

# 深圳新星 (603978)

证券研究报告

2019年10月31日

## Q3 单季度不及预期，不改长期增长趋势

### 事项

公司发布 2019 年三季报，报告期内实现营收 7.77 亿元，同减 0.36%；归母净利润 0.76 亿元，同减 6.92%；扣非归母净利润 0.68 亿元，同增 0.07%。其中 Q3 季度营收 2.55 亿元，同减 12.79%；归母净利润 0.18 亿元，同减 34.22%；扣非归母净利润 0.16 亿元，同减 41.66%。Q3 季度业绩略低于市场预期。

### 细化剂销量下滑，或是 Q3 季度不及预期主因

公司 Q3 季度实现营收 2.55 亿元，同比下滑 12.79%；营业成本 2.08 亿元，同比下滑 11.86%。而同期中国铝材产量 1293.3 万吨，同比微增 3.32%、环比下滑 1.93%；铝材出口 139 万吨，同比&环比均下滑 10.32%。在宏观经济较弱以及中美贸易摩擦背景下，铝加工行业景气度下滑，公司主营的铝晶粒细化剂作为铝加工添加剂，同样受到影响，推测细化剂销量下滑，或是公司 Q3 季度业绩不及预期的主因。

### 公司与电解铝行业实现双赢，四氟铝酸钾有望加速推广

公司研发的四氟铝酸钾有望部分替代氟化铝（电解铝添加剂）。在电解铝生产中一般添加 20 公斤/吨氟化铝，现将 10 公斤/吨氟化铝+10 公斤/吨氟铝酸钾混用，可在不增加成本的情况下（价格与氟化铝相当），节电 500 度，按照度电 0.31 元/度计算，可为电解铝企业增厚利润 155 元/吨。对电解铝企业来说，使用四氟铝酸钾增厚利润相当可观，因此四氟铝酸钾实现了公司与电解铝行业双赢的局面，其在电解铝行业中的应用有望加速推广。

### 成长空间打开，公司将迎来新的飞越

按照 2018 年中国 3648 万吨、全球 6434 万吨电解铝产量估算，假设每吨电解铝添加 10 公斤/吨估算，市场空间将达到中国 36.5 万吨、全球 64.3 万吨。从目前氟铝酸钾产品销售情况来看，推广效果显著，公司作为拥有原料、设备、专利等多种壁垒的企业，将乘行业发展的东风，迎来新的飞越。

### 盈利预测及评级：

公司作为铝晶粒细化剂行业的龙头，随着公司产品规模的不断扩张以及副产品四氟铝酸钾的加速推广，预计 2019-2021 年净利润分别为 2.01/3.50/4.47 亿元，EPS 分别为 1.26/2.19/2.80 元/股，对应 2019 年 10 月 29 日收盘价 PE 分别为 22/13/10X，维持“增持”评级。

**风险提示：**公司产品产能释放不及预期的风险，新产品四氟铝酸钾推广进度不及预期的风险

| 财务数据和估值     | 2017     | 2018     | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 1,009.18 | 1,099.96 | 1,383.71 | 2,073.79 | 2,541.58 |
| 增长率(%)      | 27.10    | 9.00     | 25.80    | 49.87    | 22.56    |
| EBITDA(百万元) | 144.81   | 200.12   | 256.39   | 441.15   | 552.87   |
| 净利润(百万元)    | 104.53   | 125.10   | 201.08   | 350.33   | 447.22   |
| 增长率(%)      | (21.28)  | 19.68    | 60.74    | 74.22    | 27.66    |
| EPS(元/股)    | 0.65     | 0.78     | 1.26     | 2.19     | 2.80     |
| 市盈率(P/E)    | 43.18    | 36.08    | 22.45    | 12.88    | 10.09    |
| 市净率(P/B)    | 3.42     | 3.20     | 2.80     | 2.30     | 1.87     |
| 市销率(P/S)    | 4.47     | 4.10     | 3.26     | 2.18     | 1.78     |
| EV/EBITDA   | 49.69    | 13.63    | 17.21    | 9.58     | 7.15     |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|        |                   |
|--------|-------------------|
| 行业     | 有色金属/金属非金属<br>新材料 |
| 6 个月评级 | 增持（维持评级）          |
| 当前价格   | 28.21 元           |
| 目标价格   | 元                 |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 160.00      |
| 流通 A 股股本(百万股) | 76.12       |
| A 股总市值(百万元)   | 4,513.60    |
| 流通 A 股市值(百万元) | 2,147.39    |
| 每股净资产(元)      | 9.30        |
| 资产负债率(%)      | 28.17       |
| 一年内最高/最低(元)   | 40.69/16.40 |

### 作者

**杨诚笑** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517020002  
yangchengxiao@tfzq.com

**孙亮** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516110003  
sunliang@tfzq.com

**田源** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030003  
tianyuan@tfzq.com

**王小芄** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517060003  
wangxp@tfzq.com

**田庆争** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518080005  
tianqingzheng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《深圳新星-半年报点评:四氟铝酸钾放量，单季度业绩翻倍》 2019-08-28
- 《深圳新星-首次覆盖报告:从小而美到大而强》 2019-08-13
- 《深圳新星-首次覆盖报告:小而美的新材料企业正在开拓更大的市场》 2017-10-25



## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)      | 2017            | 2018            | 2019E           | 2020E           | 2021E           |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金            | 368.26          | 308.32          | 110.70          | 283.78          | 551.47          |
| 应收票据及应收账款       | 519.44          | 514.90          | 618.25          | 1,061.81        | 997.22          |
| 预付账款            | 1.17            | 2.35            | 3.11            | 3.97            | 4.47            |
| 存货              | 86.33           | 92.11           | 101.00          | 180.52          | 157.17          |
| 其他              | 7.62            | 34.61           | 27.25           | 19.78           | 39.79           |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>982.81</b>   | <b>952.28</b>   | <b>860.30</b>   | <b>1,549.86</b> | <b>1,750.13</b> |
| 长期股权投资          | 0.00            | 25.71           | 25.71           | 25.71           | 25.71           |
| 固定资产            | 419.15          | 589.14          | 647.08          | 699.71          | 736.15          |
| 在建工程            | 110.85          | 147.63          | 124.58          | 122.75          | 103.65          |
| 无形资产            | 59.15           | 115.83          | 111.25          | 106.66          | 102.08          |
| 其他              | 28.47           | 90.38           | 42.11           | 51.51           | 58.33           |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>617.62</b>   | <b>968.70</b>   | <b>950.73</b>   | <b>1,006.34</b> | <b>1,025.92</b> |
| <b>资产总计</b>     | <b>1,600.43</b> | <b>1,920.98</b> | <b>1,811.05</b> | <b>2,556.21</b> | <b>2,776.06</b> |
| 短期借款            | 150.00          | 110.00          | 50.98           | 50.00           | 50.00           |
| 应付票据及应付账款       | 60.17           | 285.11          | 72.05           | 428.37          | 217.88          |
| 其他              | 25.14           | 70.58           | 35.40           | 71.85           | 55.92           |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>235.31</b>   | <b>465.69</b>   | <b>158.43</b>   | <b>550.22</b>   | <b>323.81</b>   |
| 长期借款            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 应付债券            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他              | 46.39           | 43.68           | 40.47           | 43.51           | 42.55           |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>46.39</b>    | <b>43.68</b>    | <b>40.47</b>    | <b>43.51</b>    | <b>42.55</b>    |
| <b>负债合计</b>     | <b>281.69</b>   | <b>509.37</b>   | <b>198.90</b>   | <b>593.73</b>   | <b>366.36</b>   |
| 少数股东权益          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 股本              | 80.00           | 160.00          | 160.00          | 160.00          | 160.00          |
| 资本公积            | 660.82          | 580.82          | 580.82          | 580.82          | 580.82          |
| 留存收益            | 1,237.98        | 1,251.08        | 1,452.16        | 1,802.48        | 2,249.70        |
| 其他              | (660.05)        | (580.28)        | (580.82)        | (580.82)        | (580.82)        |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>1,318.74</b> | <b>1,411.61</b> | <b>1,612.16</b> | <b>1,962.48</b> | <b>2,409.70</b> |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>1,600.43</b> | <b>1,920.98</b> | <b>1,811.05</b> | <b>2,556.21</b> | <b>2,776.06</b> |

  

| 现金流量表(百万元)     | 2017            | 2018            | 2019E           | 2020E          | 2021E          |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|
| 净利润            | 104.53          | 125.10          | 201.08          | 350.33         | 447.22         |
| 折旧摊销           | 26.83           | 38.42           | 29.70           | 33.79          | 37.24          |
| 财务费用           | 5.56            | 4.74            | 1.06            | (0.36)         | (3.83)         |
| 投资损失           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| 营运资金变动         | (405.46)        | (122.00)        | (308.82)        | (130.06)       | (166.77)       |
| 其它             | 14.15           | 86.33           | 0.00            | 0.00           | (0.00)         |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>(254.39)</b> | <b>132.58</b>   | <b>(76.99)</b>  | <b>253.69</b>  | <b>313.87</b>  |
| 资本支出           | 136.08          | 328.97          | 63.21           | 76.96          | 50.96          |
| 长期投资           | 0.00            | 25.71           | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| 其他             | (216.97)        | (498.02)        | (123.23)        | (156.95)       | (100.96)       |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(80.89)</b>  | <b>(143.33)</b> | <b>(60.02)</b>  | <b>(79.99)</b> | <b>(50.00)</b> |
| 债权融资           | 150.00          | 110.00          | 50.98           | 50.00          | 50.00          |
| 股权融资           | 566.77          | 19.31           | 20.16           | 22.12          | 25.59          |
| 其他             | (71.26)         | (194.70)        | (131.76)        | (72.74)        | (71.76)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>645.51</b>   | <b>(65.39)</b>  | <b>(60.62)</b>  | <b>(0.62)</b>  | <b>3.83</b>    |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00           | 0.00           |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>310.24</b>   | <b>(76.14)</b>  | <b>(197.62)</b> | <b>173.08</b>  | <b>267.69</b>  |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2017            | 2018            | 2019E           | 2020E           | 2021E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>1,009.18</b> | <b>1,099.96</b> | <b>1,383.71</b> | <b>2,073.79</b> | <b>2,541.58</b> |
| 营业成本             | 792.22          | 873.52          | 1,027.80        | 1,474.67        | 1,791.65        |
| 营业税金及附加          | 5.32            | 6.37            | 7.48            | 11.39           | 14.14           |
| 营业费用             | 23.80           | 28.30           | 34.39           | 51.27           | 63.79           |
| 管理费用             | 62.00           | 26.13           | 27.67           | 41.48           | 50.83           |
| 研发费用             | 35.79           | 48.32           | 55.35           | 82.95           | 101.66          |
| 财务费用             | 6.40            | 2.23            | 1.06            | (0.36)          | (3.83)          |
| 资产减值损失           | 7.12            | 2.61            | 4.31            | 4.68            | 3.87            |
| 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            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他               | (44.23)         | (32.03)         | (0.00)          | 0.00            | 0.00            |
| <b>营业利润</b>      | <b>120.76</b>   | <b>144.50</b>   | <b>225.63</b>   | <b>407.73</b>   | <b>519.46</b>   |
| 营业外收入            | 0.35            | 0.10            | 11.26           | 4.85            | 7.00            |
| 营业外支出            | 0.75            | 0.20            | 0.33            | 0.43            | 0.32            |
| <b>利润总额</b>      | <b>120.36</b>   | <b>144.39</b>   | <b>236.57</b>   | <b>412.15</b>   | <b>526.14</b>   |
| 所得税              | 15.83           | 19.29           | 35.48           | 61.82           | 78.92           |
| <b>净利润</b>       | <b>104.53</b>   | <b>125.10</b>   | <b>201.08</b>   | <b>350.33</b>   | <b>447.22</b>   |
| 少数股东损益           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>104.53</b>   | <b>125.10</b>   | <b>201.08</b>   | <b>350.33</b>   | <b>447.22</b>   |
| 每股收益(元)          | 0.65            | 0.78            | 1.26            | 2.19            | 2.80            |

  

| 主要财务比率         | 2017    | 2018    | 2019E  | 2020E   | 2021E   |
|----------------|---------|---------|--------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |        |         |         |
| 营业收入           | 27.10%  | 9.00%   | 25.80% | 49.87%  | 22.56%  |
| 营业利润           | 0.07%   | 19.66%  | 56.15% | 80.70%  | 27.40%  |
| 归属于母公司净利润      | -21.28% | 19.68%  | 60.74% | 74.22%  | 27.66%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |        |         |         |
| 毛利率            | 21.50%  | 20.59%  | 25.72% | 28.89%  | 29.51%  |
| 净利率            | 10.36%  | 11.37%  | 14.53% | 16.89%  | 17.60%  |
| ROE            | 7.93%   | 8.86%   | 12.47% | 17.85%  | 18.56%  |
| ROIC           | 17.64%  | 11.86%  | 17.16% | 22.93%  | 26.13%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |        |         |         |
| 资产负债率          | 17.60%  | 26.52%  | 10.98% | 23.23%  | 13.20%  |
| 净负债率           | -16.55% | -14.05% | -3.70% | -11.91% | -20.81% |
| 流动比率           | 4.18    | 2.04    | 5.43   | 2.82    | 5.40    |
| 速动比率           | 3.81    | 1.85    | 4.79   | 2.49    | 4.92    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |        |         |         |
| 应收账款周转率        | 2.39    | 2.13    | 2.44   | 2.47    | 2.47    |
| 存货周转率          | 14.11   | 12.33   | 14.33  | 14.73   | 15.05   |
| 总资产周转率         | 0.80    | 0.62    | 0.74   | 0.95    | 0.95    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |        |         |         |
| 每股收益           | 0.65    | 0.78    | 1.26   | 2.19    | 2.80    |
| 每股经营现金流        | -1.59   | 0.83    | -0.48  | 1.59    | 1.96    |
| 每股净资产          | 8.24    | 8.82    | 10.08  | 12.27   | 15.06   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |        |         |         |
| 市盈率            | 43.18   | 36.08   | 22.45  | 12.88   | 10.09   |
| 市净率            | 3.42    | 3.20    | 2.80   | 2.30    | 1.87    |
| EV/EBITDA      | 49.69   | 13.63   | 17.21  | 9.58    | 7.15    |
| EV/EBIT        | 60.61   | 16.73   | 19.46  | 10.38   | 7.67    |

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                   | 武汉                            | 上海                             | 深圳                          |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号      | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031            | 邮编：430071                     | 邮编：201204                      | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889            | 电话：(8621)-68815388             | 电话：(86755)-23915663         |
|                      | 传真：(8627)-87618863            | 传真：(8621)-68812910             | 传真：(86755)-82571995         |
|                      | 邮箱：research@tfzq.com          | 邮箱：research@tfzq.com           | 邮箱：research@tfzq.com        |