

恩捷股份（002812）三季报预告点评

海外占比提升，Q3 业绩预告略超预期 买入（维持）

2019 年 10 月 09 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

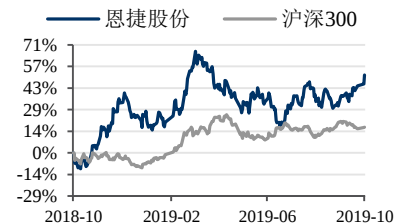
zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,457	2,990	3,909	4,769
同比（%）	101%	22%	31%	22%
归母净利润（百万元）	518	857	1,095	1,355
同比（%）	232%	65%	28%	24%
每股收益（元/股）	0.64	1.06	1.36	1.68
P/E（倍）	54.4	32.9	25.8	20.8

投资要点

- **Q3 净利润环比增 13-33%，略超预期：**公司预告 Q3 归母净利润 2-2.35 亿，同比增 24-46%（19Q3 非经常性损益金 200 万左右，若考虑 18Q3 备考，同比增长 9-28%），环比增 13-33%。1-3Q 净利润 5.9-6.2 亿，同比增 83-93%（若考虑 18Q1-3 备考，同比增长 39-47%）
- **隔膜业务环比稳定增长，传统业务改善明显：**业务拆分来看，我们预计隔膜 Q1-3 净利润 6.04-6.38 亿，同比增 50-58%，归母净利润 5.44-5.75 亿；传统业务净利润 0.45-0.49 亿，同比下滑 20-30%左右。Q3 隔膜净利润 2-2.3 亿，归母净利润 1.8-2.1 亿，环比增 3-20%左右，同比增 8-27%（考虑 18Q3 备考）；传统业务 Q3 净利润 0.2 亿。
- **Q3 隔膜出货结构大幅改善，海外占比提升：**预计 Q3 公司隔膜出货 1.9 亿平左右，环比增 5%左右，同比增 36%，但海外出货量 0.4-0.5 亿平，占比提升至 25%左右（上半年海外收入占比 15%）。前三季度公司隔膜出货 5.5 亿平，同比增 80%左右。Q3 单平净利润 1.05-1.2 元，而 Q2 扣除补助后，单平利润不足 0.9 元。利润提升主要由于海外占比提升，我们预计公司海外隔膜单平净利润近 2 元，国内维持 0.8 元/平。
- **Q4 旺季行业排产提升，公司利润环比将持续改善：**为 Q4 抢装备货，10 月下游电池厂排产环比提升 10-20%，预计公司 Q4 出货量有望达到 3 亿平，全年出货量 8.5 亿平，其中海外出货量 1.4 亿平左右。目前公司已经开拓三星、LG、松下，并形成稳定供货，我们预计年底海外出货有望达到 2000 万平/月，2020 年海外出货量有望达到 4 亿平，全年隔膜出货量 13 亿平。
- **拟收购捷力，整合行业，竞争格局改善。**公司拟 20 亿收购捷力 100% 股权，进一步提高份额，且与捷力在消费类隔膜领域形成互补。年初至今湿法隔膜行业均价降幅超过 30%，小厂商加速退出，公司目前市占率超过 40%，在下游龙头厂商中市占率 60%以上，拥有一定定价权。2020 年隔膜行业竞争格局趋于集中，整体降价压力较小，且海外需求放量，龙头受益。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年预计归母净利 8.6/11/13.6 亿，同比增长 65%/28%/24%，对应 PE 为 33x/26x/21x，因公司为湿法隔膜龙头，规模优势明显，客户开发顺利，给予 2020 年 30 倍 PE，目标价 41 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行、降价幅度超预期、销量低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.04
一年最低/最高价	19.44/40.87
市净率(倍)	6.95
流通 A 股市值(百万元)	19454.56

基础数据

每股净资产(元)	5.04
资产负债率(%)	53.07
总股本(百万股)	805.37
流通 A 股(百万股)	555.21

相关研究

- 1、《恩捷股份（002812）中报点评：业绩高增长，但环比增速放缓》2019-08-25
- 2、《恩捷股份（002812）公司点评：恩捷拟收购苏州捷力，龙头定价权再提升》2019-08-05
- 3、《恩捷股份（002812）年报点评：业绩高增长，符合预期》2019-04-28

恩捷股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,783	3,148	3,936	4,713	营业收入	2,457	2,990	3,909	4,769
现金	314	150	195	238	减: 营业成本	1,424	1,637	2,215	2,680
应收账款	1,231	1,539	2,014	2,458	营业税金及附加	20	15	20	24
存货	472	537	727	880	营业费用	50	63	82	95
其他流动资产	702	850	903	1,022	管理费用	251	239	293	348
非流动资产	4,919	5,918	6,430	6,737	财务费用	25	73	69	64
长期股权投资	3	3	3	3	资产减值损失	10	-4	3	4
固定资产	3,175	4,479	5,198	5,411	加: 投资净收益	9	2	2	2
					其他收益	0	0	0	0
无形资产	264	459	453	447	营业利润	778	1,094	1,383	1,711
其他非流动资产	1,477	976	776	876	加: 营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	7,702	9,066	10,366	11,449	利润总额	778	1,094	1,383	1,711
流动负债	1,997	2,592	2,984	2,945	减: 所得税费用	98	142	180	222
短期借款	1,088	1,587	1,722	1,471	少数股东损益	162	95	108	134
应付账款	374	430	582	703	归属母公司净利润	518	857	1,095	1,355
其他流动负债	536	575	680	771	EBIT	1,136	1,769	2,228	2,661
非流动负债	1,633	1,633	1,633	1,633	EBITDA	969	1,468	1,840	2,218
长期借款	784	784	784	784					
其他非流动负债	849	849	849	849					
负债合计	3,630	4,225	4,617	4,578	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	241	336	445	578	每股收益(元)	0.64	1.06	1.36	1.68
					每股净资产(元)	8.08	5.59	6.59	7.81
归属母公司股东权益	3,831	4,505	5,304	6,293	发行在外股份(百万股)	474	805	805	805
负债和股东权益	7,702	9,066	10,366	11,449	ROIC (%)	12.0%	14.1%	15.3%	16.9%
					ROE (%)	13.5%	19.0%	20.6%	21.5%
现金流量表					毛利率 (%)	42.0%	45.3%	43.3%	43.8%
(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	销售净利率 (%)	27.7%	31.8%	30.8%	31.2%
经营活动现金流	171	890	1,174	1,472	资产负债率 (%)	47.1%	46.6%	44.5%	40.0%
投资活动现金流	-1,148	-1,298	-898	-748	收入增长率 (%)	101.4%	21.7%	30.7%	22.0%
筹资活动现金流	784	243	-230	-681	净利润增长率 (%)	232.5%	65.2%	27.8%	23.8%
现金净增加额	-193	-165	46	43	P/E	54.43	32.94	25.78	20.83
折旧和摊销	167	301	388	443	P/B	7.37	6.26	5.32	4.48
资本开支	1,391	1,300	900	750	EV/EBITDA	31	21	16	14
营运资本变动	-706	-430	-488	-526					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>