星源材质（300568）中报点评

隔膜新产能放量，拐点将临

买入（维持）

2020 年 08 月 17 日

盈利预测与估值	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	600	890	1544	2227
同比（%）	3%	48%	73%	44%
归母净利润（百万元）	136	139	212	311
同比（%）	-39%	2%	53%	47%
每股收益（元/股）	0.30	0.31	0.47	0.69
P/E（倍）	59.64	58.31	38.16	25.97

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 阮巧燕
执业证号：S0600517120002
021-60199793
ruanqy@dwzq.com.cn

投资要点

- **2020H1 归母净利润 0.71 亿元，同比减少 58.4%，符合预期：**2020 年 H1 公司营收 3.41 亿元，同比减少 3.4%；归母净利润 0.71 亿元，同比减少 58.4%；其中 0.17 亿元非经常损益主要为政府补贴，对应扣非净利润 0.54 亿元，同比减少 40.3%；20H1 毛利率为 45%，同比减少 7.25pct；净利率为 19.2%，同比减少 29.31pct，主要系 19 年上半年非经常性损益影响较大。公司 20H1 计提信用减值损失 0.06 亿。

- **隔膜出货量大幅提升、熔喷布产能释放，带动 20Q2 业绩环比回升：**20Q2 公司实现营收 2.16 亿元，同比增加 13.18%，环比增长 73.36%；归母净利润 0.55 亿元，同比减少 41.97%，环比增长 247.74%，扣非归母净利润 0.43 亿元，同比减少 19.42%，环比增长 288.79%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 45.94%，同比减少 8.56pct，环比增长 2.57pct；净利率 23.05%，同比减少 27.87pct，环比增长 11pct；Q2 扣非净利率 19.85%，同比下降 8.03pct，环比提升 11pct。公司 3 月底熔喷布产能投产，2Q 价格处于高位，预计贡献大部分利润。

- **湿法隔膜产能释放，客户拓展稳步推进，预计全年出货量近 6 亿平：**公司常州湿法基地、江苏干法和涂覆基地产能基本建设完毕，20H1 均基地均开始贡献贡献收入，其中常州星源收入 1.06 亿，环比 19H2 增长 110%，江苏星源收入 0.49 亿，初具规模。合肥基地排产收缩，上半年收入 0.27 亿，同比下滑 62%，亏损 0.13 亿，环比持平。公司湿法基膜成本产能合计 4.7 亿平，基本投产，其中深圳基地 3000 万平，合肥基地 8000 万平，常州基地 3.6 亿，且常州基地已开始向宁德、村田、Saft 供货，预计下半年有望向三星、lg 批量供货。干法隔膜方面，公司深圳基地近 2 亿平产能稳定生产，主要供货 LG 化学，江苏基地 4 亿平产能大部分已投产。涂覆方面，公司江苏基地将分 2 期建设，一期 30 条线，对应 6 亿平，二期 20 条线，对应 4 亿平，已开始向亿纬、比亚迪等供货。上半年公司隔膜产能 7.3 亿平，在建产能 12.4 亿平，产量 2.8 亿平，产能利用率 75%；下半年国内外订单同步爬坡，预计全年出货量近 6 亿平左右，同比增 70%，且新产线设计成本更低，订单稳定运行有望提升公司盈利能力。

- **20Q2 研发费用大幅提升，管理费用控制良好。**2020 年 H1 公司三费合计 0.81 亿元，同比增长 7.23%，费用率为 23.81%，同比增长 2.36pct。20Q2 三费合计 0.42 亿元，同比增长 8.4%，环比增长 7.8%，费用率 19.5%，同比下降 0.86pct，环比下降 11.85pct。其中 20Q2 销售费用 735 万元，销售费用率 3.4%，同比降低 0.78pct；管理费用 0.15 亿元，管理费用率 6.85%，同比下降 0.47pct，财务费用 502 万元，财务费用率 2.32%，同比下降 3.41pct；研发费用 0.15 亿元，同环比增长 153%/159%，研发费用率 6.9%，同比增 3.8pct。

- **投资建议：**预计公司 20-22 年归母净利润为 1.4/2.1/3.1 亿元，同比分别增长 2%/53%/47%；EPS 分别为 0.31/0.47/0.69 元；对应现价 PE 分别为 58/38/26 倍，给予 21 年 50x PE，对应目标价 23.5 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**下游需求不达预期，产能投放不及预期，竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.01
一年最低/最高价	12.52/24.36
市净率(倍)	2.81
流通 A 股市值(百万元)	5229.02

基础数据

每股净资产(元)	6.41
资产负债率(%)	46.99
总股本(百万股)	448.60
流通 A 股(百万股)	290.34

相关研究

1、《星源材质（300568）事件点评：股权激励彰显信心，公司再获海外客户认可》2020-03-19
2、《星源材质（300568）业绩快报点评：业绩低于预期，海外项目预计 20 年中落地》2020-03-04
3、《星源材质（300568）三季报点评：常州开始转固，盈利下滑》2019-10-15

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2020H1 归母净利润 0.71 亿元，同比减少 58.4%，符合预期：2020 年 H1 公司营收 3.41 亿元，同比减少 3.4%；归母净利润 0.71 亿元，同比减少 58.4%；其中 0.17 亿元非经常损益主要为政府补贴，对应扣非净利润 0.54 亿元，同比减少 40.3%；20H1 毛利率为 45%，同比减少 7.25pct；净利率为 19.2%，同比减少 29.31pct，主要系 19 年上半年非经常性损益影响较大。公司 20H1 计提信用减值损失 0.06 亿。

隔膜出货量大幅提升、熔喷布产能释放，带动 20Q2 业绩环比回升：20Q2 公司实现营收 2.16 亿元，同比增加 13.18%，环比增长 73.36%；归母净利润 0.55 亿元，同比减少 41.97%，环比增长 247.74%，扣非归母净利润 0.43 亿元，同比减少 19.42%，环比增长 288.79%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 45.94%，同比减少 8.56pct，环比增长 2.57pct；净利率 23.05%，同比减少 27.87pct，环比增长 11pct；Q2 扣非净利率 19.85%，同比下降 8.03pct，环比提升 11pct。公司 3 月底熔喷布产能投产，2Q 价格处于高位，预计贡献大部分利润。

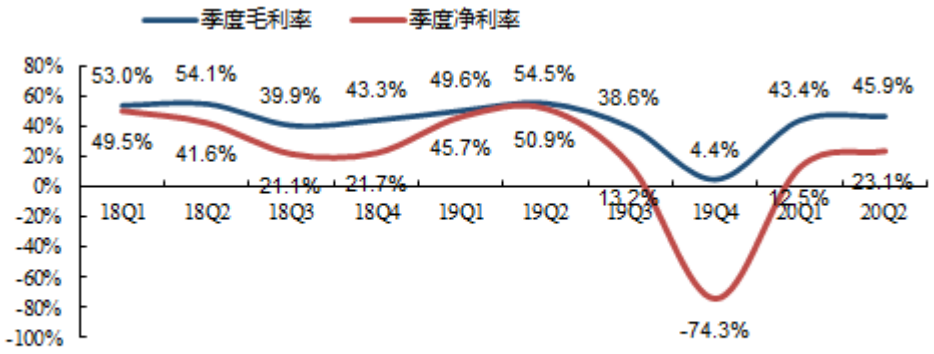
表 1：星源材质季度经营情况

	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
营业收入(百万)	216.2	124.7	84.4	162.5	191.0	161.8
-同比	13.18%	-22.95%	-47.28%	53.61%	30.89%	-5.74%
毛利率	45.94%	43.37%	4.41%	38.58%	54.50%	49.60%
归母净利润(百万)	55.4	15.9	-59.4	23.9	95.5	76.2
-同比	-41.97%	-79.08%	-236.75%	-7.57%	50.61%	-14.81%
净利率	23.05%	12.53%	-74.29%	13.21%	50.92%	45.68%
扣非归母净利润（百万）	42.91	11.04	-63.44	18.68	53.25	37.11
-同比	-19.42%	-70.26%	-422.18%	995.90%	40.65%	-19.98%
扣非归母净利率	19.85%	8.85%	-75.19%	11.49%	27.87%	22.93%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：星源材质季度经营情况

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

常州湿法隔膜开始放量，但行业价格下滑影响盈利水平：20 年上半年隔膜收入 2.74 亿，同比下降 12.2%，环比 19H2 微降 4%。上半年公司隔膜出货 2.22 亿平，同比增长 45%。其中 20Q2 出货 1.4 亿平左右，环比提升 75%，同比增长 50%。20H1 隔膜均价 1.4 元/平（含税），较 19H2 均价下降约 15%。预计 20Q2 国内占比回升，拉低产品均价，导致收入增速大幅低于出货增速。20H1 隔膜业务毛利率 35.83%，同比下滑 11.5pct，环比提升 0.2pct；其中，国内隔膜业务毛利率约 30%，较 19H2 提升 4.9pct，主要为产能利用率提升带动的毛利率回升。海外市场仍为公司重要市值，20H1 海外隔膜收入 1.11 亿，同比下滑 14%，占比隔膜总收入的 40.5%。海外隔膜业务毛利率 44.4%，环比下降 9.7pct。

表 3：星源材质分业务经营情况

	2020上半年					2019下半年		2019上半年	
	营业收入(亿)	同比	毛利率	同比	环比	营业收入(亿)	毛利率	营业收入(亿)	毛利率
锂离子电池隔膜	2.74	-12.2%	35.8%	-11.5pct	0.2pct	2.84	35.6%	3.12	47.3%
隔膜-国内	1.63	-10.9%	30.0%	-6.9pct	4.9pct	1.81	25.1%	1.83	36.9%
隔膜-海外	1.11	-14.0%	44.4%	-17.77pct	-9.7pct	1.03	54.1%	1.29	62.1%
其他	0.67		82.4%						

数据来源：Wind，东吴证券研究所

湿法隔膜产能释放，客户拓展稳步推进，预计全年出货量近 6 亿平：公司常州湿法基地、江苏干法和涂覆基地产能基本建设完毕，20H1 均基地均开始贡献贡献收入，其中常州星源收入 1.06 亿，环比 19H2 增长 110%，江苏星源收入 0.49 亿，初具规模。合肥基地排产收缩，上半年收入 0.27 亿，同比下滑 62%，亏损 0.13 亿，环比持平。公司湿法基膜成本产能合计 4.7 亿平，基本投产，其中深圳基地 3000 万平，合肥基地 8000 万平，常州基地 3.6 亿，且常州基地已开始向宁德、村田、Saft 供货，预计下半年有望

向三星、lg 批量供货。干法隔膜方面，公司深圳基地近 2 亿平产能稳定生产，主要供货 LG 化学，江苏基地 4 亿平产能大部分已投产。涂覆方面，公司江苏基地将分 2 期建设，一期 30 条线，对应 6 亿平，二期 20 条线，对应 4 亿平，已开始向亿纬、比亚迪等供货。上半年公司隔膜产能 7.3 亿平，在建产能 12.4 亿平，产量 2.8 亿平，产能利用率 75%；下半年国内外订单同步爬坡，预计全年出货量近 6 亿平左右，同比增 70%，且新产线设计成本更低，订单稳定运行有望提升公司盈利能力。

表 4：星源材质子公司经营情况

	2020H1				19H2			19H1		2019	
公司名称	营业收入(亿元)	营收-同比	净利润(亿元)	净利率	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	净利率	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	营业收入(百万)	净利润(百万)
合肥星源	0.27	-61.8%	-0.13	-48.8%	0.47	-0.13	-27.6%	0.72	0.00	1.19	-0.13
常州星源	1.06		0.13	12.2%	0.50	0.05	9.9%		0.52	0.50	0.57
江苏星源	0.49		0.03	5.5%	0.09	-0.05	-61.0%		0.17	0.09	0.11

数据来源：Wind，东吴证券研究所

20Q2 研发费用大幅提升，管理费用控制良好。2020 年 H1 公司三费合计 0.81 亿元，同比增长 7.23%，费用率为 23.81%，同比增长 2.36pct。20Q2 三费合计 0.42 亿元，同比增长 8.4%，环比增长 7.8%，费用率 19.5%，同比下降 0.86pct，环比下降 11.85pct。其中 20Q2 销售费用 735 万元，销售费用率 3.4%，同比降低 0.78pct；管理费用 0.15 亿元，管理费用率 6.85%，同比下降 0.47pct，财务费用 502 万元，财务费用率 2.32%，同比下降 3.41pct；研发费用 0.15 亿元，同环比增长 153%/159%，研发费用率 6.9%，同比增 3.8pct。

表 5：星源材质三费情况

单位：百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2
销售费用	4.42	7.99	6.47	17.74	3.67	7.35
-销售费用率	2.73%	4.18%	3.98%	21.03%	2.95%	3.40%
管理费用	17.22	13.99	20.37	34.84	24.30	14.81
-管理费用率	10.64%	7.33%	12.54%	41.29%	19.48%	6.85%
研发费用	6.05	5.90	8.79	14.66	5.76	14.92
-研发费用率	3.74%	3.09%	5.41%	17.38%	4.62%	6.90%
财务费用	9.18	10.95	7.38	9.52	5.34	5.02
-财务费用率	5.67%	5.73%	4.54%	11.29%	4.28%	2.32%
期间费用	36.86	38.84	43.01	76.77	39.07	42.11
-期间费用率	22.78%	20.33%	26.47%	90.98%	31.33%	19.48%
资产减值损失	-0.87	0.00	0.00	-5.55	0.00	-0.03
信用减值损失	0.00	-5.61	-1.74	4.84	-0.65	0.04

数据来源：Wind，东吴证券研究所

20Q2 经营现金流大幅改善，预收款大幅增长。期末公司存货为 1.92 亿，较一季度末下降 3.2%；期末公司应收账款 3.79 亿元，较年初增长 1.6%，较一季度末减少 2.42%；期末公司预收账款 0.22 亿元，较年初大幅增长 1224.4%。20H1 公司经营活动净现金流为 2.59 亿，同比上升 159.25%，20Q2 单季度经营现金流 2.57 亿，同比增长 238%；投资活动净现金流为支出 3.17 亿，同比下降 46.32%，主要是本期常州星源、江苏星源设备投资支出减少所致。账面现金为 4.01 亿，较年初下降 17.04%，主要为常州和江苏工厂项目投入。期末固定资产 18.99 亿，较一季度微增 0.8 亿，较年初增长 2.3 亿。期末在建工程 15.41 亿，和一季度末持平。

表 6：星源材质在建工程情况（亿元）

项目名称	产能	本报告期投入金额	累计投入金额	项目进度	客户
锂离子电池湿法隔膜项目	一期、二期各建设年产1.8亿平米锂离子电池湿法隔膜及涂覆隔膜	0.93	20.07	84.70%	宁德时代、村田、SAFT
超级涂覆工厂项目	一期干法隔膜年产能4亿平方米、涂覆隔膜6亿平方米；二期涂覆隔膜4亿平方米。	1.13	8.91	25.46%	亿纬锂能、比亚迪
合计		2.06	28.98	--	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

投资建议：预计公司 20-22 年归母净利润为 1.4/2.1/3.1 亿元，同比分别增长 2%/53%/47%；EPS 分别为 0.31/0.47/0.69 元；对应现价 PE 分别为 58/38/26 倍，给予 21 年 50x PE，对应目标价 23.5 元，维持“买入”评级

风险提示：下游需求不达预期，产能投放不及预期，竞争加剧。

星源材质三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	**1,739**	**1,360**	**1,660**	**2,114**
现金	483	44	77	111
应收账款	373	381	590	860
存货	177	181	208	301
其他流动资产	697	742	770	823
非流动资产	**3,590**	**4,055**	**4,303**	**4,588**
长期股权投资	12	12	12	12
固定资产	1,669	1,785	1,885	1,872
无形资产	192	390	388	387
其他非流动资产	1,718	1,868	2,018	2,318
资产总计	**5,329**	**5,415**	**5,963**	**6,703**
流动负债	**1,398**	**1,426**	**2,217**	**2,726**
短期借款	925	690	966	922
应付账款	331	523	899	1,303
其他流动负债	142	212	352	501
非流动负债	**1,456**	**1,456**	**1,057**	**1,057**
长期借款	649	649	649	649
其他非流动负债	806	806	408	408
负债合计	**2,854**	**2,882**	**3,273**	**3,783**
少数股东权益	7	8	10	14
归属母公司股东权益	2,469	2,524	2,679	2,906
负债和股东权益	**5,329**	**5,415**	**5,963**	**6,703**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	147	509	642	627
投资活动现金流	-1,292	-598	-398	-448
筹资活动现金流	1,297	-349	-211	-145
现金净增加额	153	-438	33	34
折旧和摊销	102	136	152	164
资本开支	1,063	600	400	450
营运资本变动	-130	202	236	122

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**600**	**890**	**1,544**	**2,227**
减:营业成本	349	551	947	1,373
营业税金及附加	9	16	28	40
营业费用	37	40	63	91
管理费用	122	187	262	334
财务费用	37	32	30	18
资产减值损失	8	2	11	10
加:投资净收益	-6	2	2	2
其他收益	1	0	0	0
营业利润	**62**	**81**	**229**	**377**
加:营业外净收支	97	86	26	6
利润总额	**159**	**167**	**255**	**383**
减:所得税费用	29	27	41	69
少数股东损益	-6	1	2	3
归属母公司净利润	**136**	**139**	**212**	**311**
EBIT	201	248	411	560
EBITDA	0.30	0.31	0.47	0.69

重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.30	0.31	0.47	0.69
每股净资产(元)	10.71	5.63	5.97	6.48
发行在外股份(百万股)	230	449	449	449
ROIC(%)	2.1%	2.3%	5.3%	7.6%
ROE(%)	5.5%	5.5%	7.9%	10.7%
毛利率(%)	41.8%	38.1%	38.6%	38.4%
销售净利率(%)	21.7%	15.7%	13.9%	14.1%
资产负债率(%)	53.5%	53.2%	54.9%	56.4%
收入增长率(%)	3%	48%	73%	44%
净利润增长率(%)	-39%	2%	53%	47%
P/E	59.34	58.31	38.16	25.97
P/B	3.27	3.20	3.02	2.78
EV/EBITDA	50	41	24	18

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn