

证券研究报告 / 公司点评报告

**买入**

上次评级: 买入

## 业绩符合预期, 隔膜龙头地位稳固

**事件:** 1) 4月26日, 公司公布2018年年报, 实现营收24.57亿元, YOY+16.23%; 归母净利润5.18亿元, YOY+40.79%; 扣非后归母净利润3.18亿元, YOY+125.52%。2) 4月30日, 公司公布一季报, Q1实现营收6.56亿元, YOY+52.33%; 归母净利润2.12亿元, YOY+164.89%; 扣非后归母净利润1.80亿元, YOY+800.43%。

**点评: 份额持续扩张, 隔膜龙头地位愈加稳固。** 18A公司隔膜出货4.68亿平 (YOY+230%), 全球份额14%, 国内湿法占比达45%, 稳居龙头地位。国内: 公司深度绑定CATL、比亚迪及国轩等龙头电芯厂, 孚能放量在即; 海外: 在供应LG、三星等3C的基础上, 18年成功突破LG动力端, 19年将稳步放量; 而松下-特斯拉项目进展顺利。

**提升效率及良品率, 龙头独享高毛利率。** 市场担忧公司的高毛利率, 但这并非行业的超额利润, 而是源于公司自身高车速+长幅宽以及优良品率。我们测算公司隔膜业务全年毛利率59.2%, 因H2隔膜调价影响, Q4毛利率降至55.7%。但随19年外单逐步放量以及效率提升, 隔膜业务毛利率有望企稳甚至反转。

**产能布局步步为营, 笃定长期成长空间。** 18年公司珠海一期达产, 年底形成珠海10亿+上海3亿共计13亿平产能。19年珠海二期项目4条+江西通瑞8条+无锡一期8条共计20条线预计落地, 年底产能达28亿平。隔膜行业属重资产行业, 在诸多新进入者甚至老玩家的新产能夭折或者无法顺利达产之时, 只有恩捷有实力能够实现如此大规模的扩产, 随着电芯厂向头部集中, 只有拥有足够产能的隔膜厂才有望进入供应链体系, 无疑公司已锁定了隔膜龙头的地位, 笃定成长空间。

**盈利预测及评级:** 公司作为湿法隔膜绝对龙头, 我们预计公司19-20年实现归母净利润分别为8.6及11.2亿元, EPS分别为1.82及2.35元, 对应PE分别为29X及23X, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 新能源汽车销量不达预期; 新能源汽车政策波动较大。

股票数据	2019/5/10
6个月目标价(元)	70.00
收盘价(元)	53.00
12个月股价区间(元)	33.30~70.00
总市值(百万元)	25,115
总股本(百万股)	474
A股(百万股)	474
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	2

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-8%	11%	-8%
相对收益	1%	-4%	-4%

### 相关报告

《我们如何看创新的空间和竞争力?》  
--20180621

**证券分析师: 董佳敏**

执业证书编号: S0550516050002

(021)20361230 [djm@nesc.cn](mailto:djm@nesc.cn)

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,114	2,457	3,593	4,492	5,809
(+/-)%	84.47%	16.23%	46.21%	25.02%	29.32%
归属母公司净利润	368	518	864	1,115	1,392
(+/-)%	122.64%	40.79%	66.73%	28.99%	24.87%
每股收益(元)	2.70	1.09	1.82	2.35	2.94
市盈率	19.64	48.44	29.06	22.53	18.04
市净率	2.08	6.17	4.99	4.00	3.21
净资产收益率(%)	13.96%	13.53%	18.41%	19.19%	19.33%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	136	474	474	474	474

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	314	1,538	609	344
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	1,231	1,264	1,648	2,102
存货	472	573	729	930
其他流动资产	363	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>2,783</b>	<b>3,885</b>	<b>3,654</b>	<b>4,229</b>
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期投资净额	14	14	14	14
固定资产	3,175	4,619	6,132	7,621
无形资产	264	358	453	546
商誉	34	34	34	34
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,926</b>	<b>6,174</b>	<b>7,821</b>	<b>9,301</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,709</b>	<b>10,060</b>	<b>11,474</b>	<b>13,530</b>
短期借款	930	3,117	3,003	3,077
应付款项	374	385	492	643
预收款项	8	11	14	18
一年内到期的非流动负债	158	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>1,997</b>	<b>4,236</b>	<b>4,412</b>	<b>4,920</b>
长期借款	784	784	784	784
其他长期负债	835	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>1,633</b>	<b>784</b>	<b>784</b>	<b>784</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,630</b>	<b>5,020</b>	<b>5,196</b>	<b>5,704</b>
归属于母公司股东权益合计	3,831	4,696	5,811	7,203
少数股东权益	241	337	461	616
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,709</b>	<b>10,060</b>	<b>11,474</b>	<b>13,530</b>

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>2,457</b>	<b>3,593</b>	<b>4,492</b>	<b>5,809</b>
营业成本	1,424	1,974	2,427	3,210
营业税金及附加	20	29	37	48
资产减值损失	10	0	0	0
销售费用	50	72	90	116
管理费用	154	359	449	581
财务费用	25	57	65	74
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	9	9	9	9
<b>营业利润</b>	<b>778</b>	<b>1,111</b>	<b>1,433</b>	<b>1,789</b>
营业外收支净额	0	-1	0	0
<b>利润总额</b>	<b>778</b>	<b>1,110</b>	<b>1,432</b>	<b>1,788</b>
所得税	98	150	193	241
净利润	680	960	1,239	1,547
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>518</b>	<b>864</b>	<b>1,115</b>	<b>1,392</b>
少数股东损益	162	96	124	155

现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>680</b>	<b>960</b>	<b>1,239</b>	<b>1,547</b>
资产减值准备	10	0	0	0
折旧及摊销	167	320	419	545
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	30	60	81	80
投资损失	-9	-9	-9	-9
运营资本变动	-716	339	-407	-406
其他	81	360	0	0
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>171</b>	<b>1,686</b>	<b>1,323</b>	<b>1,757</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-1,148</b>	<b>-1,587</b>	<b>-2,057</b>	<b>-2,016</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>784</b>	<b>1,125</b>	<b>-195</b>	<b>-6</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>-1,126</b>	<b>-294</b>	<b>-766</b>	<b>-283</b>

财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	1.09	1.82	2.35	2.94
每股净资产 (元)	8.59	10.62	13.23	16.50
每股经营性现金流量 (元)	0.36	3.56	2.79	3.71
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	16.23%	46.21%	25.02%	29.32%
净利润增长率	40.79%	66.73%	28.99%	24.87%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	42.05%	45.06%	45.96%	44.73%
净利率	21.10%	24.06%	24.82%	23.97%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转率 (次)	144.97	128.42	133.94	132.10
存货周转率 (次)	102.88	94.75	97.46	96.56
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	47.13%	49.94%	45.31%	42.18%
流动比率	1.39	0.92	0.83	0.86
速动比率	1.16	0.78	0.66	0.67
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	2.03%	2.00%	2.00%	2.00%
管理费用率	6.28%	10.00%	10.00%	10.00%
财务费用率	1.01%	1.58%	1.46%	1.28%
<b>分红指标</b>				
分红比例				
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	48.44	29.06	22.53	18.04
P/B (倍)	6.17	4.99	4.00	3.21
P/S (倍)	10.22	6.99	5.59	4.32
净资产收益率	13.53%	18.41%	19.19%	19.33%

资料来源：东北证券

**分析师简介:**

**董佳敏:** 上海交通大学机械学院工学硕士，先后就职于上海通用汽车、宏源证券研究所，2014年11月至今任职于东北证券研究咨询分公司中小市值分析师，主要研究方向为新能源汽车产业链等新兴产业。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

## 东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn