 7 近两年国内干湿法 CR5 市占率.....	13
表 8 星源材质产能情况概览.....	14
表 9 主要干法隔膜企业产能（亿平方米） .....	14
表 10 主要湿法隔膜企业产能（亿平方米） .....	14

## 1.公司概况：国内干法隔膜行业龙头，布局湿法

### 1.1 专注隔膜生产 16 年

深圳市星源材质科技股份有限公司成立于 2003 年 9 月，是专业从事锂离子电池隔膜研发、生产及销售的新能源、新材料和新能源汽车领域的国家级高新技术企业，是锂离子电池隔膜有关国家标准的牵头单位和起草编委会副组长单位。目前公司已形成以深圳总部为中心，深圳、合肥、常州三大基地为依托，日本大阪、美国硅谷海外研究院及德国星源-飞马新材料分公司等并存的全球战略布局。

图 1 星源材质为全球各大市场提供高效的产品和服务



资料来源：公司官网，德邦研究所

公司在 2016 年 12 月在深交所挂牌上市，首次公开发行新股 3000 万股，是我国 A 股市场第一个以锂离子电池隔膜为主营业务的上市公司。

表 1 公司发展历程

时间	事件
2003 年	公司成立，致力于锂电池隔膜的销售与研发
2006 年	掌握湿法工艺技术，并建立湿法中试生产线
2008 年	设计制造了国内第一条单向拉伸干法生产线，西丽工厂投产
2010 年 11 月	华南制造基地建成投产，成为当时国内规模最大的动力锂电池隔膜制造商
2013 年	成功开拓国际市场，实现对韩国 LG 化学批量供货
2016 年	与国轩高科共同出资成立合肥星源
2016 年 12 月	在深圳证券交易所创业板挂牌上市，股票简称：星源材质，股票代码：300568
2018 年 5 月	江苏星源超级涂覆工厂开建造
2018 年 12 月	常州星源项目一期投产

资料来源：公司官网，德邦研究所

### 1.2 非公开发行完成，实控人为陈秀峰

2019 年 2 月 26 日，中国证监会核准星源材质非公开发行不超过 38,400,000 股(含) A 股股票，有效期 6 个月。2019 年 8 月 20 日，非公开发行新增股份上市。此次非公开发行股票完成后，公司总股本从 192,006,491 股调整为 230,406,491 股。非公开发行股票完成后，公司前十大股东如下：

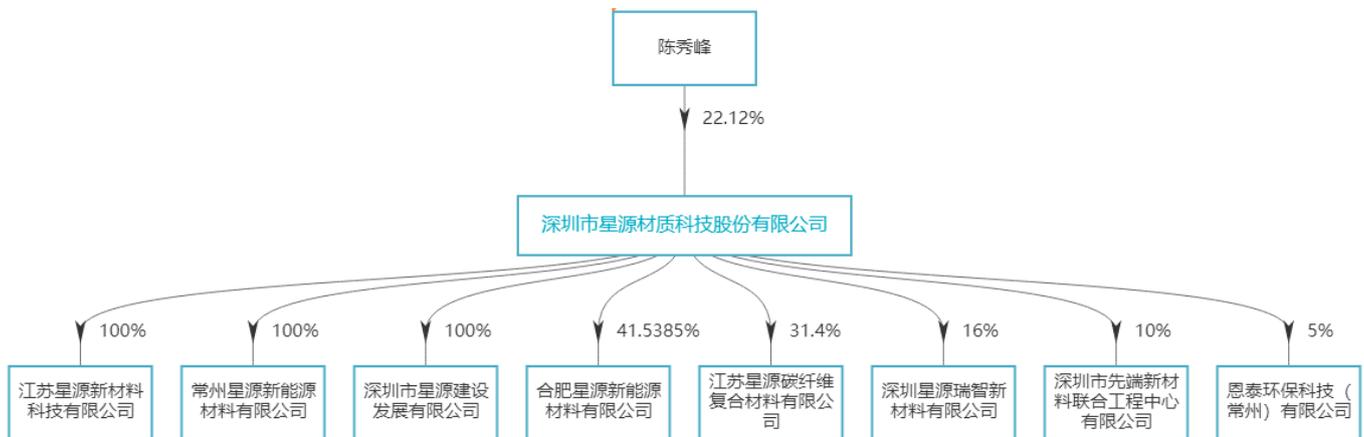
表 2 公司前十大股东情况

股东名称	持股总数 (股)	持股比例
陈秀峰	50,966,380	22.12%
陈良	10,061,640	4.37%
深圳市远致富海投资管理有限公司—深圳远致富海并购股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	8,717,392	3.78%
江苏斐泉毅达融京股权并购投资基金 (有限合伙)	8,091,193	3.51%
常州东方产业引导创业投资有限责任公司	7,912,382	3.43%
广东恒阔投资管理有限公司	7,867,679	3.41%
深圳市速源投资企业 (有限合伙)	5,826,340	2.53%
深圳市速源控股集团有限公司	5,600,000	2.43%
财通基金-广东温氏投资有限公司-财通基金玉泉 903 号单一资产管理计划	4,470,272	1.94%
中国银行股份有限公司—景顺长城优选混合型证券投资基金	4,339,989	1.88%
合计	113,853,267	49.40%

资料来源: wind, 德邦研究所

公司董事长陈秀峰及其胞兄陈良仍共同构成公司的实际控制人。陈秀峰目前持有公司 22.12% 股份,一致行动人陈良持有公司 4.37% 股份。陈秀峰已深耕隔膜产业 10 多年。

图 2 公司股权结构图



资料来源: 德邦研究所

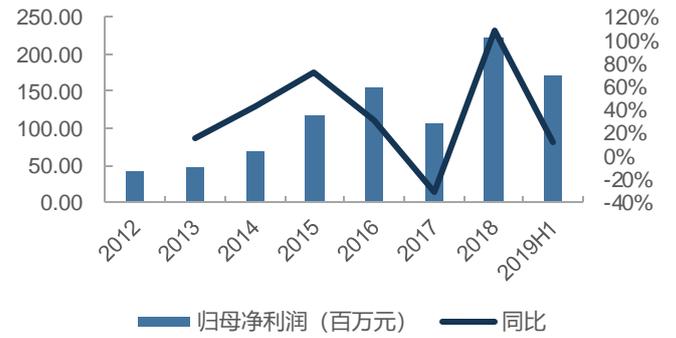
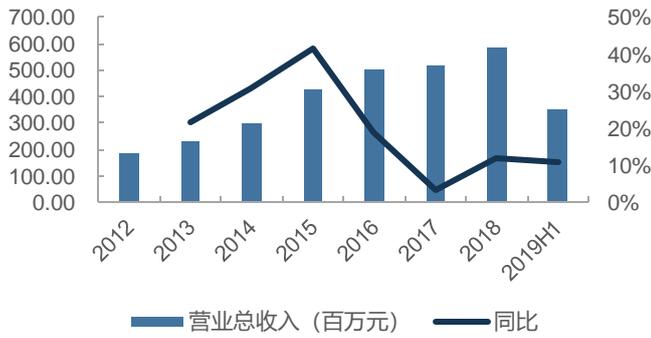
### 1.3 业绩低点已过, 营收净利或迎来双升

公司在 2012 年营业收入仅为 1.88 亿, 受益于动力电池行业的蓬勃发展, 至 2018 年公司的营业收入达到了 5.83 亿, 复合增长率为 9.4%; 归属上市公司股东的净利润由 0.42 亿元增长至 1.72 亿元, 复合增长率为 22.4%。

净利润在 2017 年有所滑坡, 主要由于两个方面: 一是 2017 年国内隔膜替代加速, 干法隔膜供给过剩, 导致公司产品价格大幅下降; 二是合肥星源基地调试进度低于预期, 调试费用使得生产成本提升, 加上固定资产和设备的折旧, 合肥星源在 2017 年度净亏损 3550 万元。在通过公司有效的成本管控以及拓展湿法领域后, 2018 年公司的净利润重回上升通道。

图 3 近年来营业收入稳步上升

图 4 归母净利润企稳回升

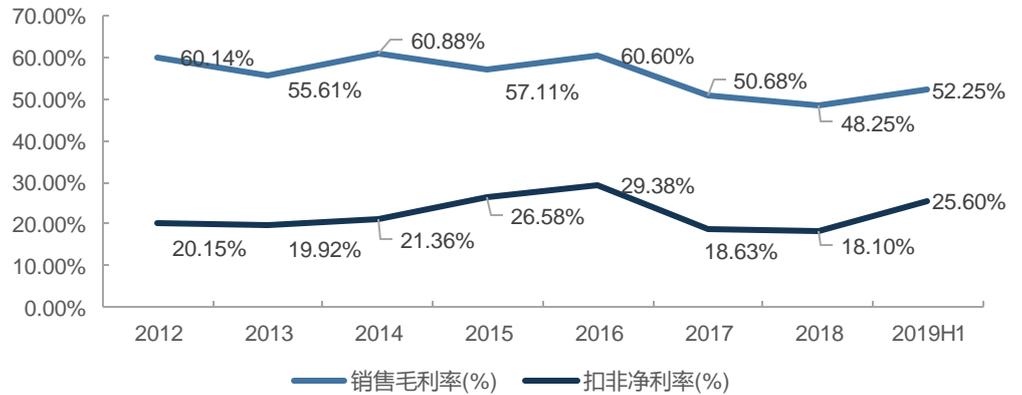


资料来源: wind, 德邦研究所

资料来源: wind, 德邦研究所

毛利率维持在较高水平,扣非净利率回升。公司毛利率在2012-2016年一直维持在60%以上,近两年受到补贴退坡的影响,毛利率略有回落,维持在50%水平。2018年公司净利率大幅提高,营业外收入在2018年较2017年增加1.23亿元,同比增加5163.91%,系2018年公司收到的与公司非日常活动相关的政府补助增加所致。公司的扣非净利率有企稳回升之势,2019年H1扣非净利率回到了25.6%的较高水平。

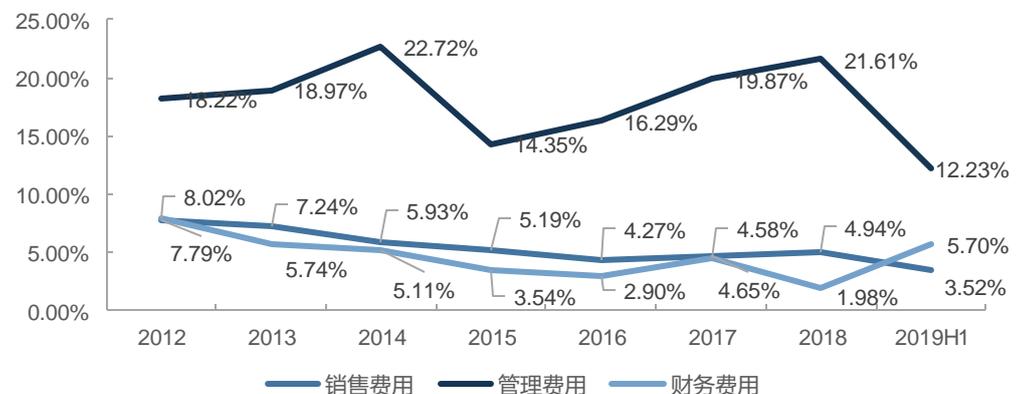
图5 销售毛利率和扣非净利率在较高位



资料来源: wind, 德邦研究所

公司销售费用控制得当,管理费用较高,2018年为15.06%,主要是管理人员人工成本。财务费用从2018的1.98%上升到2019H1的5.7%,主要是由于常州星源常州星源“年产36,000万平方米锂离子电池湿法隔膜项目”和江苏星源“超级涂覆工厂项目”资金需求大,导致利息支出增加。

图6 公司近年来三费走势

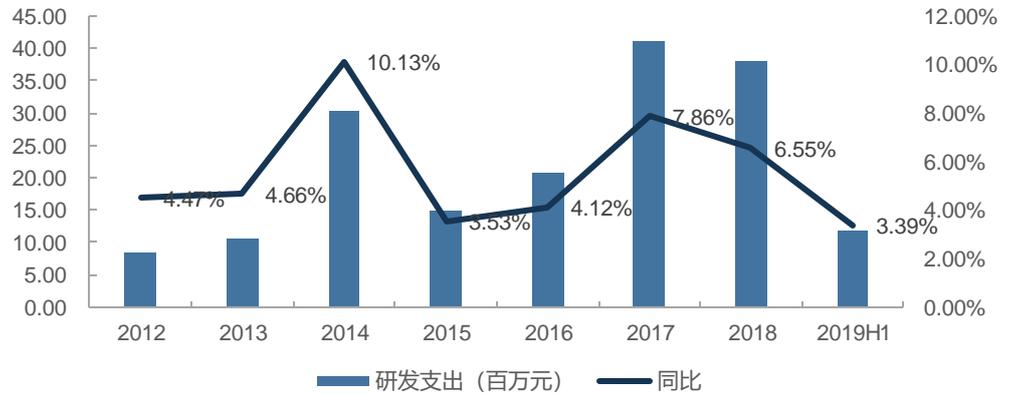


资料来源: wind, 德邦研究所 注: 为统一口径, 18和19年研发费用加计回管理费用

持续研发投入保证行业领先地位。2018年公司研发投入金额为3,820.32万元,占

营业收入比例为 6.55%。公司注重自主研发和技术创新，保持在研发、试制和检测方面的投入，以研究开发性能更加优良、更具节能环保效果、更具竞争优势的锂离子电池隔膜产品，从而保证在锂离子电池隔膜上的技术领先优势。

图 7 公司近年来研发投入



资料来源: wind, 德邦研究所

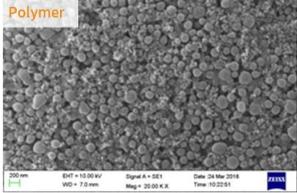
### 1.4 干湿法隔膜并举的行业先行公司

目前，公司锂离子电池隔膜包括单层隔膜、双层隔膜、湿法隔膜和涂覆隔膜等规格较为齐全的产品系列，主要分为动力类锂离子电池隔膜和数码类锂离子电池隔膜两大类，产品广泛应用于新能源汽车、储能电站、电动自行车、电动工具、航天航空、医疗及数码类电子产品等领域。

经过多年发展，公司建立了较为完整的锂离子电池隔膜工程技术开发产业链。公司隔膜产品的设计开发能力、产品制备技术和产品性能指标等整体技术水平在国内锂离子电池隔膜行业处于领先地位。目前，公司已在行业内树立了“SENIOR 星源材质”良好的品牌形象，综合实力位居国内领先地位。

表 3 公司主要产品情况

产品系列	产品主要规格	产品展示	产品用途
干法隔膜	单层隔膜 9 $\mu$ m、12 $\mu$ m、 14 $\mu$ m、 16 $\mu$ m、 17 $\mu$ m、20 $\mu$ m		用于软包、方形、圆柱等数码类及动力类锂离子电池
	双层隔膜 21 $\mu$ m、 25 $\mu$ m、32 $\mu$ m		可用于电动自行车、储能电站、混合动力汽车、插电式混合动力汽车、纯电动汽车等动力类锂离子电池
	多层隔膜 48 $\mu$ m、60 $\mu$ m		用于特殊领域高安全性的特种动力类锂离子电池

<p>湿法隔膜</p>	<p>9μm、12μm、 16μm、 10μm、20μm</p>		<p>主要用于电动汽车、电动工具等动力类锂离子电池隔膜基材，也可用于高端数码类锂离子电池</p>
<p>涂覆隔膜</p>	<p>陶瓷涂覆/树脂涂覆/水性PVDF+纳米陶瓷混合涂覆膜/纳米树脂涂覆膜</p>		<p>应用于电动汽车、电动自行车、电动工具、储能电源等各类锂离子动力电池</p>

资料来源：招股说明书，公司官网，德邦研究所

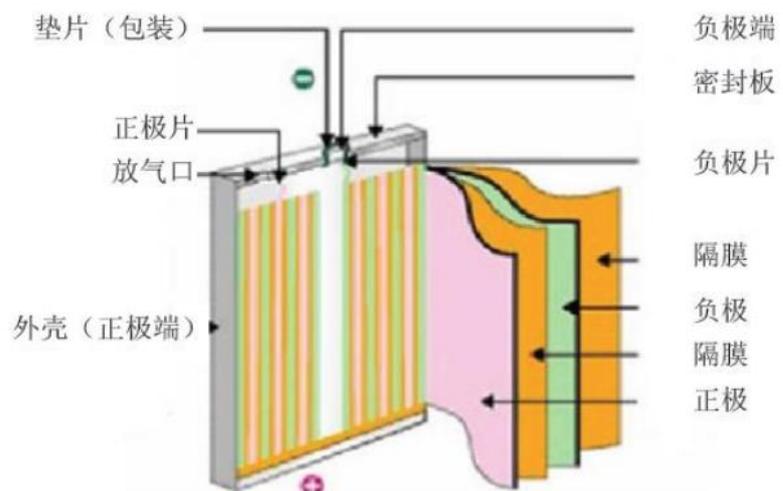
## 2.隔膜为动力电池关键材料，新能源车拉动隔膜需求增长

### 2.1隔膜为锂电池的关键组成材料

锂电池是现代高性能电池的代表，由正极材料、负极材料、隔膜、电解液四个主要部分组成。其中，隔膜是一种具有微孔结构的薄膜，在锂电池中起到如下两个主要作用：1) 隔开锂电池的正负极，防止正负极接触形成短路；2) 薄膜中的微孔能够让锂离子通过，形成充放电回路。

高性能锂电池需要隔膜具有厚度均匀性以及优良的力学性能（包括拉伸强度和抗穿刺强度）、透气性能、理化性能（包括润湿性、化学稳定性、热稳定性、安全性）。隔膜的优异与否直接影响锂电池的容量、循环能力以及安全性能等特性，性能优异的隔膜对提高电池的综合性能具有重要的作用。

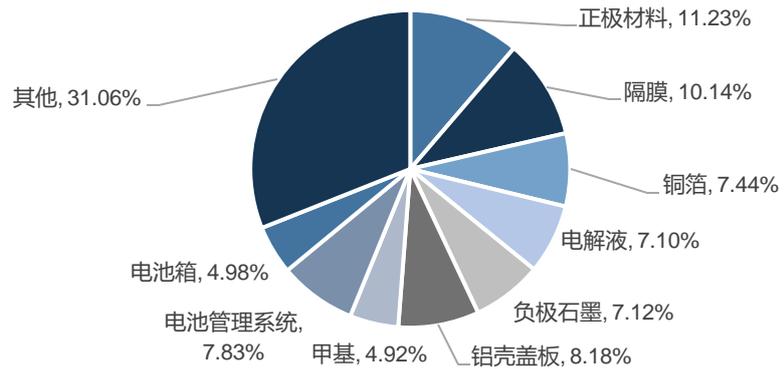
图 8 锂电池结构示意图



资料来源：星源材质招股说明书，德邦研究所

根据国轩高科的公告，在其2019年1-6月生产的锂电池中，隔膜在锂电池的成本占比达10.14%，为价值量第二高的电池材料。

图 9 磷酸铁锂电池单位成本构成



资料来源：固轩高科公司公告，德邦研究所

## 2.2 干湿法两种技术各具优势，将长期共存

目前，隔膜的生产工艺主要有干法和湿法两大类。干法可细分为单向拉伸工艺和双向拉伸工艺。湿法又称相分离法或热致相分离法，将液态烃或一些小分子物质与聚烯烃树脂混合，加热熔融后，形成均匀的混合物，然后降温进行相分离，压制得膜片，再将膜片加热至接近熔点温度，进行双向拉伸使分子链取向，最后保温一定时间，用易挥发物质洗脱残留的溶剂，可制备出相互贯通的微孔膜材料。

表 4 干法和湿法工艺的比较

项目	湿法	干法	
生产方式	单向、双向拉伸	单向拉伸	双向拉伸
工艺原理	热致相分离	晶片分离	晶型转换
工艺特点	设备复杂，投资大，工艺复杂，成本高，能耗大	设备复杂，精度要求高，控制难度高，污染小	设备复杂，投资大，需要成孔剂辅助成孔
主要产品	单层 PE 隔膜	单层 PP、PE 隔膜以及复合隔膜	单层 PP 隔膜
优点	微孔尺寸和分布均匀，适宜生产较薄产品	微孔尺寸和分布均匀，导通性好，能生产单层和多层隔膜	工艺简单，强度高，厚度范围宽，短路率低
缺点	工艺复杂成本高，不环保，只能生产单层 PE 膜	横向拉伸强度低，短路率稍高	孔径不均匀，稳定性差，只能生产单层 PP 膜

资料来源：公司公告，德邦研究所

### 2.2.1 干法隔膜应用于成本和安全性要求较高的电池产品

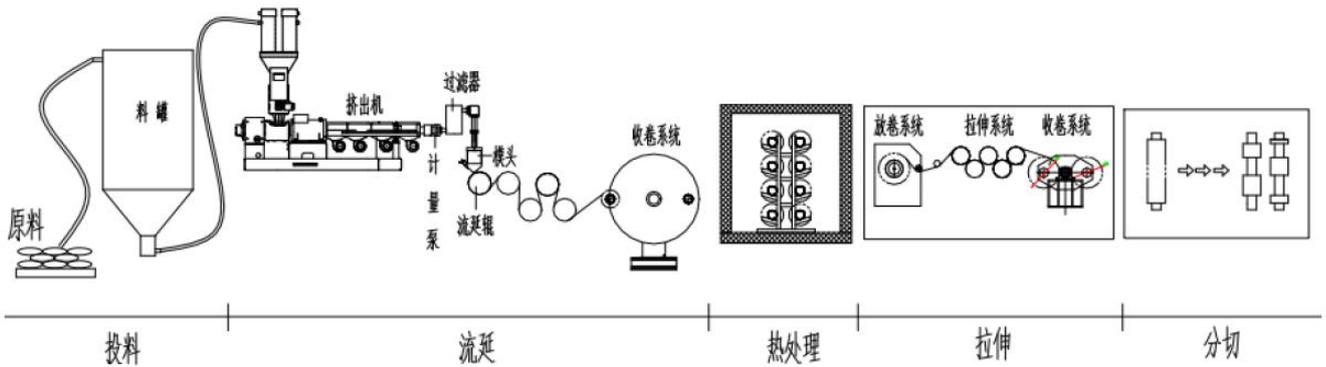
干法成品膜可划分为单层隔膜、双层隔膜和多层隔膜，各类隔膜厚度依次增加。通常情况下，单层隔膜主要用于数码类锂离子电池，但随着科技的进步，隔膜呈现轻薄化的发展趋势，如韩国 LG 化学已使用单层隔膜用于动力类锂离子电池领域；双层隔膜主要用于动力类锂离子电池，多层隔膜则主要用于特殊领域高安全性特种动力锂离子电池。

干法隔膜的应用领域是对成本要求比较高、能量密度要求不高、本身体系设计安全性能比较高（如磷酸铁锂）等产品。干法单拉和干法双拉隔膜的优势在于成本，目前干法成品隔膜的成本相较于可直接使用电池上的湿法涂覆隔膜仍然低 50% 以上。

未来干法隔膜市场需求提升来源于三方面：一是储能市场的兴起带来的增量市场；

二是在 A00 级车型、电动物流车、48V 微混系统、电动网约车、电动叉车等细分领域对于磷酸铁锂电池需求的增加。三是部分三元锂电池也将会使用干法涂覆隔膜。

图 10 干法工艺流程图示



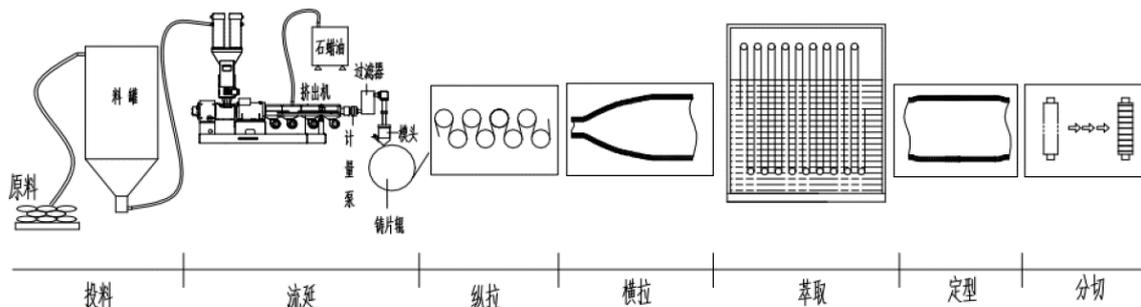
资料来源：星源材质招股说明书，德邦研究所

### 2.2.2 湿法隔膜更适合生产高性能、高能源密度比的动力电池

随着湿法工艺技术水平提升，特别是涂覆技术的应用，能够有效改善隔膜在锂电池中的循环性能和耐高温性，能够在更薄厚度的基础上生产更高强度的隔膜，使得湿法隔膜无论在数码类锂离子电池还是在动力类锂离子电池中均有广阔的市场空间。

湿法隔膜在产品特性上优势在于：(1) 具有更好的孔隙结构一致性；(2) 更强的 TD 方向拉伸强度，湿法隔膜平均为 1,500kg/cm<sup>2</sup>，高于干法隔膜的 150kg/cm<sup>2</sup>；(3) 更优异的抗穿刺强度，湿法隔膜平均为 600gf，高于干法隔膜的 250gf；(4) 厚度更薄，湿法隔膜评级厚度为 5 μm-30 μm，干法隔膜平均为 12 μm-30 μm；(5) 更好的厚度一致性。

图 11 湿法工艺流程图示



资料来源：星源材质招股说明书，德邦研究所

根据 GGII 数据显示，2018 年中国锂电池隔膜出货量 20.2 亿平方米，同比增长 39.7%。其中，湿法隔膜出货量 13.1 亿平方米，同比增长 66.4%；干法隔膜出货量 7.06 亿平方米，同比增长 7.8%。我们认为在追求成本优势与制造高性能动力电池两条路径下，未来干法隔膜仍将各具优势，占领不同细分领域的市场。

### 2.3 全球电动化趋势不可阻挡

受益行业促进政策，新能源汽车的产销两旺，2018 年我国新能源汽车合计销量 124.67 万辆，同比增长 62.38%；2019 年 1-9 月合计销量 87.2 万辆，同比增长 20.8%。伴随新能源汽车销量高增长，我国动力电池需求持续高增长。2018 年我国动力电池累计装机量为 57.35GWh，同比增长 57.0%；2019 年 1-9 月装机 42.1GWh，同比增长 46.5%。

动力电池方面，预计 2020 年国内新能源汽车销量达到 200 万辆，按照乘用车/客车

/专用车带电量 48/175/100 度来计算，对应电池需求约为 98.2GWh，海外市场销量达到 164 万辆，对应电池需求约为 79GWh，预计未来 3 年仍有 30% 以上的复合增速。

图 12 国内新能源车销量 (千辆)

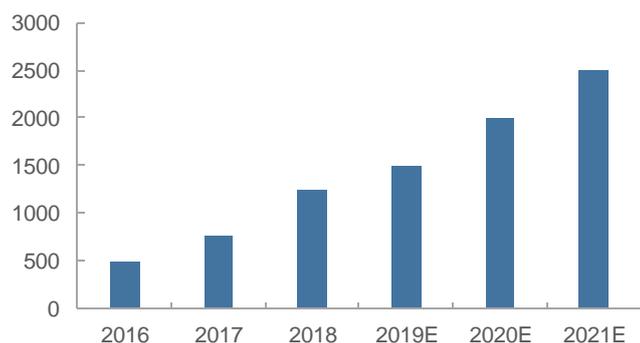
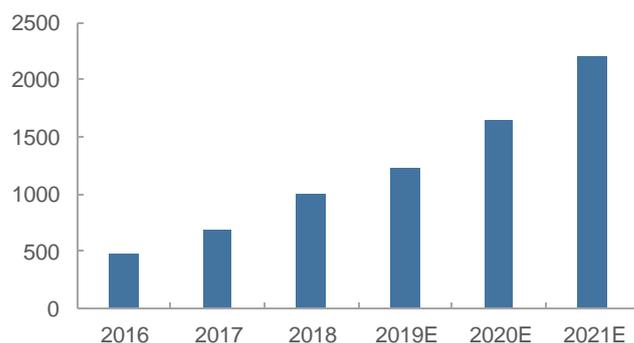


图 13 海外新能源车销量 (千辆)



资料来源：中汽协，德邦研究所估算

资料来源：乘联会，德邦研究所估算

表 5 国内新能源汽车带电量测算

	2019	2020	2021
<b>单车带电量 (KWh)</b>			
乘用车	44	48	50
客车	170	175	175
专用车	100	100	100
<b>销量 (千辆)</b>			
乘用车	1300	1790	2300
客车	110	110	110
专用车	100	100	100
<b>新能源车带电量 (GWh)</b>	<b>74.85</b>	<b>98.17</b>	<b>121.25</b>

资料来源：德邦研究所估算

消费电池方面，以智能手机为主的消费电子领域进入存量竞争的时代，消费型锂电池增速趋缓，未来的增长贡献点为智能穿戴设备的普及以及锂电池电动自行车的推广。

## 2.4 预计隔膜需求在未来 3 年能高速增长

随着电动全球化趋势的形成，带动动力锂电池需求量大增，在高能量密度导向的乘用车领域中，我们预计国内动力电池湿法隔膜的渗透率将逐步提升到 70%，磷酸铁锂电池随着能量密度的提升要求，也将有部分使用湿法隔膜。在成本导向的储能电池等领域中，干法隔膜仍将占据优势。

按照每 GWh 电池需要干法隔膜 2000 万平方米、每 GWh 电池需要湿法隔膜 1550 万平方米计算，预计 19-21 年全球湿法隔膜需求量将达到 24.92、31.22、38.51 亿平方米，全球干法隔膜需求量将达到 10.63、12.16、14.30 亿平方米。

表 6 干湿法隔膜需求测算 (电池/GWh、隔膜/亿平方米)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>国内动力</b>						
国内电池需求量	30.50	36.24	65.00	74.85	98.17	121.3
三元电池渗透率	23%	45%	55%	62%	68%	70%
三元电池需求	7.02	16.31	35.75	46.41	66.76	84.88
湿法渗透率	80%	85%	88%	88%	88%	88%
湿法隔膜需求	0.87	2.15	4.88	6.33	9.11	11.58

干法隔膜需求	0.28	0.49	0.86	1.11	1.60	2.04
<b>三元隔膜总需求</b>	<b>1.15</b>	<b>2.64</b>	<b>5.73</b>	<b>7.44</b>	<b>10.71</b>	<b>13.61</b>
磷酸铁锂电池渗透率	77%	55%	45%	38%	32%	30%
磷酸铁锂电池需求	23.49	19.93	29.25	28.44	31.41	36.38
湿法渗透率	25%	30%	35%	37%	40%	42%
湿法隔膜需求	0.91	0.93	1.59	1.63	1.95	2.37
干法隔膜需求	3.52	2.79	3.80	3.58	3.77	4.22
<b>铁锂隔膜总需求</b>	<b>4.43</b>	<b>3.72</b>	<b>5.39</b>	<b>5.22</b>	<b>5.72</b>	<b>6.59</b>
<b>国内湿法合计</b>	<b>1.78</b>	<b>3.08</b>	<b>6.46</b>	<b>7.96</b>	<b>11.05</b>	<b>13.94</b>
<b>国内干法合计</b>	<b>3.80</b>	<b>3.28</b>	<b>4.66</b>	<b>4.70</b>	<b>5.37</b>	<b>6.26</b>
<b>动力电池隔膜需求合计</b>	<b>5.58</b>	<b>6.36</b>	<b>11.12</b>	<b>12.66</b>	<b>16.43</b>	<b>20.20</b>
<b>海外动力</b>						
国外电池需求量	12.65	17.77	41.00	57.10	78.98	109.99
湿法渗透率	60%	75%	85%	88%	88%	88%
湿法隔膜需求	1.18	2.07	5.40	7.79	10.77	15.00
干法隔膜需求	1.01	0.89	1.23	1.37	1.90	2.64
<b>隔膜总需求</b>	<b>2.19</b>	<b>2.95</b>	<b>6.63</b>	<b>9.16</b>	<b>12.67</b>	<b>17.64</b>
<b>全球消费</b>						
全球消费类锂电池需求	64.00	64.00	63.00	66.68	68.25	69.30
湿法渗透率	85%	85%	85%	85%	85%	85%
湿法隔膜需求	8.70	8.70	8.57	9.07	9.28	9.42
干法隔膜需求	1.92	1.92	1.89	2.00	2.05	2.08
<b>隔膜总需求</b>	<b>10.62</b>	<b>10.62</b>	<b>10.46</b>	<b>11.07</b>	<b>11.33</b>	<b>11.50</b>
<b>全球储能</b>						
储能锂电池需求	4.00	7.50	11.00	13.50	15.00	17.50
湿法渗透率	5%	5%	5%	5%	5%	5%
湿法隔膜需求	0.03	0.06	0.09	0.10	0.12	0.14
干法隔膜需求	0.76	1.43	2.09	2.57	2.85	3.33
隔膜总需求	0.79	1.48	2.18	2.67	2.97	3.46
全球电池需求	111.15	125.51	180.00	212.12	260.40	318.04
<b>全球湿法隔膜需求</b>	<b>11.69</b>	<b>13.90</b>	<b>20.52</b>	<b>24.92</b>	<b>31.22</b>	<b>38.51</b>
<b>全球干法隔膜需求</b>	<b>7.50</b>	<b>7.51</b>	<b>9.87</b>	<b>10.63</b>	<b>12.16</b>	<b>14.30</b>
<b>全球隔膜总需求</b>	<b>19.19</b>	<b>21.42</b>	<b>30.39</b>	<b>35.55</b>	<b>43.39</b>	<b>52.81</b>

资料来源：德邦研究所估算 注：2018年实际全球隔膜销量为33.5亿平方米

### 3. 干法隔膜龙头，湿法隔膜开始突破

#### 3.1 干法市占率第一，湿法市占率快速提升

干法隔膜已经基本完成了“国产替代”，目前海外仅有 celgard、宇部有大批量供应，但市场份额将逐渐被星源材质等中资企业抢占。星源材质为干法隔膜行业龙头，2008 年星源材质打破日韩垄断，生产出中国第一卷隔膜；2013 年打败美国同行 celgard，成为 LG 化学干法隔膜的全球独家供应商，并合作至今。

星源材质干法隔膜市占率在 2019H1 已经逐步提升到了 29%，未来凭借常州工厂的先进产线产能释放，成本仍有下降空间，将会与国内外同行进一步拉开差距。

湿法隔膜方面，星源材质起步较国内同行稍晚，经过产线的不断磨合调试，以合肥星源为代表的湿法隔膜产线已经在 2019H1 扭亏为盈，2019 年 H1 星源材质的湿法市占率首次进入国内前 5，达到了 7%，市占率快速提升。常州湿法定位海外客户，目标客户包括索尼、松下、三星、LG 等，公司在 2019 年中开始陆续给这些海外客户批量供应湿法隔膜。

表 7 近两年国内干湿法 CR5 市占率

	2017		2018		2019H1	
干法	星源材质	20.20%	星源材质	22.50%	星源材质	29.00%
	沧州明珠	11.60%	中兴新材	16.30%	惠强能源	12.00%
	河南义腾	9.30%	惠强能源	12.80%	中兴新材	11.00%
	中科科技	9.00%	沧州明珠	12.40%	沧州明珠	11.00%
	重庆纽米	4.00%	中科科技	8.80%	中科科技	9.00%
	2017		2018		2019H1	
湿法	上海恩捷	25.60%	上海恩捷	36.00%	上海恩捷	41.00%
	苏州捷力	20.50%	苏州捷力	11.50%	苏州捷力	15.00%
	湖南中锂	16.70%	湖南中锂	7.70%	星源材质	7.00%
	重庆纽米	6.30%	沧州明珠	4.90%	湖南中锂	6.00%
	金辉高科	5.80%	辽源鸿图	4.20%	辽源鸿图	4.00%

资料来源：GGII，德邦研究所

#### 3.2 顺应电动趋势，产能扩张进行时

随着下游新能源汽车、储能电池行业的持续发展，以及对高端锂离子电池隔膜需求的大幅提升，隔膜涂覆加工或成为提升隔膜综合性能的必要工序，并成为未来锂离子电池隔膜行业发展的主流趋势。

星源材质在 2010 年建成了 6 条干法生产线。2013 年，公司投入约 1.5 亿元资金建设首条湿法产线，该线的建设持续两年，于 2014 年年底调试完成并投产；2016 年，公司（即第 7 条干法线）年产 3000 万平米的第三代干法生产线投产，华南总部干法 8 号线产能 5000 万平米于 2017 年完工投产。控股子公司合肥星源两条湿法产线已在 2017 年年末进入了工艺调试流程，2018 年已逐步实现湿法隔膜产品的对外销售。

针对市场发展的需要，公司陆续开展了常州星源“年产 36,000 万平方米锂离子电池湿法隔膜项目”以及江苏星源“超级涂覆工厂”项目。截至 2019 年 9 月，常州星源湿法 1、2 号线已经投产，3、4 正在试生产，5、6 号线将在 9 月底投产，7、8 号线在 2019 年年底之前将会投产。江苏星源干法线已投产 1 条，预计年底前会全部投产。

与此同时，江苏星源“超级涂覆工厂”项目拟建设 50 条高性能涂覆隔膜（其中水性涂覆生产线 40 条，油性涂覆生产线 10 条），年加工能力达到 10 亿平方米。水性、油性涂覆单条生产线的产能均为 2,000 万平米/条，根据项目不同，水性涂覆单条生产线投资金额预计为 300-1500 万元。油性涂覆单条生产线投资金额预计为 2,100 万元。

随着公司湿法隔膜产能逐步提升，产品结构将进一步优化，将有效提升公司经营业绩，并逐步缓解公司湿法隔膜产能较小对公司经营业绩带来的不利影响。“超级涂覆工厂”项目的投产，也将进一步扩大业务规模和拓宽产品结构，满足国内外现有和潜在客户的需求，并提升公司的行业竞争力。

**表 8 星源材质产能情况概览**

项目	干法 (亿平)	产线数量 (条)	投产时间	湿法 (亿平)	产线数量 (条)	投产时间
华南总部干法 1-6 号线	1	6	2010-15 年			
华南总部 湿法线				0.3	1	2014 年底
华南总部 干法 7 号线	0.3	1	2016 年			
华南总部 干法 8 号线	0.5	1	2017 年			
合肥星源一期				0.8	1	2018 年三季度
常州星源一期				1.8	4	2019 年中
常州星源二期				1.8	4	2019 年底
江苏星源“超级 涂覆工厂”	4	8	2019 年底			
合计	5.8	16		4.7	10	

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

由于干法需求较为稳定，行业整体扩产意愿较小，星源材质得益于客户 LG 的需求提升，在干法产能上做了适当的扩张，预计公司在未来几年干法市占率仍能够保持绝对领先的位置。

**表 9 主要干法隔膜企业产能 (亿平方米)**

国家	公司	2018	2019E	2020E	2021E
中国	星源材质	1.8	5.8	5.8	5.8
	沧州明珠	0.5	1	1	1
	纽米科技	0.6	0.6	0.6	0.6
	惠强能源	2.3	2.3	2.3	2.3
	中材科技	2.2	2.2	2.2	2.2
	中兴新材	2.4	2.4	2.4	2.4
日本	旭化成	3.2	3.2	4	5.5
	宇部	2	2	3.2	4

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

与干法隔膜不同，受益于动力锂电池需求的高增长，主要湿法隔膜企业也在未雨绸缪布局产能，龙头企业的产能规划就已经大于隔膜总需求量。在 2018 年，大部分国内企业均已亏损，仅有恩捷在湿法隔膜方面维持较好的盈利。2019 年 H1 合肥星源也已经达到了盈亏平衡。

鉴于目前行业的整体产能利用率较低，资产负债率较高，我们认为在无法盈利的企业会优先保证产能利用率，扩产意愿会降低，行业整体扩产进度可能会低于预期。

**表 10 主要湿法隔膜企业产能 (亿平方米)**

国家	公司	2018	2019E	2020E	2021E
中国	恩捷股份	13	23	28	40
	湖南中锂	4.8	7.2	9.6	12
	星源材质	1.2	4.8	4.8	4.8
	苏州捷力	4	4	4	4
	辽源鸿图	1.1	2	4.7	4.7
日本	旭化成	4.1	4.1	7	10

	东丽	6.5	6.5	19.5	19.5
	住友化学	4	4	4	4
韩国	SK	3.6	3.6	8.5	12.1

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

### 3.3 汇聚优质客户，订单保障公司长期稳定发展

星源材质与国内外大部分一线电池厂商结成稳定的供货关系。公司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、孚能科技等国内知名锂离子电池厂商中的多家企业；在国际市场，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。

图 14 公司主要电池客户



资料来源：德邦研究所整理

在 2019 年度，公司与孚能科技、国轩高科、比克动力、亿纬锂能、欣旺达签署了战略合作协议。2019 年 1-9 月，公司向上述客户及其附属公司销售锂离子电池隔膜收入金额总计约为 9,835.44 万元，占公司 2019 年前三季度营业收入的 19.08%。

表 11 星源材质 2019 年公告的客户订单情况

时间	客户	公告内容
2019.01.28	孚能	签订合作协议，约定 2019 年保供需求不低于 4000 万平
2019.04.10	国轩高科	签订采购框架合同，国轩高科采购湿法涂覆隔膜需求预测量约为 1 亿平方米
2019.04.20	比克	签订供货合同，预计 2019 年度可供应 1.2 亿平方米隔膜
2019.04.26	亿纬锂能	预计 2019 年度给亿纬锂能供货的隔膜金额 7,000 万元人民币
2019.07.20	欣旺达	2019 年至 2023 年协议期间，保证向供应 10 亿平方米锂电池隔膜

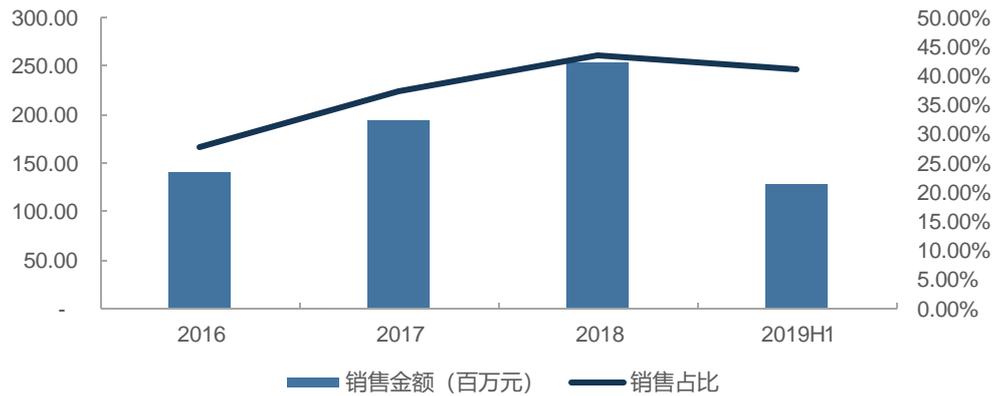
资料来源：公司公告，德邦研究所

### 3.4 进入隔膜全球供应链，LG 为第一大客户

星源材质海外业务占比超过 40%，是 LG 化学干法隔膜全球的独家供应商，同时也与村田制作、三星、松下、日产等国内外电池企业和车企保持着友好合作。

星源材质与 LG 化学长期合作，2018 年星源材质对 LG 化学获得的销售收入为 254.4 百万元，占当年公司收入 43.6%。LG 明确表示，星源材质在保证干法隔膜供应增加的基础上，双方将进一步加强在涂覆隔膜和湿法隔膜领域的合作。公司也获得了 LG 化学隔膜陶瓷涂层技术专利授权。

图 15LG 为星源材质第一大客户



资料来源：公司公告，德邦研究所

### 3.4.1 LG 为全球动力电池龙头企业

LG 成为在韩系三巨头中首个进入盈利状态的动力电池生产商。2月1日，LG 化学公布的 2018 年年度财报显示，全年销售额达 28.18 万亿韩元，达到 LG 化学公司创始以来的历史新高。其中，LG 化学的电池事业部的销售额为 6.52 万亿韩元，营业利润达 2092 万亿韩元，

在新能源汽车市场，LG 化学为现代汽车 (Ioniq、Kona)、奥迪 (e-tron)、沃尔沃、通用 (Bolt)、克莱斯勒、雷诺 (ZOE) 等著名汽车制造产商的新能源车型提供动力电池。2019 年进入欧美车企新能源车新车型密集投放期。根据欧美龙头车企电动车生产规划，2025 年各车企电动车年销量规划总计超 1000 万辆。

LG 进入特斯拉供应链，将为特斯拉提供用于中国超级工厂生产 Model 3 汽车的动力电池。特斯拉上海工厂有望于 2019 年底前建成，形成 Model 3 周产 3000 辆 (年产 15 万辆)，2022 年前产能规划提升至 25 万辆/年，后期年产能将进一步提升至 50 万辆。LG 化学将会向特斯拉提供 21700 型电池，该类型电池由 LG 南京工厂生产供应。(LG 化学在南京江宁滨江开发区建设动力电池项目，持股 100%。该项目总投资约 20 亿美元，将在 2019 年底前建成投产，并于 2023 年实现年产能达到 32GWh。)

### 3.4.2 星源将充分受益 LG 产业链

星源为 LG 干法隔膜的唯一供应商，我们认为其能凭借干法隔膜的国际渠道继续向 LG 批量供应湿法隔膜。深圳湿法产线专供 LG 消费类电池，质量获得 LG 认可。深圳湿法线采用德国布鲁克纳设备，工艺成熟，目前基本全部供应 LG，月供 200 万平左右，用于 LG 消费类电池。

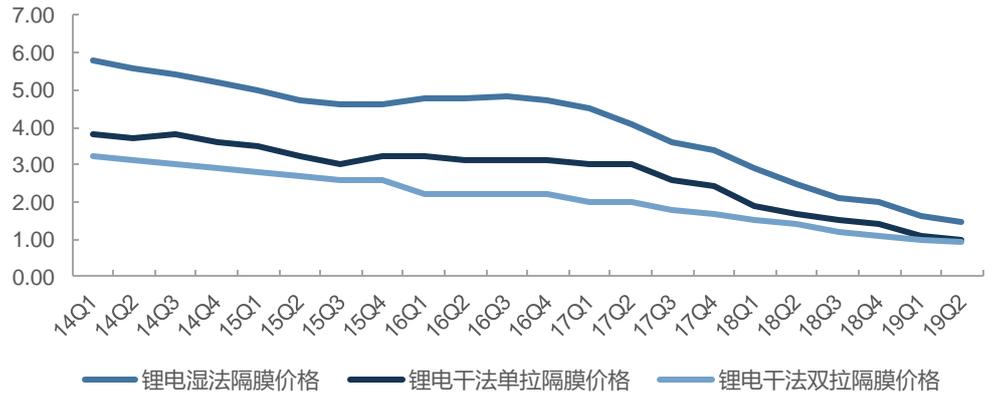
随着公司常州基地建设的完成和投产，公司与 LG 化学将进入全面合作的局面，并将在深度和广度上进一步扩大合作力度，包括干法隔膜合作进一步扩大、湿法隔膜和涂覆隔膜进一步加强合作。

预计未来公司隔膜产品出口销量仍将持续增长。公司隔膜出口占比将进一步增加，海外市场对锂电隔膜产品要求较为严苛，销售单价相对较高，一定程度上可以对冲国内隔膜产品价格下跌给公司业绩带来的影响，增强公司在国际市场上的竞争能力。

### 3.5 布局涂覆隔膜，提升产品附加值

随着国内各大隔膜企业的产能大规模扩张，干湿法隔膜基膜、基膜半成品的同质化、低价化成为行业趋势。根据高工锂电数据，截止 2019 年 Q2，行业锂电湿法基膜价格为 1.45 元/平米，同比下降 42%；锂电干法单拉隔膜价格为 1.00 元/平米，同比下降 41.2%；锂电干法双拉隔膜价格为 0.95 元/平米，同比下降 32%。

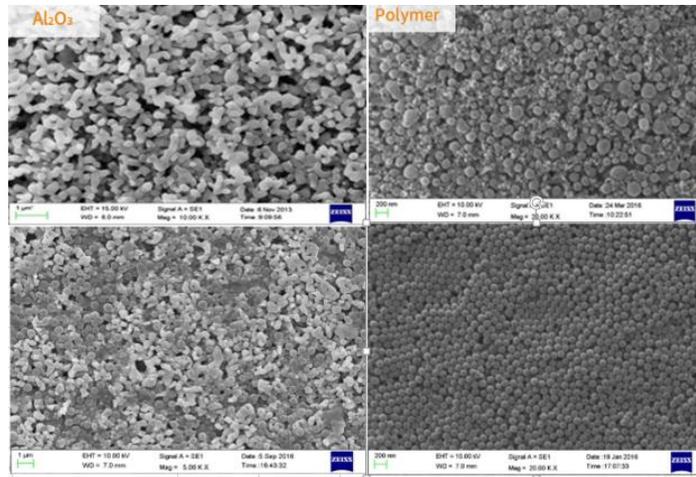
图 16 干湿法隔膜价格近年来下滑幅度较大 (单位：元)



资料来源: GGII, 德邦研究所

湿法隔膜涂覆工艺可提升隔膜的热稳定性、改善其机械强度、提高其耐穿刺能力, 还有利于增强隔膜的保液性和浸润性。

图 17 星源材质涂覆系列产品



资料来源: 公司官网, 德邦研究所 注: 从左到右, 从上到下依次为: 陶瓷涂覆/树脂涂覆/水性 PVDF+纳米陶瓷混合涂覆膜/纳米树脂涂覆膜

涂覆工艺根据浆料的区别可以分为水性涂覆和油性涂覆, 两种工艺各有优势和缺点。

水性涂覆的浆料溶剂使用去离子水、乙醇、丙三醇等极性溶剂, 使用后无需回收, 环境污染小。但由于隔膜本身存在亲油性, 会导致产品的均匀性和粘附性下降, 产品可能出现透光点(涂覆厚度太薄)和暗点(涂覆厚度太厚), 水性涂覆隔膜价格和产品定位相对较低。

油性涂覆的浆料使用油性溶剂, 如丙酮、NMP。该工艺中溶剂与粘结剂和隔膜本身亲和性好, 产品的均匀性和粘附性较水性涂覆隔膜优秀, 也更能减少透光点和暗点的发生, 但油性溶剂价格高, 污染较大, 需要回收, 成本较高, 因此油性涂覆隔膜通常定位中高端。

涂覆隔膜产品由于涂覆材料、涂覆方案等根据动力电池企业的终端需求不同具备更多的定制可能和联合研发可能, 可体现出产品差异化, 因此将成为未来隔膜领域最具备价值量的环节。

基膜生产与后端涂覆加工形成一个整体的连续化生产, 减少中间部分分切工序, 可进一步提升最终隔膜产品的收得率并降低生产成本。目前大型电池厂商都有涂覆代工厂, 如宁德时代委托璞泰来进行涂覆加工。在新能源车补贴退坡、2021年后补贴取消的情况下, 电池厂商面临更加严峻的降本压力, 我们认为未来隔膜企业将会发挥一体化生产成本低的优势, 以更低的价格获得更多电池厂商的涂覆订单。

“超级涂覆工厂”拥有涂覆隔膜年加工 10 亿平方米的产能（40 条水性涂覆产线+10 条油性涂覆产线）。“超级涂覆工厂”的规模化生产，可以满足客户对产品的差异化需求，将进一步提升公司的盈利能力。

#### 4. 盈利预测及投资建议

公司主要有干法隔膜和湿法隔膜业务，由于近年来隔膜行业资金大量投入和产能的不断释放，规模效应使得隔膜成本降幅较大，导致隔膜价格下滑，目前市场只有头部公司能够保持盈利，隔膜又是较为重资产的公司，高端隔膜市场仍然供不应求，预计未来价格下滑幅度将逐渐减少。

我们的盈利预测基于以下假设：

干法隔膜业务方面，预期 19/20/21 年公司销量为 2.36/3.5/5 亿平方米，未来两年干法隔膜价格仍有 9%/5% 的降幅，预计公司 19/20/21 年营业收入为 5.07/6.82/9.25 亿元。

湿法隔膜业务方面，预期 19/20/21 年公司销量为 1.22/2.5/4 亿平方米，未来两年湿法隔膜价格仍有 15%/5% 的降幅，预计公司 19/20/21 年营业收入为 1.83/3.17/4.80 亿元。

表 12 星源材质收入测算

	2018A	2019E	2020E	2021E
干法隔膜营业收入（百万元）	424.17	507.40	682.50	925.00
YOY		19.62%	34.51%	35.53%
湿法隔膜营业收入（百万元）	145.45	183.00	317.50	480.00
YOY		25.82%	73.50%	51.18%
其他业务收入（百万元）	13.87	60.00	70.00	80.00
营业总收入	583.49	750.40	1070.00	1485.00
YOY		28.61%	42.59%	38.79%
毛利率	48.30%	47.50%	46.50%	45.50%
净利润	222.15	223.06	292.29	386.39
YOY		0.41%	31.04%	32.2%

资料来源：公司公告，德邦研究所估算

表 13 产品跌价带来的营业收入影响测算

	营业收入（百万元）			
	2019E	2020E	2021E	
价格下降幅度	乐观（5%）	772.67	1172.50	1634.27
	中性（10%）	744.79	1077.26	1427.13
	悲观（15%）	716.91	986.16	1238.93

资料来源：德邦研究

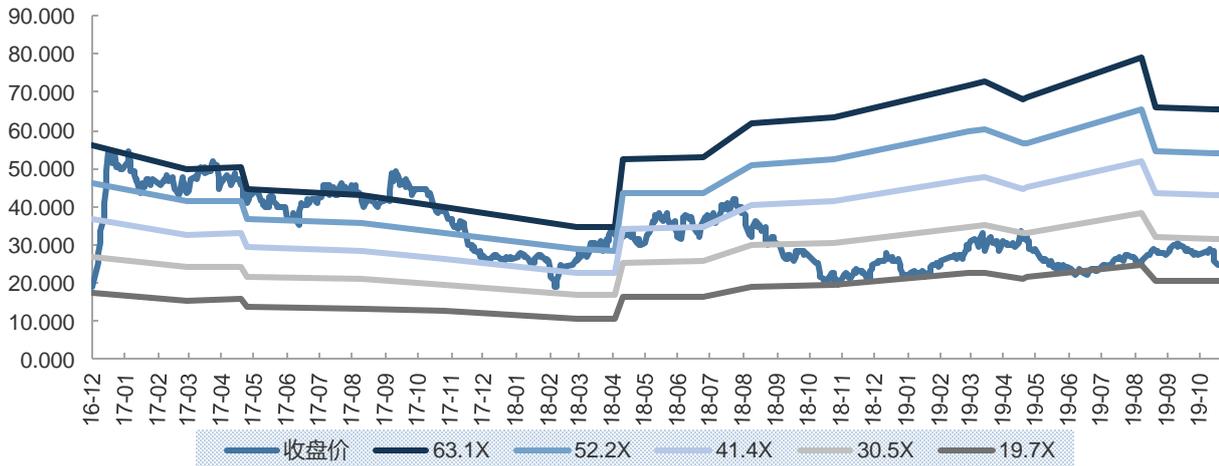
预计公司 19/20/21 年总营业收入为 7.50/10.70/14.85 亿元，归母净利润为 2.24/2.94/3.89 亿元，同比增长 0.4%/31%/32.2%，对应 19/20/21 年 EPS 为 0.97/1.28/1.69 元。

从行业层面来看，短期新能源车的补贴退坡对产业链的盈利产生影响。新能源车销量在持续较为低迷，产业链仍在消化补贴退坡产生的利润影响，预计随着新一轮抢装周期的到来和 2020 年达到 200 万辆新能源汽车销售的目标，19 年四季度以及 20 年新能源汽车销量将会是一个持续走高的状态。长期来看，欧洲主要国家燃油车禁售时间表的制定、大型车厂的新能源车投放规划，都是新能源车销量不断提升渗透率的长期保证。而新能源汽车的销量大幅上涨，将会带动锂电池产业链的繁荣，隔膜的销量也将在未来

两年保持高增速。

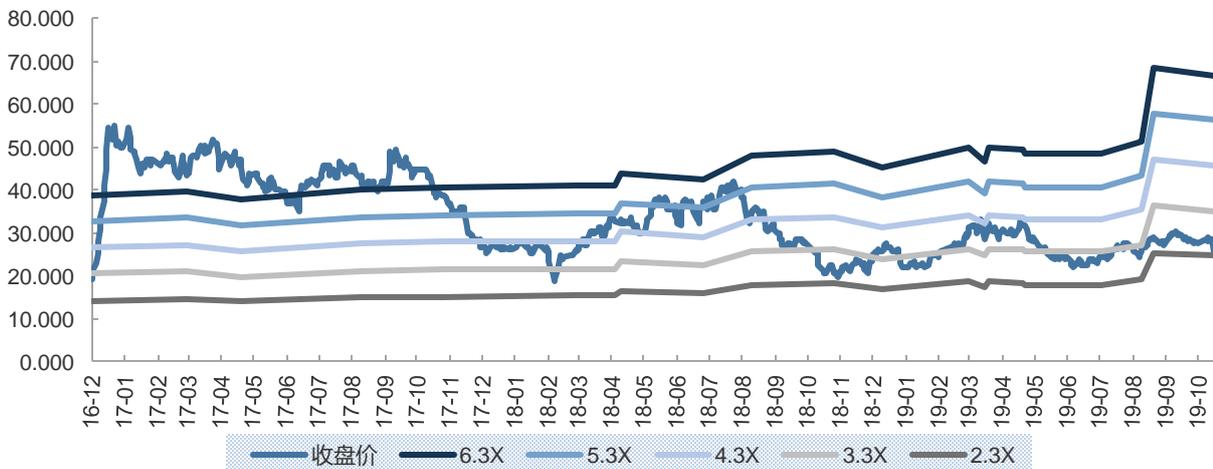
从公司层面，考虑到公司是 LG 化学的干法唯一供应商。在海外市场的拓展上走在了行业的最前沿，不仅受益国内新能源汽车行业的爆发，更能享受新能源汽车全球化发展的大浪潮。未来两年星源将在湿法隔膜上加速放量，并保持干法隔膜方面的优势，在产能利用率提升的同时，降低单位成本，提升隔膜产品的毛利率，在未来两年仍有净利润 30% 的高增速，给予 20 年 22 倍 PE，对应 20 年目标价 28.16 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图 18 PE Band



资料来源: wind, 德邦研究所

图 19 PB Band



资料来源: wind, 德邦研究所

表 14 可比公司估值

证券简称	总市值 (百万元)	流通市值 (百万元)	市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)
			TTM	19E	20E	
300568.SZ 星源材质	5741.74	3191.19	24.02	24.85	18.97	2.36
002812.SZ 恩捷股份	25771.86	10196.02	29.78	29.13	23.93	6.35
300510.SZ 金冠股份	6286.14	2006.05	42.62	20.08	15.79	1.51
002108.SZ 沧州明珠	4863.48	3141.72	17.92	23.16	18.01	1.52
002101.SZ 广东鸿图	4338.76	1718.09	15.69	14.46	12.33	0.96

资料来源: wind, 德邦研究所

## 5. 风险提示

**产品价格超预期下跌的风险。**锂离子电池隔膜产业相关技术的不断进步、资金投入形成的规模优势和产能的迅速增加在推动生产成本逐步降低，市场竞争日趋激烈。可能导致产品价格超预期下跌，从而影响公司的盈利能力。

**新能源汽车销量不及预期的风险。**若下游新能源汽车销量未达预期，而公司又不能根据锂离子电池终端应用领域的行业整体波动作出相应的调整，将会对公司业绩造成负面影响。

**公司产能无法及时消化的风险。**如果市场需求或国内外宏观经济形势发生重大不利变化，主要客户出现难以预计的经营风险，或公司的市场开拓不及预期，将给公司产能消化造成重大影响，进而导致公司盈利能力下降，甚至引发公司业绩大幅下滑的风险。

**主要原材料价格波动的风险。**尤其是聚丙烯等原材料价格受到国际原油价格大幅波动的影响。如果主要原材料价格因宏观经济波动、上下游行业供需情况等因素影响而出现大幅波动，致使公司无法转移或者消化成本压力，则公司经营业绩短期内将受到较大不利影响。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业收入</b>	<b>583</b>	<b>750</b>	<b>1070</b>	<b>1485</b>
每股收益	0.96	0.97	1.27	1.68	营业成本	302	394	572	809
每股净资产	6.63	11.08	12.19	13.70	毛利率%	48.3%	47.5%	46.5%	45.5%
每股经营现金流	1.04	0.52	0.42	0.69	营业税金及附加	11	9	13	18
每股股利	0.20	0.17	0.17	0.17	营业税金率%	1.9%	1.2%	1.2%	1.2%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	29	35	48	67
P/E	23.01	24.85	18.97	14.35	营业费用率%	4.9%	4.6%	4.5%	4.5%
P/B	3.35	2.17	1.97	1.76	管理费用	88	75	102	134
P/S	8.20	7.65	5.37	3.87	管理费用率%	15.1%	10.0%	9.5%	9.0%
EV/EBITDA	25.70	33.42	23.18	16.71	研发费用	38	38	43	45
股息率%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	研发费用率%	6.5%	5.0%	4.0%	3.0%
<b>盈利能力指标 (%)</b>					EBIT	116	200	292	413
毛利率	48.3%	47.5%	46.5%	45.5%	财务费用	12	50	58	61
净利润率	38.1%	29.7%	27.3%	26.0%	财务费用率%	2.0%	6.7%	5.4%	4.1%
净资产收益率	14.5%	8.7%	10.4%	12.2%	资产减值损失	11	0	0	0
资产回报率	6.2%	4.7%	5.6%	6.6%	投资收益	3	-1	1	1
投资回报率	3.7%	4.3%	5.8%	7.3%	<b>营业利润</b>	<b>124</b>	<b>175</b>	<b>263</b>	<b>383</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					营业外收支	125	98	99	101
营业收入增长率	11.9%	28.6%	42.6%	38.8%	<b>利润总额</b>	<b>249</b>	<b>272</b>	<b>362</b>	<b>484</b>
EBIT 增长率	-8.7%	73.2%	45.8%	41.3%	EBITDA	206	203	296	417
净利润增长率	108.0%	0.4%	31.0%	32.2%	所得税	46	50	67	89
<b>偿债能力指标</b>					有效所得税率%	18.6%	18.5%	18.5%	18.5%
资产负债率%	56.8%	46.3%	46.3%	45.9%	少数股东损益	-19	-1	3	8
流动比率	1.7	2.1	1.7	1.4	<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>222</b>	<b>223</b>	<b>292</b>	<b>386</b>
速动比率	1.5	1.9	1.4	1.2					
现金比率	0.7	0.6	0.5	0.3	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>经营效率指标</b>					货币资金	419	350	410	420
应收帐款周转天数	236.8	240.0	235.0	230.0	应收款项	401	493	689	936
存货周转天数	99.4	100.0	98.0	96.0	存货	109	108	154	213
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	其它流动资产	150	211	119	161
固定资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	流动资产合计	1079	1162	1372	1730
					长期股权投资	8	8	8	8
					固定资产	794	1254	2114	3174
					在建工程	950	1650	1050	250
					无形资产	196	223	250	276
					非流动资产合计	2490	3616	3885	4143
					<b>资产总计</b>	<b>3569</b>	<b>4778</b>	<b>5257</b>	<b>5873</b>
					短期借款	418	309	507	764
					应付账款	104	113	165	233
					预收账款	0	1	1	1
					其它流动负债	116	126	158	202
					流动负债合计	639	549	831	1201
					长期借款	610	860	760	610
					其它长期负债	779	803	843	883
					非流动负债合计	1389	1663	1603	1493
					<b>负债总计</b>	<b>2028</b>	<b>2213</b>	<b>2434</b>	<b>2694</b>
					实收资本	192	230	230	230
					普通股股东权益	1527	2554	2808	3156
					少数股东权益	13	12	15	23
					<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>3569</b>	<b>4778</b>	<b>5257</b>	<b>5873</b>
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>					
净利润	222	223	292	386					
少数股东损益	-19	-1	3	8					
非现金支出	102	3	3	4					
非经营收益	8	-45	-41	-39					
营运资金变动	-73	-60	-161	-200					
<b>经营活动现金流</b>	<b>240</b>	<b>120</b>	<b>97</b>	<b>159</b>					
资产	-1258	-1092	-191	-189					
投资	-8	0	0	0					
其他	3	1	121	1					
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1263</b>	<b>-1091</b>	<b>-70</b>	<b>-188</b>					
债权募资	889	-89	218	132					
股权募资	14	843	0	0					
其他	-218	147	-185	-94					
<b>融资活动现金流</b>	<b>685</b>	<b>901</b>	<b>33</b>	<b>39</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-338</b>	<b>-69</b>	<b>60</b>	<b>10</b>					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日  
资料来源：公司年报 (2018)，德邦研究所

# 信息披露

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现 为比较标准，报告发布日后6个月 内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅 相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以德邦综指为基准；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。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。