

中信证券研究部

核心观点



王喆
首席化工分析师
S1010513110001



袁健聪
首席新材料分析师
S1010517080005



陈俊斌
首席制造产业
分析师
S1010512070001



宋韶灵
首席新能源汽车
分析师
S1010518090002



陈渤阳
化工分析师
S1010519110001

全球新能源汽车浪潮已来，中国锂电供应链加速海外配套，公司是国内锂电隔膜龙头，积极开拓海外市场，开启国际化征程，凭借技术、产能、成本、客户优势，有望在海外逐步建立龙头地位。此外，公司通过对国内消费类锂电隔膜领先企业苏州捷力的收购，成功从“动力”向“消费”领域延伸，打开新的增长空间，领先优势进一步扩大，成长确定性高，首次覆盖，给予“买入”评级！

■ **锂电隔膜行业：动力类加速全球配套，消费类开启进口替代，空间巨大。**汽车电动化浪潮已来，中国动力电池加速海外配套；消费锂电有望受益 5G 手机增长驱动，储能进入快速导入期。我们预计 2019 年、2025 年全球锂电池需求分别为约 220GWh、960GWh，对应锂电隔膜需求分别为 42 亿平米、160 亿平米，2019-2025 年隔膜需求 CAGR 达 25%。若隔膜涂布比例如预期从 2019 年约 60% 提升到 2025 年约 90%，料价值量提升。我们预计 2025 年全球隔膜市场空间 500 亿元，空间巨大。近年国内隔膜龙头正加速配套全球锂电巨头，并在消费类锂电隔膜市场开启进口替代。

■ **公司：全球锂电隔膜领军企业。**上海恩捷成立于 2010 年，从事高性能湿法隔膜以及高端功能涂布隔膜业务。我国隔膜行业从 2015 年起高速发展，公司迅速抢占市场，成为行业龙头，2019 年隔膜出货约 8 亿平米，全球排名第一，国内湿法隔膜份额 43%。2020 年 3 月，公司完成收购苏州捷力（2019 年份额 12%，排名第二），合计份额高达 55%，领先优势进一步扩大。

■ **公司：综合优势突出，实力称雄全球。**公司具备以下四大优势：1) **技术优势：**具备 5-7 μm 超薄隔膜技术，拥有领先的水性、油性涂布技术，隔膜产品达 80 余种。2) **产能优势：**在上海、珠海、江西、无锡、匈牙利等地布局，2019 年底隔膜产能已达 23 亿平米，规划三年扩产至 60 亿平米，充足的产能会保障后续订单承接、交付能力。设备采购日本制钢所，壁垒极高；目前无锡基地是全球最领先的基膜生产基地。3) **成本优势：**凭借规模效应以及优秀的供需匹配管理，产线良率、车速在行业内保持绝对领先。良好的成本控制，使得其获得了远超行业平均水平的高盈利能力。4) **客户优势：**国内包括宁德时代、比亚迪、国轩高科、中航锂电、孚能科技等；海外包括 LG 化学、三星 SDI、松下、特斯拉、Northvolt 等，间接配套下游主流车企，尤其是特斯拉、欧洲车企供应链。

■ **展望（一）稳坐国内龙头位置，国际化征程加速。**公司份额连续多年全国第一，2017-2019 年湿法隔膜份额分别为 27%、36%、43%，龙头位置稳固。2019 年配套 LG 化学、三星 SDI、松下等国际客户批量出货，海外收入占比从 2018 年 4.2% 上升到 2019 年超过 25%，迎台阶式发展，若下游特斯拉、欧洲电动化车型 2020 年起如预期开始放量，公司国际化有望加速。公司国际化储备充分：1) 注重知识产权，专利保有量 273 件，已获受理国际专利 33 项；2) LG 化学订单超 6 亿美元；3) 与涂布膜领先企业日本帝人合作，切入全球涂布业务。

恩捷股份	002812
评级	买入（首次）
当前价	56.80 元
目标价	76 元
总股本	805 百万股
流通股本	555 百万股
52 周最高/最低价	67.88/29.95 元
近 1 月绝对涨幅	-11.19%
近 6 月绝对涨幅	79.01%
近 12 月绝对涨幅	56.76%

■ **展望（二）从“动力”延伸“消费”，确立双领域龙头。**公司今年 3 月完成对苏州捷力的收购，捷力是国内消费类锂电隔膜领先企业，凭借超薄隔膜技术和产品，进入 LG 化学、ATL 等领先消费电池供应链。恩捷是全球动力类锂电隔膜龙头，完成对捷力的并购后，龙头地位从“动力”向“消费”延伸，将成为动力电池、消费类电池两个领域内全球最大的隔离膜供应商。此外，公司积极在储能市场中进行布局，致力将公司打造成全球最好的锂电池（动力+消费+储能）隔离膜公司。

■ **风险因素：**新能源汽车销量不达预期；并购整合效果不及预期风险，电池技术路线改变风险。

■ **投资建议：**公司是全球锂电隔膜龙头，是特斯拉供应链、欧洲电动化供应链、LG 化学供应链核心标的。凭借产能、成本、产品、客户综合优势，持续获得超额盈利。当前公司积极开拓海外市场，全球配套加速；通过收购捷力，龙头位置从动力向消费电池延伸。中长期看，公司出货和业绩有望受益全球锂电需求高增长，成长确定性强。考虑原有业务成长和苏州捷力并表，我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 12.3/17.5/23.2 亿元，当前市值对应 37/26/20 倍 PE，给予 2021 年 35 倍 PE，对应目标价 76 元（目标市值 613 亿元），目前市值 457 亿，首次覆盖，给予“买入”评级。

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	24.6	31.6	47.4	64.8	85.4
营业收入增长率	16%	29%	50%	37%	32%
净利润(亿元)	5.09	8.5	12.3	17.5	23.2
净利润增长率	42%	67%	44%	42%	33%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.63	1.06	1.52	2.17	2.88
毛利率%	42.0%	45.0%	44.1%	45.2%	46.6%
净资产收益率 ROE%	13.3%	18.9%	22.6%	25.9%	27.4%
每股净资产（元）	4.76	5.59	6.75	8.38	10.50
PE	90	54	37	26	20
PB	11.9	10.2	8.4	6.8	5.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：（1）股价为 2020 年 3 月 10 日收盘价 （2）考虑苏州捷力 2020 年 3 月起并表
 （3）2019 年收入、归母净利润为公司业绩快报公告

目录

全球锂电隔膜领军企业	1
湿法隔膜业务 2018 年被并购进入上市公司	1
锂电池隔膜收入和利润占比高	1
实际控制人持股比例高，高管团队优秀	3
锂电池隔膜：市场空间大，海外客户门槛高	4
隔膜需求高增长，基膜降价已经趋缓	4
隔膜涂布带来增长新空间	5
国内份额向龙头集中，中国企业进军海外	6
公司竞争优势：技术+规模+成本+客户	8
技术优势：产品品类齐全，技术全面领先	8
产能优势：设备领先，产能充足，份额最高	8
成本优势：成本把控好，盈利能力领先行业	9
客户优势：配套国内、全球优质客户	12
展望 1：稳坐国内龙头位置，开启国际化征程	13
稳坐国内动力锂电隔膜龙头位置	13
开启国际化征程	13
展望 2：从“动力”延伸“消费”，确立双领域龙头，布局“储能”打开空间	16
收购苏州捷力，有望成为消费类锂电隔膜龙头，打开新的成长空间	16
中长期，有望成为“动力”+“消费”+“储能”锂电隔膜龙头	18
风险因素	18
盈利预测与投资建议	18
关键假设	18
盈利预测及投资建议	20

插图目录

图 1：恩捷股份产品结构：膜类产品、包装印刷产品、纸制品包装.....	1
图 2：恩捷股份收入结构（假设上海恩捷并表，备考可比值）	2
图 3：恩捷股份毛利构成.....	2
图 4：上海恩捷、云南创新净利润	2
图 5：恩捷股份锂电池隔膜、其它膜类业务发展历程，并于 2018 年 8 月起并表.....	3
图 6：恩捷股份股权结构图（截至 2019 年中报，实控人控股 53.75%）	3
图 7：锂电池隔膜基膜均价估算及预测（分不同应用场景）	5
图 8：锂电池隔膜市场空间（仅考虑基膜）	5
图 9：涂布膜渗透率估算及预测.....	6
图 10：隔膜市场空间结构情况及预测（基膜、涂布层）	6
图 11：国内市场 TOP3 企业份额持续提高	6
图 12：湿法隔膜份额提升至接近 80%.....	6
图 13：国内锂电池隔膜出货量份额	7
图 14：国内锂电池隔膜（湿法）出货量份额	7
图 15：中国隔膜企业产量占全球份额逐年提高	7
图 16：上海恩捷产能分布情况.....	9
图 17：锂电池基膜成本构成	9
图 18：锂电湿法隔膜制备流程.....	10
图 19：锂电湿法隔膜制备流程涉及损耗环节示意图.....	10
图 20：不同隔膜企业“良品率”及相关口径数据对比，上海恩捷在行业领先	11
图 21：全球龙头锂电池隔膜企业毛利率对比	12
图 22：上海恩捷目前主要下游客户	12
图 23：上海恩捷 2015-2019 年产量量、收入、利润快速增长	13
图 24：上海恩捷在中国隔膜出货份额持续提高	13
图 25：率先进入特斯拉供应链，有望迎来明显放量，且未来起到示范作用	14
图 26：上海恩捷 2016-2019 前三季度海外收入占比持续提高	14
图 27：公司 2019 年 4 月获 LG 化学 6.2 亿美元动力基膜大订单	14
图 28：公司与帝人就涂布隔膜业务展开合作	15
图 29：公司配套宁德时代、LG 化学、松下、三星 SDI 等电池巨头，并进入全球主流电动车供应链.....	15
图 30：苏州捷力股权变动历程.....	17
图 31：上海恩捷与苏州捷力毛利率对比	17
图 32：2019 年国内隔膜（干法+湿法）出货市占率.....	18
图 33：2019 年国内隔膜（湿法）出货市占率	18

表格目录

表 1：恩捷股份上市公司归母净利润结构拆分	2
表 2：公司股权激励情况梳理.....	4
表 3：全球锂电池隔膜（基膜）需求	4
表 4：上海恩捷在产基膜、涂布膜产品	8

表 5：不同锂电池隔膜企业生产设备供应商	8
表 6：良品率和车速对锂电池隔膜（基膜半成品）成本影响的弹性测算	11
表 7：全球锂电池配套格局，全球动力电池隔膜正加速国产替代	15
表 8：苏州捷力隔膜业务、财务数据	16
表 9：上海恩捷隔膜出货量及预测（单位：亿平米）	19
表 10：苏州捷力业务与预测	19
表 11：盈利预测核心假设	20
表 12：恩捷股份盈利预测表	20

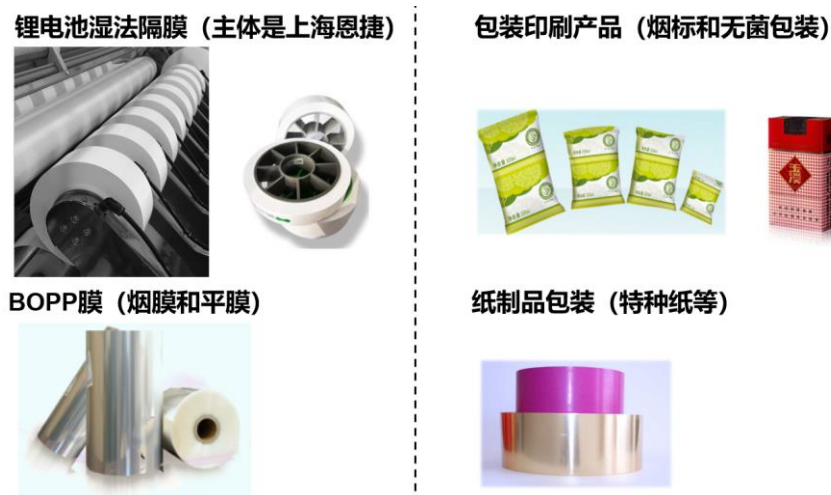
■ 全球锂电隔膜领军企业

湿法隔膜业务 2018 年被并购进入上市公司

公司成立于 2001 年，2016 年上市，上市公司原名创新股份，2018 年更名为恩捷股份。上市公司原创新股份实体经营的业务包括 BOPP 膜（平膜、烟膜）、无菌包装、烟标、特种纸等，2018 年完成对上海恩捷 90.08% 股权的收购，主要业务拓展为：膜类产品（含锂电湿法隔膜、BOPP 膜（烟膜和平膜））、包装印刷产品（烟标和无菌包装）、纸制品包装（特种纸等）。2018 年，公司发展战略及经营目标调整为研发与生产高性能湿法隔膜以及高端功能涂布隔膜领域的全球领导者。

根据 GGII 数据，公司 2019 年锂电隔膜出货量 8.6 亿平米，国内和全球皆排行第一，占国内锂电隔膜份额的 31%，国内湿法隔膜份额的 43%，约占全球锂电隔膜份额 20%。公司锂电池隔膜应用在消费、动力、储能三大领域，下游国内客户包括宁德时代、比亚迪、国轩高科、孚能科技等，海外客户包括 LG 化学、三星 SDI、松下等。

图 1：恩捷股份产品结构：膜类产品、包装印刷产品、纸制品包装

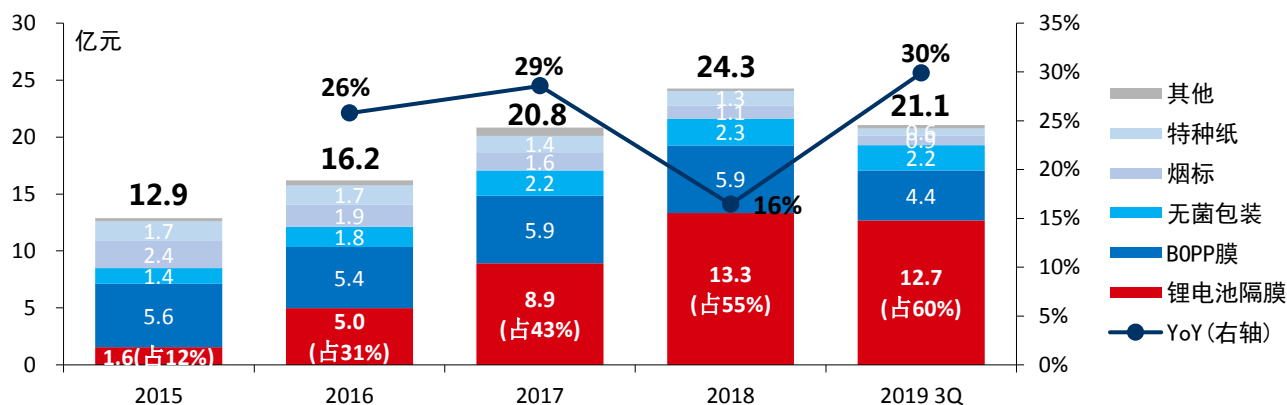


资料来源：公司官网，公司公告，中信证券研究部

锂电池隔膜收入和利润占比高

锂电池隔膜在上市公司整体收入占比已达 60%，预计还将持续提高。在下游电动车产销爆发增长驱动下，预计公司锂电池隔膜收入由 2015 年的仅 1.6 亿元（占比仅 12%）快速增至 2019 年接近 19.5 亿元水平（占比约 62%）。

图 2：恩捷股份收入结构（假设上海恩捷并表，备考可比值）

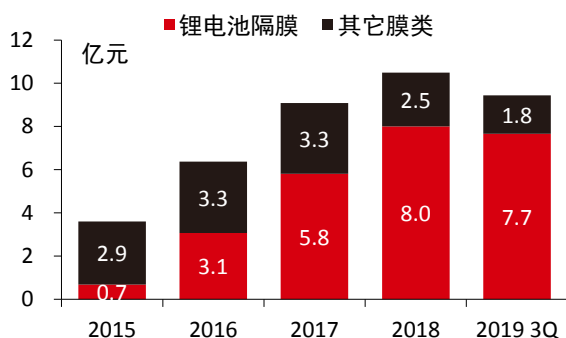


资料来源：公司财报，公司公告，中信证券研究部

注：假设上海恩捷原已并表，将收入加总以使数据可比

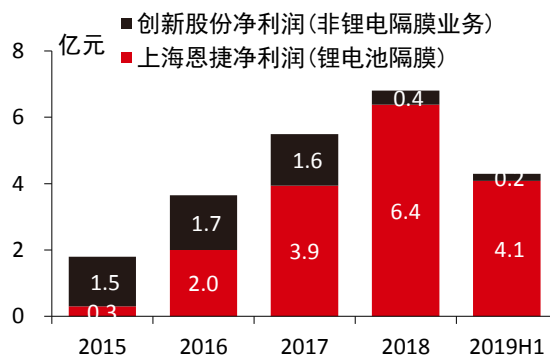
利润端：隔膜业务贡献超过 80%。2019 年前三季度锂电池隔膜实现毛利 7.7 亿元，占上市公司整体毛利润 9.5 亿元中的 81%。2019 年上半年，在隔膜业务利润并表 90.08% 进入上市公司归母净利润的情况下，锂电池业务贡献归母净利润 3.9 亿元中的 3.7 亿元，占比高达 94%。

图 3：恩捷股份毛利构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：上海恩捷、云南创新净利润



资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 1：恩捷股份上市公司归母净利润结构拆分

	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019 3Q	2019E
上海恩捷净利润	0.3	2.0	3.9	6.4	4.1		
上海恩捷并表比例	54%	54%	54%	见注(2)	90%		
1、上海恩捷并表归母净利润	0.2	1.1	2.1	4.8	3.7		
2、创新股份净利润	1.5	1.7	1.6	0.4	0.2		
1+2= 上市公司归母净利润	1.7	2.7	3.7	5.2	3.9	6.3	8.5

资料来源：公司公告，公司财报，中信证券研究部

注：（1）创新股份收购上海恩捷为“同一控制下的”企业合并，因而可比财报中上海恩捷净利润须×53.86%追溯

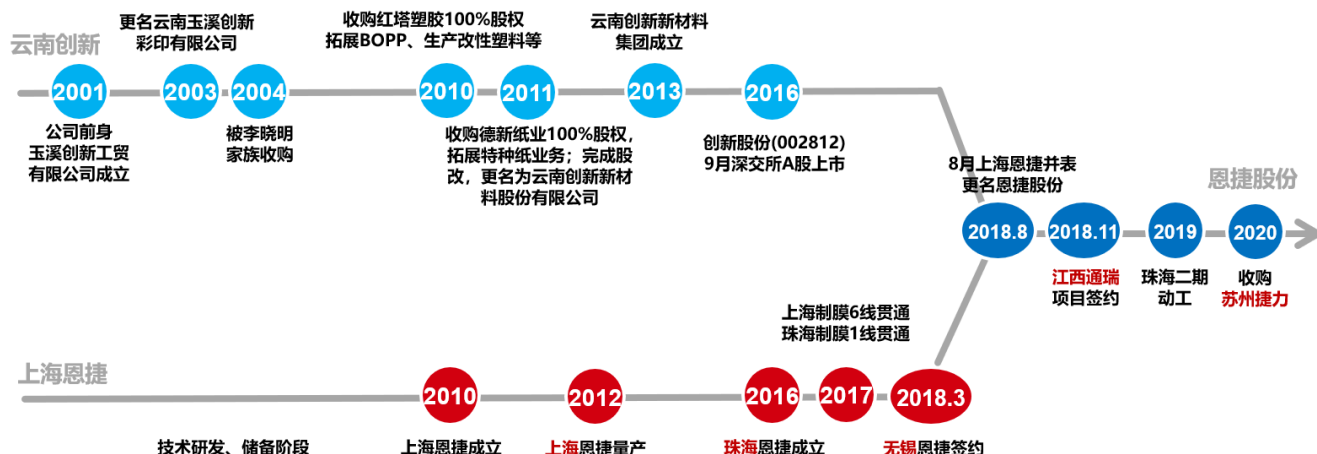
（2）上海恩捷于 2018 年 8 月起并表，1-7 月净利润并入 53.86%，8-12 月净利润并入 90.08%

（3）2019 年起，上海恩捷净利润按 90.08%并表 （4）2019 年上市公司归母净利润为业绩快报值

实际控制人持股比例高，高管团队优秀

2010 年起锂电池业务快速发展，2018 年 8 月起并表进入上市公司。从 2010 年上海恩捷成立并于 2012 年量产，公司陆续建成珠海恩捷、无锡恩捷生产基地。并于 2018 年 11 月收购了江西通瑞，近期上市公司完成了对苏州捷力的收购。

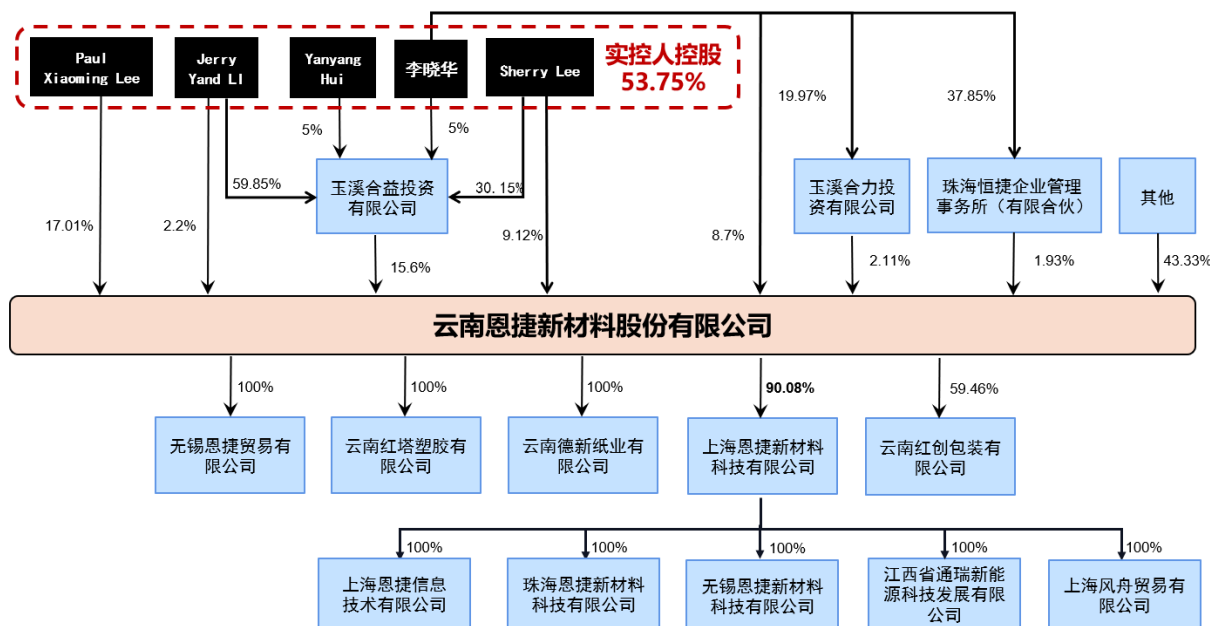
图 5：恩捷股份锂电池隔膜、其它膜类业务发展历程，并于 2018 年 8 月起并表



资料来源：公司官网，公司公告，中信证券研究部

实控人家族控股 53.75%。根据公司财报公告，实际控制人李晓明、李晓华家族通过直接、间接方式合计持股 53.75%。公司副董事长李晓华与公司管理层成立员工持股平台玉溪合力投资、珠海恒捷有限合伙公司有限公司，2 个持股平台分别持有上市公司总股本 2.11%、1.93%。通过持股平台，深度绑定公司核心技术人员，建立了良好的激励机制。

图 6：恩捷股份股权结构图（截至 2019 年中报，实控人控股 53.75%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

注：（1）合力投资：Jerry Yang Li 持股 59.85%，Sherry Lee 持股 30.15%，李晓华持股 5%，Yanyang Hui 持股 5%

（2）合力投资：李晓华持股 19.97%并担任董事长，Paul Xiaoming Lee 担任董事

（3）珠海恒捷：李晓华持股 37.22%并担任执行事务合伙人、普通合伙人 GP，其余激励对象为有限合伙人 LP

通过持股平台、股权激励合计持股超过 5%，深度绑定公司核心技术人员，建立了良好的激励机制。公司副董事长李晓华与公司管理层成立员工持股平台玉溪合力投资、珠海恒捷有限合伙公司有限公司，2 个持股平台分别持有上市公司总股本的 2.11%、1.93%。同时创新股份 2017 年实施股权激励，对应 2019 年 7 月调整至 874 万股（占上市公司总股本 1.085%）。以上两种形式的激励共计占上市公司总股本约 5.1%，激励力度大。

表 2：公司股权激励情况梳理

实施主体	实施时间	激励对象	股权激励数量 (万股)	激励数量 占总股本	调整至目前 持上市公司	占目前上市 公司总股本	解锁条件
上市公司 (通过合力投资持股)	——	核心员工	李晓华持股合力投资 19.97% 其它核心员工持股 80.03% (19 中报)	而合力投资持有上市公司 2.11%	核心员工 通过平台 间接持有	2.11% (19 中报)	——
上海恩捷 (通过珠海恒捷)	2017 年 4 月	中高层管理人员、特殊 引进人才、技术中心骨 干、市场骨干等 40 人	李晓华持股珠海恒捷 37.85% 其它核心员工持股 62.15% (19 中报)	而珠海恒捷持有上市公司 1.93%		1.93% (19 中报)	——
创新股份	2017 年 6 月 1 日	董事、高管以及 中层管理人员、核心技 术及业务骨干共 84 人	257 万股	1.92% (彼时创新股份)	2019 年 7 月 调整至 874 万股	1.085% (19 中报)	以 16 年归母净利为 基数 2017/2018/2019 年 归母净利润 增长率≥5%/7%/9%

资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：持股以截至 2019 年中报披露数据为基准

■ 锂电池隔膜：市场空间大，海外客户门槛高

隔膜需求高增长，基膜降价已经趋缓

预计 2019 年全球锂电池隔膜需求约 42 亿 m^2 ，其中动力 24 亿 m^2 ，未来五年 CAGR +25%。我们测算 2019 年全球锂电池需求为 222GWh，对应拉动隔膜需求 42 亿 m^2 ，其中动力、储能、消费类电池隔膜需求分别为 24、4、15 亿 m^2 。预计到 2025 年，在电动车高速增长驱动下，全球锂电池需求增至 964GWh，锂电池隔膜需求有望达约 160 亿 m^2 ，保持 25%的 CAGR。

表 3：全球锂电池隔膜（基膜）需求

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2025E
电池量 (GWh)	全球动力电池	59	96	126	175	251	358		700
	中国动力电池	32	53	63	87	125	178		342
	海外动力电池	26	43	64	88	127	180		358
	全球储能电池	5	10	19	28	39	54		127
	中国储能电池	1	3	9	13	18	25		62
	海外储能电池	4	8	10	16	21	29		65
	全球消费电池	52	64	77	85	93	103		137
	合计	116	170	222	288	384	515		964
	YoY		47%	31%	30%	33%	34%		23%
隔膜单耗(m^2 /kWh)		21.2	20.0	18.8	18.4	18.1	17.7		16.7
基膜量 (亿 m^2)	全球动力电池隔膜	12	19	24	32	45	63		117
	中国动力电池	7	11	12	16	23	32		57
	海外动力电池	6	9	12	16	23	32		60
	全球储能电池隔膜	1	2	4	5	7	10		21
	中国储能电池	0	1	2	2	3	4		10

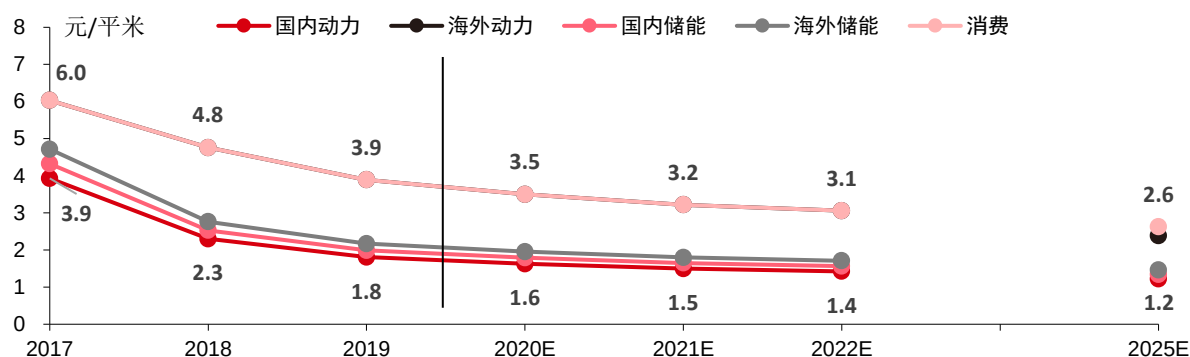
海外储能电池	1	2	2	3	4	5		11
全球消费电池隔膜	11	13	15	16	17	18		23
合计	25	34	42	53	69	91		161
YoY		39%	23%	27%	31%	31%		20%

资料来源：GGII，中信证券研究部测算

2020 年起，预计基膜价格下降幅度趋于平稳。过去几年，中国动力用锂电池隔膜价格经历了大幅下跌，但由于目前各企业锂电池隔膜业务盈利水平已经偏低，以及国内供给竞争格局持续改善，我们预计国内动力用基膜未来年降价将保持在 5-10% 范围。

海外客户进入有质量、体系门槛，因而具备高溢价。展望未来，这些门槛仍然存在，其它企业进入难度大，因此我们预计短期内海外相对国内隔膜的高溢价可以保持。

图 7：锂电池隔膜基膜均价估算及预测（分不同应用场景）

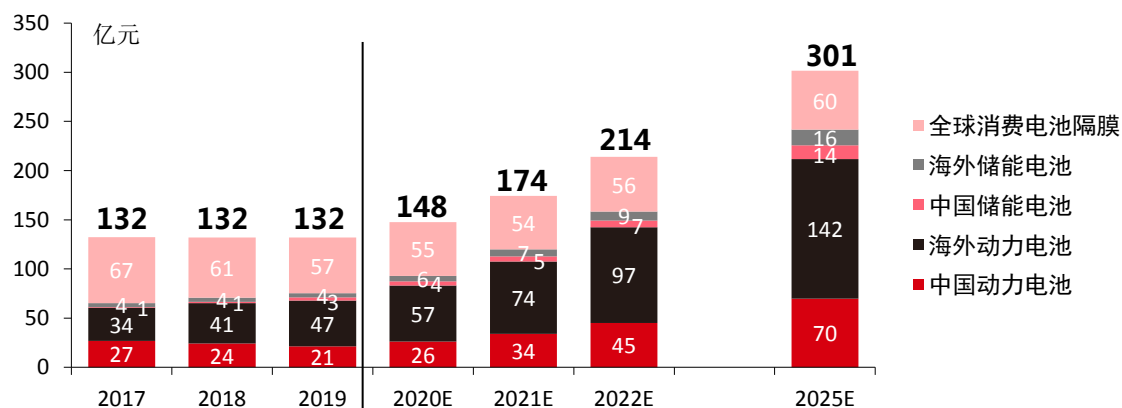


资料来源：公司公告，GGII，中信证券研究部预测 注：价格为估算预计行业平均水平

隔膜涂布带来增长新空间

2019 年全球锂电池隔膜（基膜）市场约 130 亿元，预计 2025 年将达约 300 亿元。其中消费隔膜市场空间预计稳定在 60 亿元水平，而国内动力电池隔膜预计从 2019 年的 20 亿元增至 2025 年的 70 亿元，海外动力电池预计从 50 亿元增至 2025 年的 140 亿元。

图 8：锂电池隔膜市场空间（仅考虑基膜）

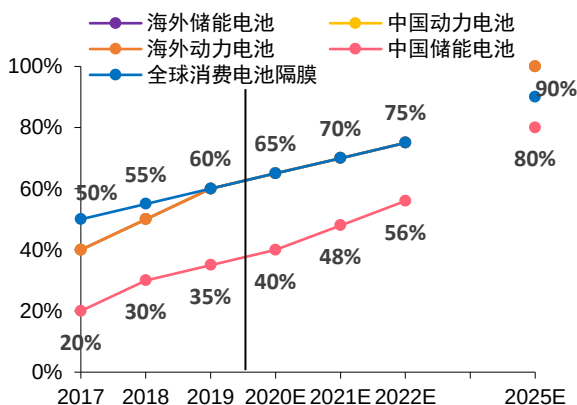


资料来源：GGII，中信证券研究部测算

隔膜涂布带来新空间，预计到 2025 年接近 200 亿元。由于在基膜上涂布无机陶瓷材料、PVDF、芳纶等可有效提高隔膜抗穿刺、耐热性，提供吸液能力，以提升电池的安全性和使用寿命等性能，目前动力、消费电池涂布比例预计约 60%，我们预计到 2025 年这一比例将提高到 90%以上。

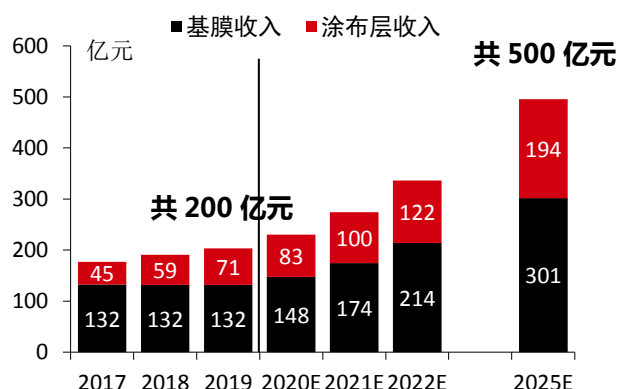
预计 2019 年基膜市场空间约 130 亿元，涂布隔膜市场空间约 70 亿元（占整体约 35%）；预计到 2025 年基膜市场空间将达 300 亿元，涂布隔膜市场空间达 200 亿元（占整体约 40%）。

图 9：涂布膜渗透率估算及预测



资料来源：GGII，中信证券研究部预测

图 10：隔膜市场空间结构情况及预测（基膜、涂布层）

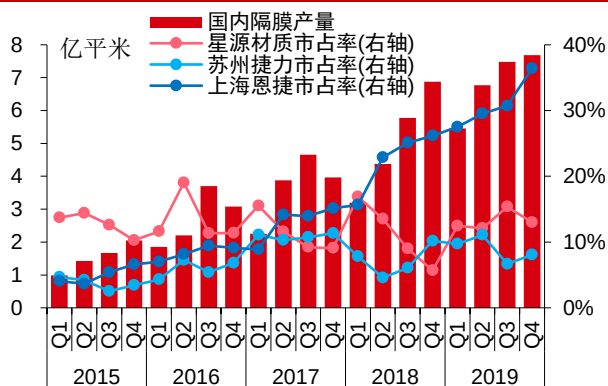


资料来源：GGII，中信证券研究部预测

国内份额向龙头集中，中国企业进军海外

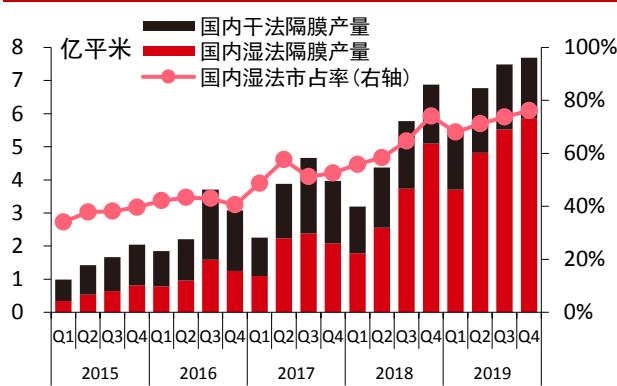
上海恩捷作为国内龙头已经清晰，并购苏州捷力后将占国内湿法份额超过一半。2017/2018/2019 年上海恩捷在国内出货市占率分别为 14%/23%/31%，持续提高。2019 年上海恩捷、苏州捷力占国内隔膜出货份额分别为 31%、9%；如果仅考虑湿法隔膜市场，二者市占率则分别高达 43%、12%，合计高达 55%。

图 11：国内市场 TOP3 企业份额持续提高



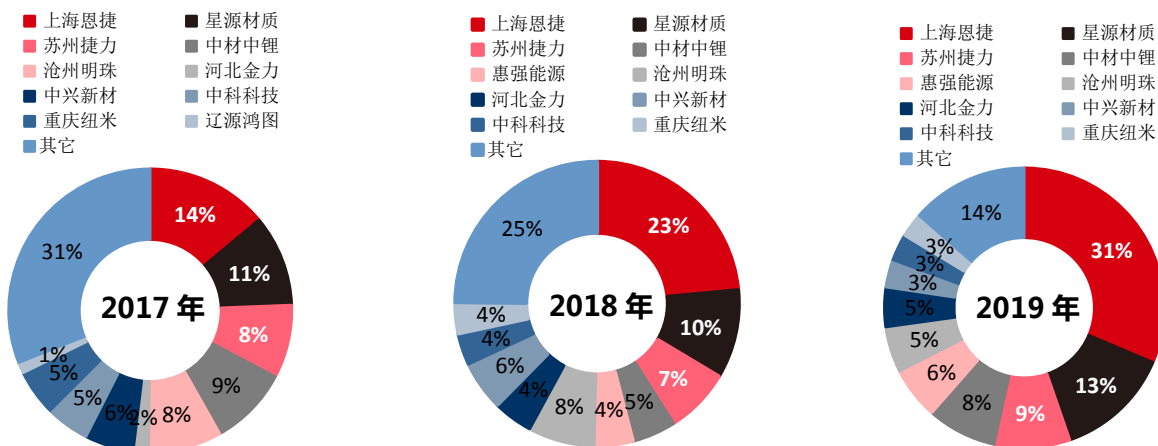
资料来源：GGII，中信证券研究部

图 12：湿法隔膜份额提升至接近 80%



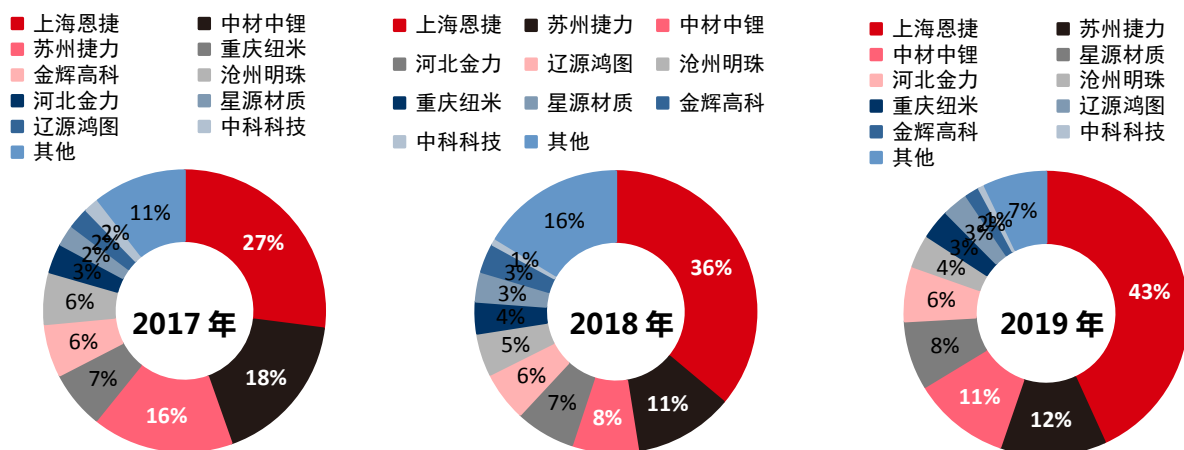
资料来源：GGII，中信证券研究部

图 13：国内锂电池隔膜出货量份额



资料来源：GGII，中信证券研究部

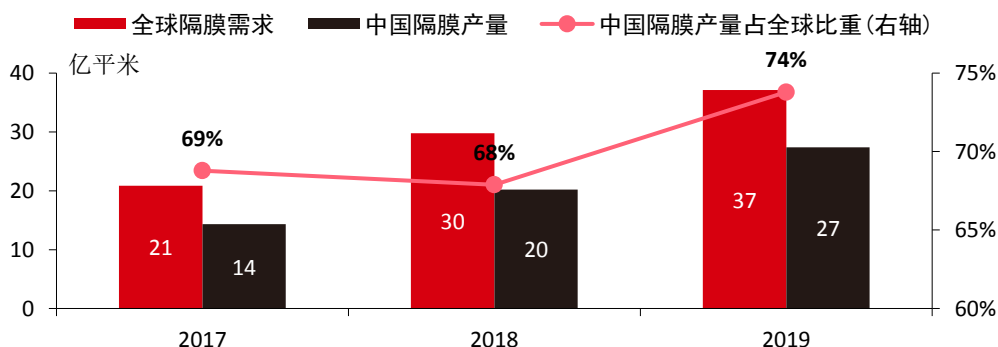
图 14：国内锂电池隔膜（湿法）出货量份额



资料来源：GGII，中信证券研究部

2019 年中国企业已生产全球锂电池隔膜的 3/4。中国隔膜企业在国内市场完成国产替代后，上海恩捷、星源材质等持续拓展海外 LG 化学、三星 SDI、松下等客户，逐步渗透全球市场。

图 15：中国隔膜企业产量占全球份额逐年提高



资料来源：GGII，中信证券研究部测算

■ 公司竞争优势：技术+规模+成本+客户

技术优势：产品品类齐全，技术全面领先

目前上海恩捷湿法隔膜产品已达 80 多个品种（2019 年中报披露），产品品种丰富对接下游客户多样化需求。同时，在可比产品上，公司技术全面领先。超薄隔膜技术方面，公司已经具备 5-7 μm 隔膜技术，并正开发 4 μm 隔膜技术；涂布技术方面，公司具备各种水性、油性涂布技术。

表 4：上海恩捷在产基膜、涂布膜产品

类别	当前产品类型		新开发产品
基膜	常规	7, 9, 11, 12, 14, 15, 16, 18, 20μm	超薄基膜
	低透气	5, 7, 9, 12, 14, 16, 18, 20μm	耐高温基膜
	高强度	12, 14, 16, 18, 20μm	三层共挤基膜
	低热收缩率	7, 9, 12, 14, 16, 18, 20μm	特高孔隙基膜
	高强度冲击	7, 9, 12, 14, 16, 18, 20μm	...
涂布膜	陶瓷涂布膜	各型号基膜+ 2/3/4μm （单面或双面）	
	勃姆石涂布膜	各型号基膜+ 2/3/4μm （单面或双面）	
	AFL 涂布膜	各型号基膜+ 0.5μm （单面或双面）	
	AFL+陶瓷涂布膜	各型号基膜+ 0.5μm AFL+2/3/4μm 陶瓷（单面或双面）	耐高温及高粘度聚合物涂布膜
	（水性）		其他特种功能涂布膜
	陶瓷+PVDF 涂布膜	各型号基膜+ 3/4μm （单面或双面）	
	（水性）		
	PVDF 涂布膜	各型号基膜+ 1μm （单面或双面）	
	（油性）		
	陶瓷+PVDF 涂布膜	各型号基膜+ 2μm （单面或双面）	
	（油性）		

资料来源：公司官网，中信证券研究部

产能优势：设备领先，产能充足，份额最高

全国四地布局产能，海外匈牙利设厂，继续快速扩产。公司目前已在上海、珠海、江西、无锡四地布局产能，并计划在匈牙利建厂对接三星 SDI、CATL。截至 2018、2019 年底，母卷产能分别达到 13、23 亿平米，预计未来三年有望继续扩产至约 60 亿平米。锂电隔膜行业具有较高的设备门槛，日本制钢所的锂电隔膜设备全球领先，公司采用日本制钢所的设备性能领先、生产也更加稳定。截止目前，公司已预订了制钢所未来 3 年的中国区销售量，订单具有排他性，公司在生产设备的领先性有较强的保证。

表 5：不同锂电池隔膜企业生产设备供应商

隔膜企业	类型	设备生产设备供应商
上海恩捷	湿法	日本制钢所
苏州捷力	湿法	日本制钢所
星源材质	湿法	德国布鲁克纳、法国 ESSOP
	干法	星源材质自己设计，自己安装
湖南中锂	湿法	日本东芝机械
中材科技	湿法	法国 ESSOP、大连橡塑
沧州明珠	湿法/干法	日本制钢所同步设备
重庆纽米	湿法	日本制钢所、日本西工业

资料来源：各公司官网，各公司公告，中信证券研究部

产能效率全球领先。公司目前在上海、广东珠海、江苏无锡、江西通瑞等四地布局了生产基地，2020 年开始在匈牙利布局新的生产基地。目前无锡基地是目前全球效率最高、最先进的锂电隔膜工厂，规划 16 条产线对应母卷产能高达 15 亿平米。

图 16：上海恩捷产能分布情况

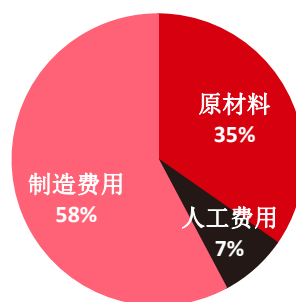


资料来源：公司官网，公司公告

成本优势：成本把控好，盈利能力领先行业

基膜生产需要依靠规模效应、优良的管理来降本。锂电池基膜成本构成主要分为：（1）原材料，主要包括聚乙烯（湿法）、聚丙烯（干法）、石蜡油、二氯甲烷等，约占总成本的 30-40%。（2）制造费用，包括能源、折旧等，约占总成本的 50-60%。（3）人工费用，约占总成本的 5-10%。其中制造费用是降本的核心，主要通过规模效应、优良的管理实现降本。

图 17：锂电池基膜成本构成



资料来源：公司公告 注：以公司披露的 2017 年数据为例

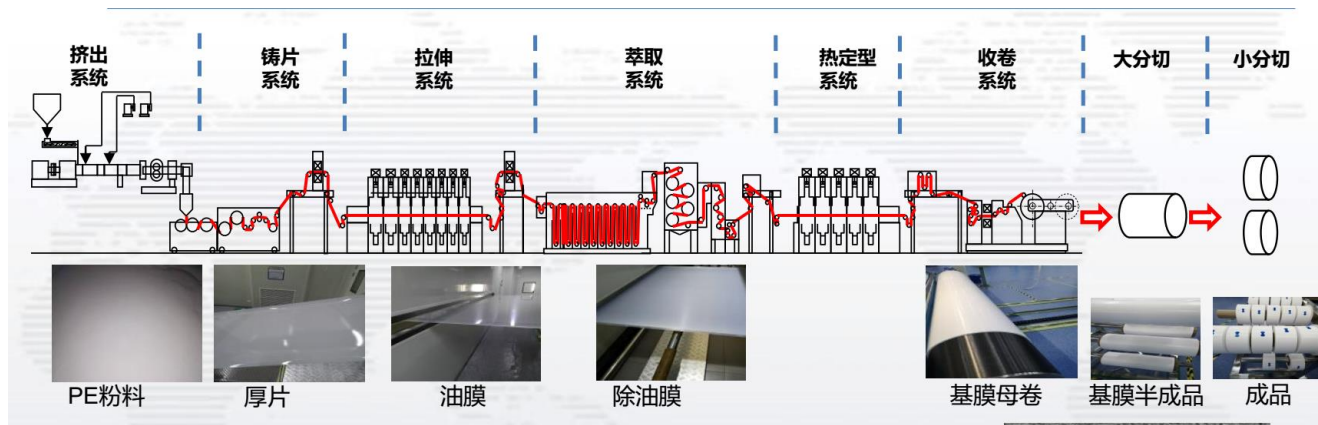
保持较高车速和把控良率是公司成本领先的核心原因。影响隔膜（基膜半成品）制造单位成本的主要影响因素包括有效产出量、良品率，这两个因素通过影响固定成本摊销进而反映到总成本上。体现的具体参数是：①设备参数（设备幅宽、设备运行的车速）②产能利用率（每年有效生产天数，每天有效生产小时数）。此外，下游客户订单也是保证生产开工率的重要因素，公司市场份额高，下游客户众多，订单量大，保证了生产有较高的开工率。

假设：（1）单条基膜产线设备投资额中转固部分为 1.4 亿元，幅宽 4.5 米；

（2）假设一年开机 350 天×24 小时/天，对应每年生产时间共 8400 小时。

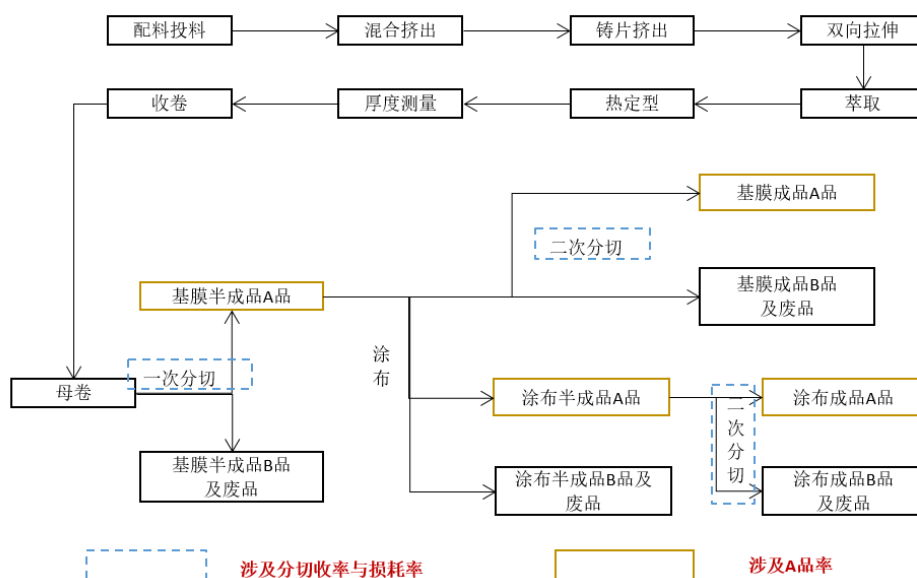
我们考察不同车速、收率（到大分切为止的基膜半成品）情况下，对应计算基膜半成品生产的成本：上海恩捷由于生产具有规模效应，且管理优秀使需求端订单承接与供给端生产匹配安排合理，叠加公司设备与产品技术水平全球领先，因而整体车速、收率保持在较高水平。因此，上海恩捷整体的生产成本在行业内具备绝对优势。

图 18：锂电湿法隔膜制备流程



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 19：锂电湿法隔膜制备流程涉及损耗环节示意图



资料来源：公司公告，中信证券研究部

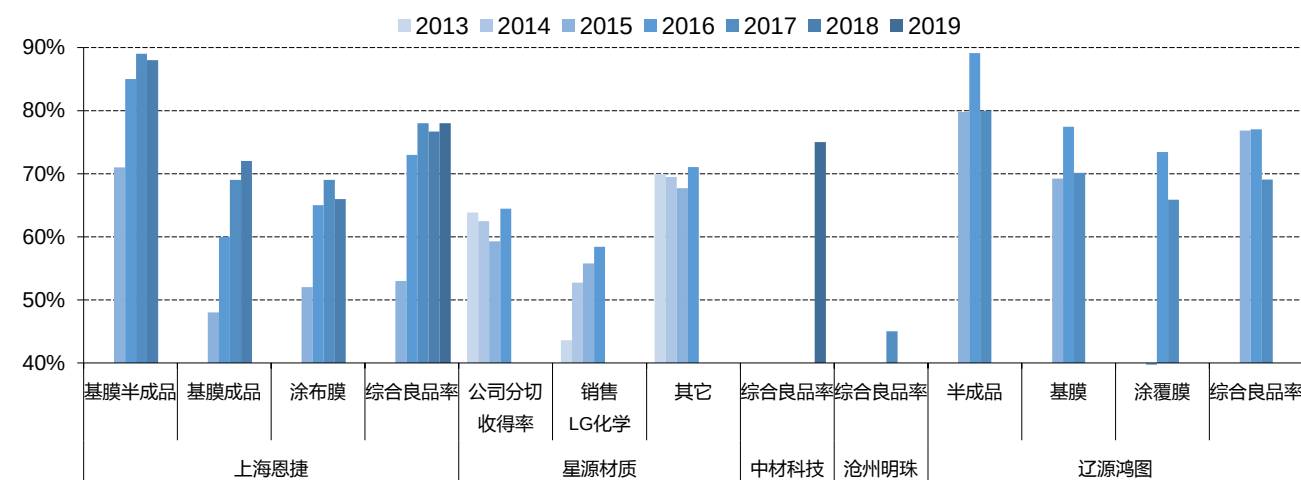
注：（1）上述流程图中，A 品属于各个环节中的合格品，B 品及废品属于不合格品，每个环节均会产生 B 品及废品
（2）分切是将隔膜纸分切为客户所需要的尺寸，包装后入库

表 6：良品率和车速对锂电池隔膜（基膜半成品）成本影响的弹性测算

		设备车速（米/分钟）								
		40	45	50	55	60	65	70	75	80
收率 (到基膜半成品为止)	50%	0.98	0.95	0.93	0.91	0.89	0.88	0.87	0.86	0.85
	55%	0.89	0.87	0.84	0.83	0.81	0.80	0.79	0.78	0.77
	60%	0.82	0.79	0.77	0.76	0.74	0.73	0.72	0.72	0.71
	65%	0.76	0.73	0.71	0.70	0.69	0.68	0.67	0.66	0.65
	70%	0.70	0.68	0.66	0.65	0.64	0.63	0.62	0.61	0.61
	75%	0.66	0.64	0.62	0.61	0.60	0.59	0.58	0.57	0.57
	80%	0.61	0.60	0.58	0.57	0.56	0.55	0.54	0.54	0.53
	85%	0.58	0.56	0.55	0.54	0.53	0.52	0.51	0.50	0.50
	90%	0.55	0.53	0.52	0.51	0.50	0.49	0.48	0.48	0.47

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

图 20：不同隔膜企业“良品率”及相关口径数据对比，上海恩捷在行业领先



资料来源：公司公告，公司投资者关系活动披露公告，中信证券研究部

注：（1）口径以公司实际公告为准，不同公司数据可比性存在一定差异，本图仅供参考

（2）星源材质数据为公告分切收得率，星源材质“2016”为 2016 年 1-6 月数据（3）辽源宏图“2017”为 2017 年 1-8 月数据

（4）上海恩捷良品率计算公式：

基膜半成品良品率=基膜半成分切收率×基膜半成品 A 品率

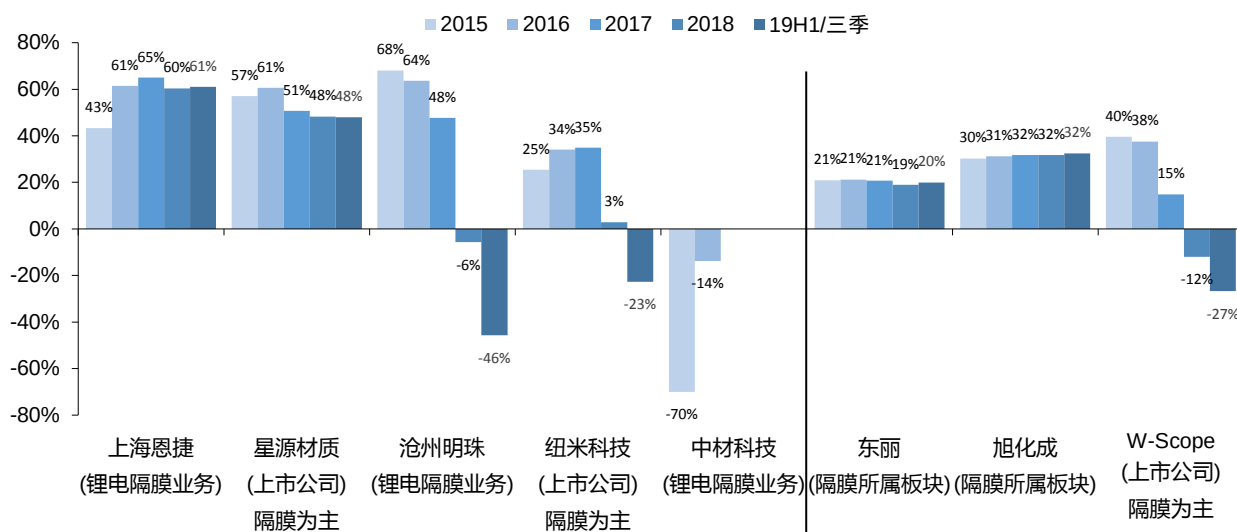
基膜成品良品率=基膜成分切收率×基膜成品 A 品率×基膜半成品良品率

涂布膜良品率=涂布膜分切收率×涂布膜 A 品率×基膜半成品良品率

综合良品率=（半成品 A 品+基膜成品 A 品+涂布膜成品 A 品-用于生产基膜成品的半成品 A 品-用于生产涂布膜的半成品 A 品）/母卷

公司凭借良好的成本控制，取得了行业内的超额高盈利水平。2016-2019 年前三季度，上海恩捷锂电池隔膜毛利率分别为 61%/65%/60%/61%，基本稳定在 60% 上下水平，在锂电池隔膜持续大幅降价的环境下保持了远超同行的高盈利水平。

图 21：全球龙头锂电池隔膜企业毛利率对比



资料来源：各公司公告，各公司财报

注：（1）上海恩捷、星源材质为 2019 年前三季度数据，其余为 2019 年上半年数据

（2）日本上市公司 W-Scope（业务在韩国）、东丽、旭化成的会计期“2015”代表 FY2016，“2016”代表 FY2017，以此类推

客户优势：配套国内、全球优质客户

优质客户是公司稳定需求的保障。公司目前已经配 LG 化学、宁德时代、松下、三星 SDI、比亚迪等下游龙头优质电池客户，并实现对特斯拉、上汽等国内外领先电动车企的配套，同时进入了苹果等消费电池龙头客户供应链。

图 22：上海恩捷目前主要下游客户



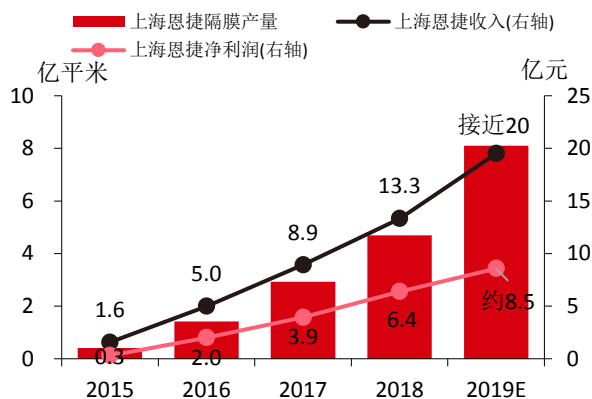
资料来源：公司官网，中信证券研究部（Logo 来自各公司官网）

■ 展望 1：稳坐国内龙头位置，开启国际化征程

稳坐国内动力锂电隔膜龙头位置

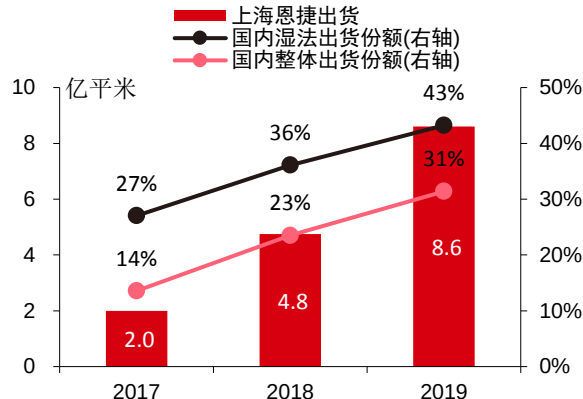
公司受益国内电动车发展，出货量、收入利润快速增长。到 2019 年，上海恩捷已占中国隔膜出货份额 31%、湿法隔膜出货 43%。

图 23：上海恩捷 2015-2019 年产量量、收入、利润快速增长



资料来源：GGII，公司财报，中信证券研究部预测
注：出货量为 GGII 口径

图 24：上海恩捷在中国隔膜出货份额持续提高



资料来源：GGII，中信证券研究部 注：出货量为 GGII 口径

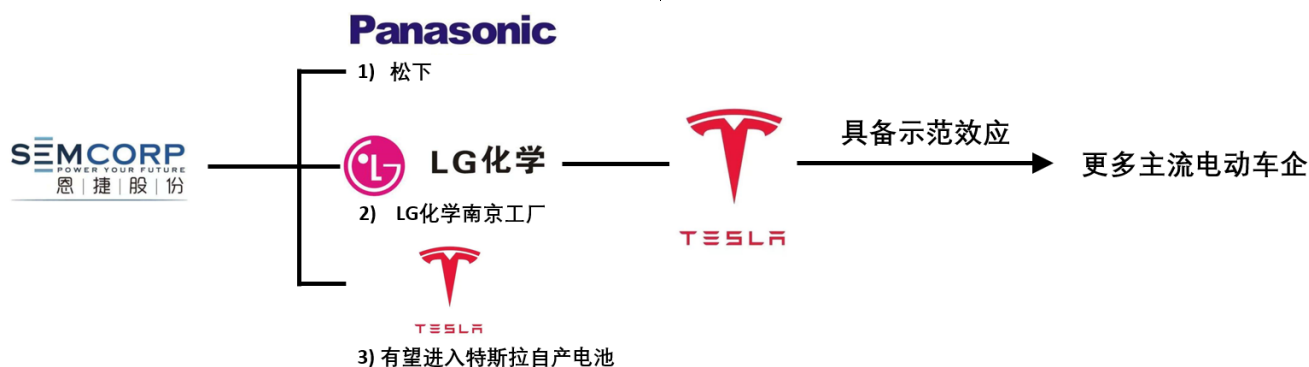
开启国际化征程

1. 公司通过技术、专利、产能等全方位积累，积极开拓海外客户。①技术和产品方面：公司重视在湿法基膜、功能膜、涂布膜等技术积累，积极开发适合海外锂电客户的产品。②专利方面：公司及子公司已累计获得专利 204 项，公司积极布局海外专利，2019 年上半年正在申请注册并已获受理的国际专利 30 项。③2018 年珠海生产基地 12 条基膜产线投产，其中有多条产线通过了 LG 化学、松下电池、三星 SDI 的验证。经过多年开拓，公司目前产品性能已经达到国际一流水平，公司已进入了松下、三星 SDI、LG 化学、特斯拉等国际锂电池龙头和电动车龙头的供应商体系。

2. 率先进入特斯拉供应链，不但迎来明显放量，还有望起到示范作用。特斯拉是全球领先的电动车车企，引领汽车电动化变革。2019 年特斯拉全球销量 36.7 万辆，同比提升 50%；其中 Model 3 销量 25.2 万辆，同比大幅增 72.7%。预计特斯拉 2020/2021/2022 年产量有望达到 60/80/115 万辆，对应电池需求拉动约 40/54/78GWh，对应锂电隔膜基膜需求 5.2/7.0/10.2 亿平方米。公司已经通过松下电池、LG 化学进入特斯拉供应链，未来有望直接进入特斯拉自产电池供应链，有望迎来明显放量。

此外，通过进入特斯拉供应链，具备很强的示范效应，有望受益新能源汽车全面爆发带来的机遇。

图 25：率先进入特斯拉供应链，有望迎来明显放量，且未来起到示范作用

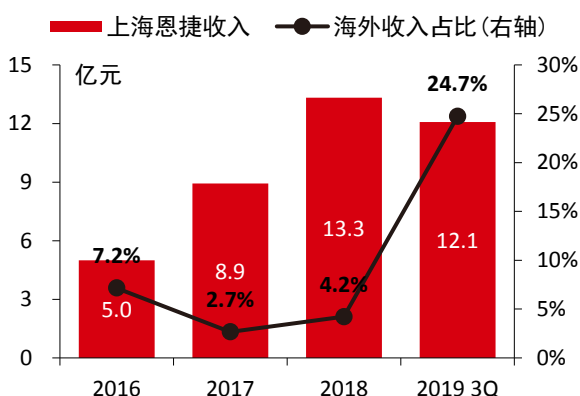


资料来源：公司公告，产业调研，中信证券研究部（Logo 来自各公司官网）

2019 年是公司国际化元年，海外市场收入高增长。公司锂电池隔膜 2016-2018 年境外销售收入占比分别为 7.2%、2.7%、4.2%，占比较低。2019 年以来公司海外市场收入快速增长，2019 年前三季度锂电池隔膜境外销售收入占比大幅提高至 24.7%，较去年全年+20pcts。我们预计公司 2019、2020 年海外客户收入占比分别有望超过 30%和 40%。

在手优质大客户订单保障后续海外收入比重继续提高。2019 年 5 月 20 日，公司公告获 LG 化学 2019 年 4 月起未来五年内 6.17 亿美金大订单，预计对应出货量超 10 亿平。

图 26：上海恩捷 2016-2019 前三季度海外收入占比持续提高



资料来源：公司公告，公司公告，中信证券研究部

图 27：公司 2019 年 4 月获 LG 化学 6.2 亿美元动力基膜大订单

合同生效日：2019 年 4 月 4 日
合同期限：五年
合同金额：6.17 亿美元



资料来源：公司公告，LG 化学官网，中信证券研究部

3. 涂布技术：牵手帝人，走向海外市场。

日本帝人深耕溶剂型涂布隔离膜 10 余年，拥有全球领先的产品及工艺研发、生产制造、品质管理能力，同时在全球范围内拥有大量的知识产权积累。

2019 年 11 月，针对双方约定的合作开发项目，日本帝人株式会社将其持有的 **PVDF 系溶剂型涂布材料组成相关专利以及相分离法涂布生产工艺相关专利**授权给上海恩捷。目前 PVDF 涂布技术仅在日本帝人、LG 化学、日本东丽（LG 化学授权）、上海恩捷几家企业。上海恩捷凭借成本、产能、客户优势，通过与帝人合作，有望加快公司海外高技术门槛客户业务的持续拓展。

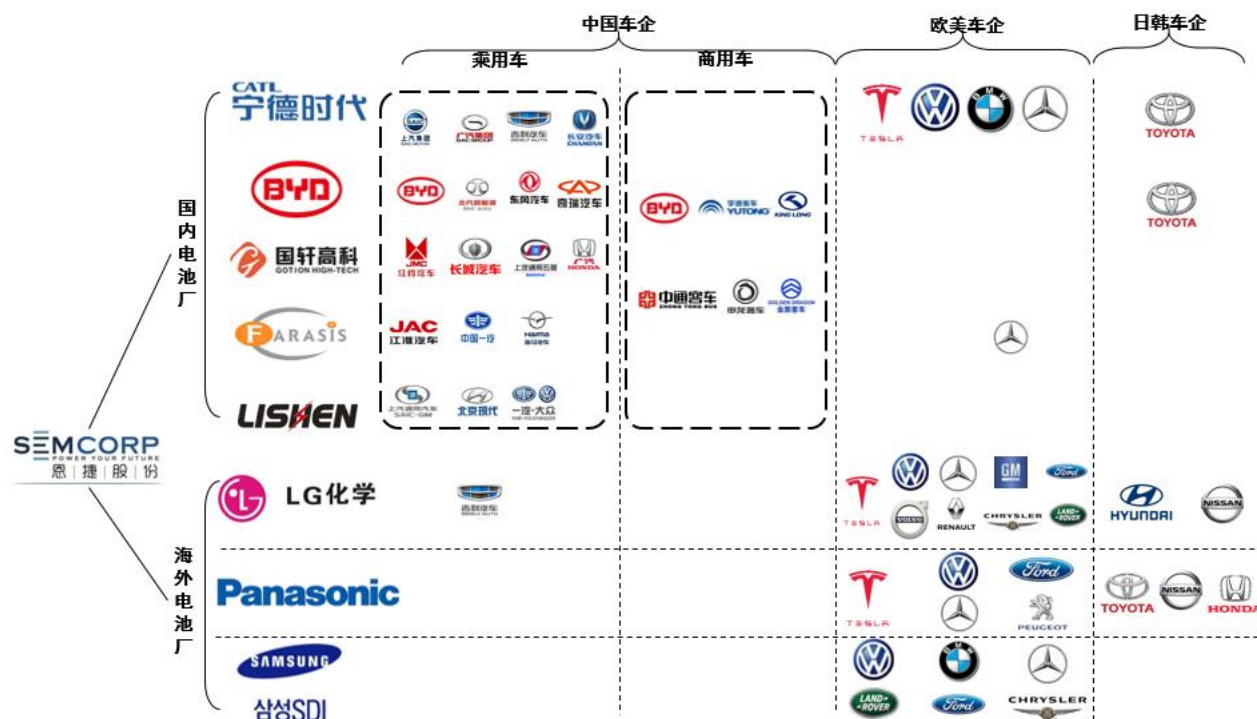
图 28：公司与帝人就涂布隔膜业务展开合作



资料来源：公司官网，日本帝人官网

4. 特斯拉引领，欧盟电动化加速，全球电动浪潮到来，公司作为隔膜领域龙头，具备技术、成本、产能、客户等综合优势，有望受益全球电动车需求爆发。

图 29：公司配套宁德时代、LG 化学、松下、三星 SDI 等电池巨头，并进入全球主流电动车供应链



资料来源：GGII，公司官网，中信证券研究部

从格局变化趋势看，恩捷有望加速全球替代。上海恩捷等凭借规模、产品力、研发等综合优势，拓展了海外 LG 化学、三星 SDI、松下等配套市场。

表 7：全球锂电池配套格局，全球动力电池隔膜正加速国产替代

		韩国			日本	美国	欧洲	中国								
		LG 化学	三星 SDI	SKI	松下	特斯拉（自产）	Northvolt	宁德时代	比亚迪	力神	ATL	比克	孚能	国轩高科	亿纬锂能	中航锂电
日本隔膜 供应商	东丽	★	★		★					★	★					
	旭化成 (含 Celgard)	★	★		★					★	★					
	宇部兴产	★			★							★				

	住友化学				★											
韩国隔膜 供应商	W-Scope	★	★							★						
	SKI 能源	★	★	★							★	★				
中国隔膜 供应商	上海恩捷	★	★		★	★	★	★	★	★	★		★	★		
	苏州捷力	★						★			★				★	
	星源材质	★						★	★	★		★	★	★	★	
	湖南中锂								★	★	★	★		★	★	
	沧州明珠							★	★	★						★
	中材科技							★								
	金辉高科											★				
	天津东皋									★		★				
	辽源鸿图									★						

资料来源：GGII，B3，各公司公告，中信证券研究部 及预测

■ 展望 2：从“动力”延伸“消费”，确立双领域龙头，布局“储能”打开空间

收购苏州捷力，有望成为消费类锂电隔膜龙头，打开新的成长空间

顺利收购苏州捷力，完成工商登记。根据公司 2019 年 10 月收购协议，恩捷股份拟支付 18.0 亿元（其中 7.3 亿元收购股权、10.7 亿元支付其所欠胜利精密其他应付款）向胜利精密收购苏州捷力 100%股权。目前该收购已于 2020 年 1 月收到国家市场监督管理总局《经营者集中反垄断审查不予禁止决定书》。今年 3 月 6 日，公司对收购苏州捷力事项完成工商登记。

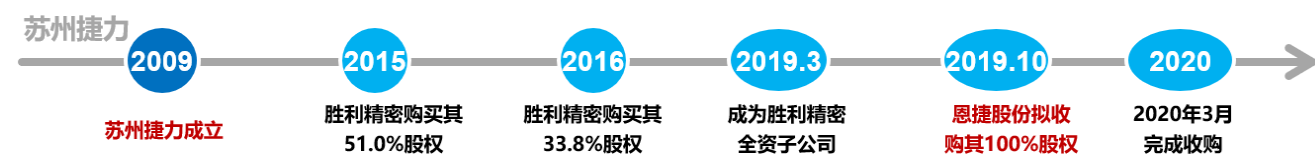
苏州捷力成立于 2009 年，是国内第一家实现进口替代的锂电湿法隔膜生产、研发厂商。目前拥有 8 条湿法隔膜产线，同样采用的是日本制钢所设备，对应年产能约 4 亿平。苏州捷力在 2018 年之前主要供应宁德时代，2019 年进入了 ATL、LG 化学消费类电池供应链，产品主要是 5-7 μm 的超薄隔膜。根据 GGII 数据，2018、2019 年苏州捷力出货量分别为 1.25 亿平和 2.4 亿平。

表 8：苏州捷力隔膜业务、财务数据

		2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
财务数据 (亿元)	营业收入	0.6	1.3	2.8	4.9	4.3	3.1
	净利润	-1.2	-0.6	0.6	0.0	-1.0	-0.2
	资产总额	6.9	9.8	16.2	19.2	17.1	17.3
	负债总额	4.2	6.6	12.4	15.4	14.3	14.8
	资产负债率	61%	67%	77%	80%	84%	85%
	净资产	2.7	3.2	3.8	3.8	2.8	2.5
	胜利精密持股比例		51%	85%	85%	85%	100%
锂电隔膜 业务	锂电池隔膜收入(亿元)		0.1	2.7	4.7	4.1	3.0
	锂电池毛利(亿元)		0.1	1.3	1.4	1.3	0.8
	锂电池毛利率		45%	49%	30%	31%	27%
	产量(亿平米)		0.0	0.8	1.6	2.0	
	销量(亿平米)		0.0	0.8	1.2	1.2	
	库存(亿平米)		0.1	0.3	0.7	1.5	
	单价(元/平米)		4.2	3.6	4.1	3.3	
	成本(元/平米)		2.3	1.8	2.9	2.3	

资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 30：苏州捷力股权变动历程



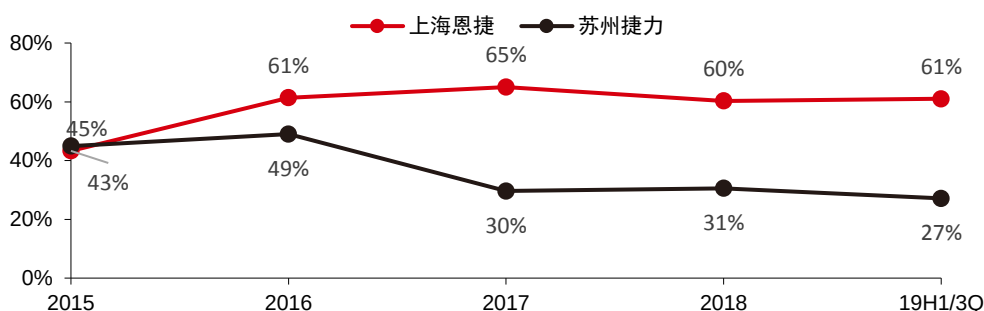
资料来源：公司公告，中信证券研究部

我们认为，此次收购完成，公司龙头地位从“动力”向“消费”的延伸。

对苏州捷力的积极影响：恩捷研发、技术、管理、采购等优势可增强捷力整体实力。

①恩捷有更好的研发、技术团队，也有更丰富的大规模生产管理经验，有望凭借规模化采购帮助苏州捷力获得更好的供应商、更低的采购价格；②恩捷将优势导入到苏州捷力，有望明显增强捷力的产品质量、市场竞争能力，进而增强苏州捷力的盈利能力。

图 31：上海恩捷与苏州捷力毛利率对比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

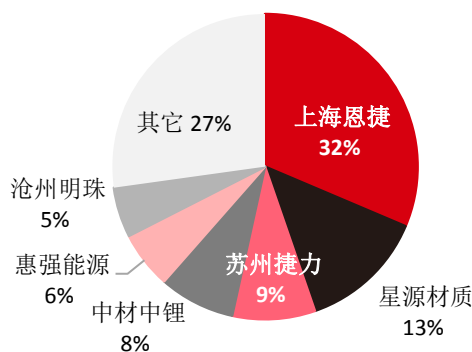
预计此项收购将于 2020 年一季度实现并表，双方通过产品互补、市场互补，有望打造动力电池、消费类电池两个领域内全球最大的隔膜供应商。

(1) 客户互补：上海恩捷覆盖了国内全部动力电池头部客户以及海外锂电龙头，而苏州捷力则覆盖了国内主要消费类电池头部企业，并进入了华为、苹果供应链。在国内第一大动力类锂电隔膜龙头的基础上，进一步确立了国内第一大消费类隔膜供应商地位。

(2) 产品互补：苏州捷力在 5、7 μm 隔膜生产上有独到之处，但此前受制于薄弱的涂布能力，一直不能将产品价值最大化。通过导入上海恩捷优势的涂布生产技术，可以充分发挥苏州捷力产品的价值。目前公司已与捷力联合进行 4 μm 产品的开发，凭借公司技术优势加上捷力低厚度膜的生产经验，已取得明显进展。

图 32：2019 年国内隔膜（干法+湿法）出货市占率

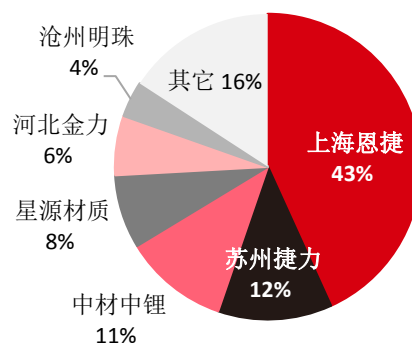
上海恩捷 32%+苏州捷力 9% = 41%



资料来源：GGII，中信证券研究部

图 33：2019 年国内隔膜（湿法）出货市占率

上海恩捷 43%+苏州捷力 12% = 55%



资料来源：GGII，中信证券研究部

中长期，有望成为“动力”+“消费”+“储能”锂电隔膜龙头

根据 GGII 数据，2019 年全球储能电池出货量为 18.8GWh，同比增长 39.8%，其中中国储能电池出货量 9.54GWh，同比增长 83.5%，占比全球储能市场份额 45.4%。随着锂电池成本的不断下降、储能应用场景逐步成熟，国内外锂电池储能市场正在快速增长。未来随着全球 5G 商用化速度进一步提升，能源互联网的兴起拉动储能的需求，以及国外对风储、光储、UPS 储能等储能领域政策实施力度的加大，未来储能市场将迎来快速发展阶段。公司针对储能锂电隔膜市场进行了积极布局，考虑公司在锂电隔膜的规模、技术、成品、客户等方面拥有极高的护城河，随着未来储能电池快速发展，公司有望成为全球最好的锂电池（动力+消费+储能）隔膜公司。

风险因素

- 新能源汽车销量不达预期；
- 并购整合效果不及预期风险；
- 电池技术路线改变风险。

盈利预测与投资建议

关键假设

我们对公司 2019-2022 年盈利预测做如下假设：

（1）上海恩捷隔膜的出货量：伴随后续全球电动车高增长，对国内龙头客户宁德时代、比亚迪、中航锂电、国轩高科等配套量继续稳定增长；同时，受益海外 LG 化学、松下、三星 SDI 的大客户开拓及新订单承接，海外客户供应预计 2020 年起将爆发增长。我们预计 2020-2022 年上海恩捷（不含苏州捷力）锂电池隔膜出货量将达到 11.3、16.3、23.0

亿平米。全球市场份额预计由 2019 年的 19%提高至 25%；考虑苏州捷力合并，全球份额将提高至 32%。

表 9：上海恩捷隔膜出货量及预测（单位：亿平米）

		2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
国内动力	基膜半成品	1.3	2.7	4.5	5.9	7.6	9.9
	基膜成品	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.5
	涂布膜	0.6	1.5	1.9	2.0	2.9	4.4
海外动力	基膜	0.1	0.2	1.1	2.3	3.4	4.4
	涂布膜			0.2	0.8	1.9	3.6
消费	涂布膜	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
上海恩捷出货量		2.1	4.7	8.1	11.3	16.3	23.0
<i>其中：国内出货占比</i>		<i>94%</i>	<i>93%</i>	<i>82%</i>	<i>72%</i>	<i>66%</i>	<i>64%</i>
<i>其中：海外出货占比</i>		<i>6%</i>	<i>7%</i>	<i>18%</i>	<i>28%</i>	<i>34%</i>	<i>36%</i>
苏州捷力出货量		1.2	1.2	2.4	3.0	4.5	6.5
<i>上海恩捷全球市占率</i>		<i>8%</i>	<i>14%</i>	<i>19%</i>	<i>21%</i>	<i>23%</i>	<i>25%</i>
<i>苏州捷力全球市占率</i>		<i>5%</i>	<i>4%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>	<i>7%</i>
恩捷、捷力全球市占率		13%	18%	25%	27%	30%	32%

资料来源：公司公告，GGII，中信证券研究部预测

（2）恩捷隔膜价格假设：我们预计 2020-2022 年上海恩捷配套国内动力用基膜半成品均价约为 1.6、1.4、1.3 元/平米，配套海外动力用基膜半成品均价约 3.2、2.7、2.3 元/平米，年降价幅度较过去几年有望明显收窄。此外，涂覆隔膜趋势，同时，涂布隔膜由于技术壁垒、专利存在，预计保持相对稳定的年降价。

（3）上海恩捷毛利率假设：由于公司规模持续扩大，设备先进程度不断提升，产能利用率与管理效率持续提高，成本不断下降。此外，由于 2020 年起对海外高毛利率客户供货增长，海外客户收入占比提升带来结构优化，预计 2020-2022 年毛利率保持 57-58% 的相对稳定水平。

（4）苏州捷力的锂电隔膜出货量、收入、毛利率等假设：假设苏州捷力 2020 年 3 月开始并表。预计恩捷收购捷力后，恩捷的采购规模优势、融资成本优势、生产管理优化有望带来捷力的成本、费用大幅下降。2020 年起，有望加快承接消费锂电隔膜新订单，带动隔膜销量 2020-2022 年将达到 3.0、4.5、6.5 亿平米。2019 年由于出货含较大部分的动力电池用半成品基膜，均价较低，2020 年以后消费电池隔膜比例提升，且价格保持相对稳定年降价，均价有望提升。同时，受益并购整合带来的管理效率提升以及涂布产品导入，我们预计苏州捷力毛利率有望按 32%、35%、38%逐年提升。

表 10：苏州捷力业务与预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
苏州捷力隔膜收入(亿元)	4.7	4.1	5.5	9.0	13.1	18.2
隔膜销量(亿平米)	1.2	1.2	2.4	3.0	4.5	6.5
隔膜单价(元/平米)	4.1	3.3	2.3	3.0	2.9	2.8
<i>隔膜毛利率</i>	<i>30%</i>	<i>31%</i>	<i>27%</i>	<i>32%</i>	<i>35%</i>	<i>38%</i>
苏州捷力净利润（亿元）	0.02	-1.04	-0.36	1.18	2.32	3.98
<i>净利率</i>	<i>0%</i>	<i>-24%</i>	<i>-6%</i>	<i>13%</i>	<i>18%</i>	<i>22%</i>

资料来源：公司公告，GGII，中信证券研究部预测

（5）传统非锂电池隔膜业务：在 BOPP 膜、无菌包装的增长带动下，预计传统业务保持相对平稳增长，2020-2022 年预计收入 13.2、14.4、15.6 亿元，整体业务毛利率维持在约 22%左右的水平。

表 11：盈利预测核心假设

		2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
公司总体 (亿元)	总收入	21.1	24.6	31.6	47.4	64.8	85.4
	YoY		16%	29%	50%	37%	32%
	毛利	9.1	10.3	14.2	20.9	29.3	39.8
	毛利率	43%	42%	45%	45%	46%	47%
		2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
1、上海恩捷	收入	8.9	13.3	19.5	26.5	37.1	51.4
	YoY		49%	47%	36%	35%	31%
	毛利	5.8	8.0	11.5	15.5	21.5	29.3
	毛利率	65%	60%	59%	59%	58%	57%
2、苏州捷力 (考虑 20 年 3 月并表)	收入	4.9	4.3	5.7	9.2	13.3	18.4
	YoY		-13%	33%	62%	44%	39%
	毛利	1.5	1.3	1.5	2.9	4.6	7.0
	毛利率	29%	31%	27%	32%	35%	38%
		2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
3、传统业务 (亿元)	收入	12.2	11.3	12.1	13.2	14.4	15.6
	YoY		-7%	7%	9%	9%	8%
	毛利	3.5	2.5	2.7	2.9	3.2	3.5
	毛利率	29%	22%	22%	22%	22%	22%
传统业务 收入结构 (亿元)	BOPP 膜	5.9	5.9	6.2	6.8	7.4	7.9
	无菌包装	2.2	2.3	2.9	3.5	4.1	4.8
	烟标	1.6	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9
	特种纸	1.4	1.3	1.0	0.8	0.7	0.6
	其他	1.0	0.6	0.8	1.0	1.2	1.4
传统业务 毛利率明细	BOPP 膜	19%	17%	17%	17%	17%	17%
	无菌包装	25%	21%	25%	25%	25%	25%
	烟标	44%	44%	45%	45%	45%	45%
	特种纸	17%	15%	14%	14%	14%	14%
	其他	88%	56%	33%	30%	30%	30%

资料来源：公司公告，GGII，中信证券研究部预测

盈利预测及投资建议

公司是全球锂电隔膜龙头，是特斯拉供应链、欧洲电动化供应链、LG 化学供应链核心标的。凭借产能、成本、产品、客户综合优势，持续获得超额盈利。当前公司积极开拓海外市场，全球配套加速；通过收购捷力，龙头位置从动力向消费电池延伸。中长期看，公司出货和业绩有望受益全球锂电需求高增长，成长确定性强。考虑原有业务成长和苏州捷力并表，我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 12.3/17.5/23.2 亿元，当前市值对应 37/26/20 倍 PE，给予 2021 年 35 倍 PE，对应目标价 76 元（目标市值 613 亿元），公司目前市值 457 亿，首次覆盖，维持“买入”评级。

表 12：恩捷股份盈利预测表

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	24.6	31.6	47.4	64.8	85.4
营业收入增长率	16%	29%	50%	37%	32%
净利润(亿元)	5.09	8.5	12.3	17.5	23.2
净利润增长率	42%	67%	44%	42%	33%

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
每股收益 EPS(基本)(元)	0.63	1.06	1.52	2.17	2.88
毛利率%	42.0%	45.0%	44.1%	45.2%	46.6%
净资产收益率 ROE%	13.3%	18.9%	22.6%	25.9%	27.4%
每股净资产（元）	4.76	5.59	6.75	8.38	10.50
PE	90	54	37	26	20
PB	11.9	10.2	8.4	6.8	5.4

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：（1）股价为 2020 年 3 月 10 日收盘价；（2）考虑苏州捷力 2020 年 3 月起并表；（3）2019 年收入、归母净利润为业绩快报公告数据

利润表						资产负债表					
(亿元)						(亿元)					
指标名称	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入	24.6	31.6	47.4	64.8	85.4	货币资金	3.1	7.5	12.0	12.6	13.8
营业成本	14.2	17.4	26.5	35.5	45.6	存货	4.7	6.9	9.8	13.1	17.0
毛利率	42.0%	45.0%	44.1%	45.2%	46.6%	应收账款	15.7	21.3	27.7	35.9	46.5
营业税金及附加	0.2	0.2	0.2	0.3	0.5	其他流动资产	4.3	6.4	6.8	7.2	7.7
销售费用	0.5	0.8	1.2	1.6	2.1	流动资产	27.8	42.1	56.3	68.9	85.0
营业费用率	2.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	固定资产	31.8	35.2	55.8	66.1	71.4
管理费用	1.5	1.6	2.1	2.6	3.4	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
管理费用率	6.3%	4.9%	4.4%	4.0%	4.0%	无形资产	2.6	3.1	4.6	5.1	5.6
财务费用	0.2	0.9	1.2	1.4	1.7	其他长期资产	14.8	27.7	31.7	32.9	34.7
财务费用率	1.0%	2.8%	2.5%	2.1%	2.0%	非流动资产	49.2	66.1	92.2	104.2	111.8
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产总计	77.0	108.2	148.4	173.0	196.7
营业利润	7.7	10.6	15.3	21.9	29.6	短期借款	9.3	23.3	31.3	35.1	35.7
营业利润率	31.3%	33.6%	32.4%	33.8%	34.7%	应付账款	5.1	7.8	12.2	16.0	19.6
营业外收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	其他流动负债	5.6	6.3	7.5	8.7	10.1
营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动负债	20.0	37.4	51.0	59.8	65.4
利润总额	7.7	10.6	15.3	21.9	29.6	长期借款	7.8	13.8	15.8	23.8	26.8
所得税	1.0	1.3	1.9	2.8	4.4	其他长期负债	8.5	8.7	22.8	15.9	12.0
所得税率	12.7%	12.0%	12.5%	13.0%	15.0%	非流动性负债	16.3	22.5	38.7	39.7	38.8
少数股东损益	1.6	0.9	1.2	1.6	2.0	负债合计	36.3	59.9	89.7	99.5	104.2
归属于母公司股东的净利润	5.1	8.5	12.3	17.5	23.2	股本	4.7	8.1	8.1	8.1	8.1
净利率	20.7%	26.9%	25.9%	27.0%	27.1%	资本公积	22.0	18.7	18.7	18.7	18.7
						归属于母公司所有者权益合计	38.3	45.0	54.3	67.5	84.6
						少数股东权益	2.4	3.3	4.4	6.0	8.0
						股东权益合计	40.7	48.3	58.8	73.5	92.5
						负债股东权益总计	77.0	108.2	148.4	173.0	196.7

现金流量表						主要财务指标					
(亿元)											
指标名称	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
税前利润	7.7	10.6	15.3	21.9	29.6	营业收入增长率	16.2%	28.6%	49.9%	36.8%	31.8%
所得税支出	-1.0	-1.3	-1.9	-2.8	-4.4	营业利润增长率	22.6%	38.3%	44.5%	42.5%	35.4%
折旧和摊销	1.7	2.5	3.4	3.9	4.3	净利润增长率	42.0%	67.0%	44.4%	42.2%	32.6%
营运资金的变化	-8.0	-6.5	-4.1	-7.0	-10.1	毛利率	42.0%	45.0%	44.1%	45.2%	46.6%
其他经营现金流	1.3	1.0	1.5	1.6	2.0	EBITDA Margin	39.5%	41.8%	39.7%	39.5%	39.4%
经营现金流合计	1.7	6.4	14.2	17.5	21.3	净利率	20.7%	26.9%	25.9%	27.0%	27.1%
资本支出	-13.9	-19.5	-25.8	-16.0	-12.0	净资产收益率	13.3%	18.9%	22.6%	25.9%	27.4%
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产收益率	6.6%	7.9%	8.3%	10.1%	11.8%
其他投资现金流	2.4	0.0	-3.8	0.0	0.0	资产负债率	47.1%	55.3%	60.4%	57.5%	53.0%
投资现金流合计	-11.5	-19.5	-29.6	-16.0	-12.0	所得税率	12.7%	12.0%	12.5%	13.0%	15.0%
发行股票	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	股利支付率	34.6%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
负债变化	23.7	20.1	24.1	4.8	-0.4						
股息支出	-1.5	-1.8	-3.0	-4.3	-6.1						
其他融资现金流	-14.3	-0.9	-1.2	-1.4	-1.7						
融资现金流合计	7.8	17.4	20.0	-0.9	-8.2						
现金及现金等价物净增加额	-1.9	4.4	4.5	0.6	1.1						

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。