

恩捷股份(002812)

报告日期: 2019年12月23日

湿法隔膜强势扩产, 业绩增长确定性强

——恩捷股份 2019 年 3 季报点评

✍ : 王鹏 执业证书编号: S1230514080002
☎ : 021-80106010
✉ : wangpeng@stocke.com.cn

事件描述

公司发布 2019 年三季度报告, 前三季度实现营业收入 21.06 亿元, 同比增长 29.88%; 归母净利 6.32 亿元, 同比增长 95.80%。

投资要点

□ 锂电湿法隔膜强势扩产, 带动业绩迅速提升

公司 Q3 锂电隔膜出货量估计 1.9 亿平左右, 环比上半年继续提升。2018 年至今公司锂电隔膜产能提升迅速: 珠海一期 12 条产线已于去年年底全部投产; 今年前三季度, 收购自江西通瑞的 6 条线经技术改造已全部投产, 无锡一期工程目前已投产 4 条。2019 年公司预计实现产能约 18 亿平/年, 较去年 3 亿平/年水平大幅增加。2019 年 4 季度至 2020 年, 公司预计继续推进扩产计划: 年底前江西、无锡方面预计各有 2 条新产线继续投产; 明年珠海二期 4 条线、无锡一期剩余 2 条线预计也将逐步投产, 2020 年公司目标建成投运产能 28 亿平, 同比 2019 年仍将显著提升。未来 2-3 年, 随着公司锂电隔膜业务盈利能力的不断增强, 在业绩贡献中占比持续提升, 预计将持续优化公司的盈利结构。

□ 海内外供应链地位稳固, 确保新产能稳步消化

公司湿法锂电隔膜产品在市场上竞争力强, 且已进入海外电池巨头松下、三星、LG 等的供应链体系。今年上半年, 公司与 LG 签订 5 年 6.17 亿车用锂电湿法隔膜购销合同, 下游需求进一步得到保障。目前海外客户如松下、三星、LG 等均有较大扩产计划, 至 2020 年年产能预计分别扩至 52GWh、30GWh、40GWh, 较 2018 年底产能提升均达到翻番以上; 而作为上游的锂电湿法隔膜产能则较为稀缺, 目前国内仅公司的产品品质及扩产计划能够与之匹配, 竞争格局优良。公司湿法隔膜单位产能的投资水平和生产良品率均大幅优于行业平均水平, 高产品竞争力为公司扩产计划提供保障, 未来 2-3 年公司业绩提升确定性较强。

□ 收购苏州捷力价格下降, 放弃对赌或加速收购整合

据公司公告, 收购苏州捷力的交易对价由 20.2 亿元调整至 18 亿元, 收购价格进一步降低; 同时取消业绩对赌, 或有助于加速收购及业务整合的进程。目前公司与胜利精密约定将于 2020 年 1 月 15 日前签署交割书, 考虑到公司在锂电隔膜生产管理的业绩水平优于行业平均, 加速整合或更有利于所收购苏州捷力相关资产释放业绩。

□ 盈利预测及估值

我们预计, 公司 2019-2021 年将实现净利润 8.41 亿元、10.97 亿元、13.22 亿元, 当前股本下 EPS 为 1.04 元、1.36 元、1.64 元, 对应 40.75 倍、31.38 倍、26.03 倍 P/E, 当前给予“增持”评级。

□ 风险提示

国内及海外新能源汽车相关政策执行或不达预期。

评级

增持

上次评级 增持
当前价格 ¥46.60

单季度业绩

元/股

3Q/2019 0.33
2Q/2019 0.41
1Q/2019 0.49
4Q/2018 0.46



公司简介

云南恩捷新材料股份有限公司成立于 2006 年, 2016 年在 A 股上市, 前期主营包装印刷产品(烟标和无菌包装)与包装制品(BOPP 薄膜和特种纸), 2018 年收购了湿法隔膜龙头企业上海恩捷 90.08% 的股权, 目前隔膜成为公司的主要业务。

相关报告

20190823 业绩增长符合预期, Q2 现金流大幅改善
20190301 湿法龙头强势扩张, 切入全球强者恒强

报告撰写人: 王鹏

数据支持人: 王俊阳

财务摘要

(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	2457.49	3210.54	4035.66	5013.73
(+/-)	101.39%	30.64%	25.70%	24.24%
净利润	518.44	841.23	1096.56	1322.00
(+/-)	232.50%	62.26%	30.35%	20.56%
每股收益(元)	0.64	1.04	1.36	1.64
P/E	72.45	44.63	34.21	28.39

正文目录

1.锂电隔膜扩产进度符合预期，前三季度业绩略超预期	4
2.湿法隔膜竞争格局优良，新产能有望实现稳步消化	4
3.调降交易对价，取消业绩对赌，预期苏州捷力将于 2020 年初交割	5

图表目录

图 1: 2018-2020 公司锂电湿法隔膜产能规划	4
图 2: 2014-2019H1 干法与湿法占比变化	4
表 1: 海外动力电池厂扩产计划	4
表 2: 公司收购苏州捷力进展	5
表附录: 三大报表预测值	6

1. 锂电隔膜扩产进度符合预期，前三季度业绩略超预期

公司 Q3 单季实现净利润 2.43 亿元，同比增长 50.53%，略超 Q3 业绩预测高值 2.35 亿元，盈利情况良好。2019Q3 锂电隔膜出货量估计约 1.9 亿平，单季出货量较上半年继续提升，总体符合预期。

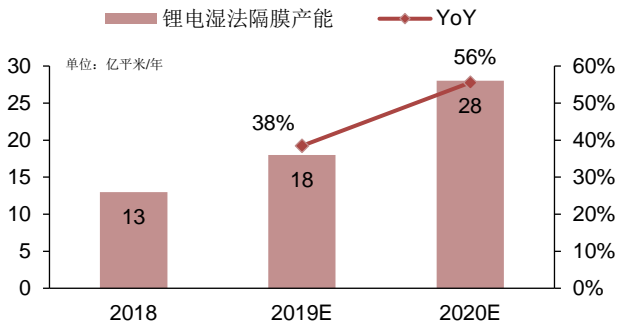
2018-2020 年公司锂电隔膜产能计划持续大幅提升，目前扩产进度有条不紊，符合预期：

1) 2018 年至今公司锂电隔膜产能提升迅速：珠海一期 12 条产线已于去年年底全部投产；今年前三季度，收购自江西通瑞的 6 条线经技术改造已全部投产，无锡一期工程目前已投产 4 条。2019 年公司预计实现产能约 18 亿平/年，较去年 13 亿平/年水平（其中珠海一期 10 亿平产能为 2018 年底投运）大幅增加。

2) 2019 年 4 季度至 2020 年，公司产能预计继续大幅提升：年底前江西、无锡方面预计各有 2 条新产线继续投产；明年珠海二期 4 条线、无锡一期剩余 2 条线预计也将逐步投产，2020 年公司目标建成投运产能 28 亿平，同比 2019 年仍将显著提升。

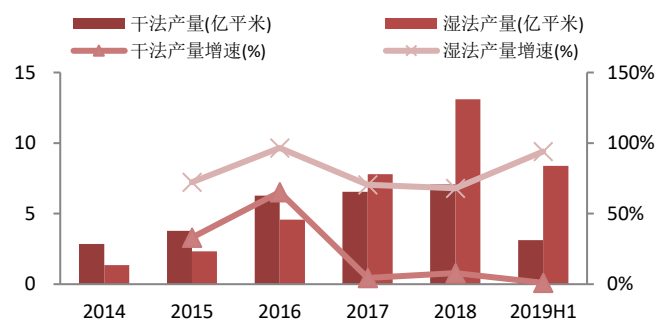
未来 2-3 年，随着公司锂电隔膜业务盈利能力的不断增强，在业绩贡献中占比持续提升，预计将持续优化公司的盈利结构。

图 1：2018-2020 公司锂电湿法隔膜产能规划



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：2014-2019H1 干法与湿法占比变化



资料来源：GGII，浙商证券研究所

根据高工锂电数据统计，2019 年 1-6 月隔膜总产量为 11.5 亿平米，同比增长 52%，其中湿法隔膜 8.39 亿平，同比增长 94%，占比高达 73%；干法隔膜产量 3.11 亿平，同比基本持平。根据上述数据情况，2019 年动力锂电隔膜市场增量基本为湿法工艺，湿法替代干法的行业趋势基本确定。

2. 湿法隔膜竞争格局优良，新产能有望实现稳步消化

公司湿法锂电隔膜产品在市场上竞争力强，且已进入海外电池巨头松下、三星、LG 等的供应链体系。今年上半年，公司与 LG 签订 5 年 6.17 亿元车用锂电湿法隔膜购销合同，下游需求进一步得到保障。目前海外客户如松下、三星、LG 等均有较大扩产计划，至 2020 年年产能预计分别扩至 52GWh、30GWh、40GWh，较 2018 年底产能提升均达到翻番以上；而作为上游的锂电湿法隔膜产能则较为稀缺，目前国内仅恩捷股份的产品品质及扩产计划能够与上述下游客户匹配，竞争格局优良。

公司湿法隔膜单位产能的投资水平和生产良品率均大幅优于行业平均水平，高产品竞争力为公司扩产计划提供保障，未来 2-3 年公司业绩提升确定性较强。

表 1：海外动力电池厂扩产计划

公司	产能目标	产能扩张计划
LG Chem	2018 年产能 35GWh，2019 年产能要提高到 70GWh，2020 年动力电池产能目标 90GWh	中国：2018 年 7 月，LG 化学与南京江宁滨江开发区举行签约仪式，LG 化学计划在滨江开发区投资 20 亿美元建设动力电池项目。该项目将

		<p>在 2019 年 10 月开始实现量产，2023 年实现全面达产，预计年产能 32GWh。</p> <p>欧洲： LG 化学将于波兰弗罗茨瓦夫投建欧洲最大的电动车电池工厂，项目投资 22 亿美元，预计到 2020 年该工厂产能将达到 70GWh，预计每年可以为 30 万辆电动汽车提供电池零部件。</p>
三星 SDI	2019 年预计产能 20GWh，2020 年 40GWh	<p>西安： 拟投资 105 亿元人民币，项目建成后将形成 5 条 60Ah 锂离子动力电池生产线。</p> <p>天津： 拟投资 165 亿元，建设的动力电池生产线和车用 MLCC 等项目。</p>
松下	2018 年产能为 33GWh，2020 年达到 52GWh	<p>苏州： 专门为特斯拉生产动力电池的</p> <p>无锡： 2018 年 9 月末正式开始建厂，预计 2019 年 9 月可开始投产，预计总产能 30GWh 的年产能。</p>

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3. 调降交易对价，取消业绩对赌，预期苏州捷力将于 2020 年初交割

据公司 2019 年 11 月 2 日公告，收购苏州捷力的交易对价由 20.2 亿元调整至 18 亿元，收购价格进一步降低；同时取消业绩对赌，或有助于加速收购及业务整合的进程。

目前公司与胜利精密约定将于 2020 年 1 月 15 日前签署交割书，考虑到公司在锂电隔膜生产管理的业绩水平优于行业平均，我们认为加速整合或更有利于所收购苏州捷力相关资产释放业绩。

表 2：公司收购苏州捷力进展

公告日期	公告名称	主要内容
2019-11-02	关于收购苏州捷力新能源材料有限公司 100% 股权事项的说明公告	与胜利精密签订补充协议，将收购苏州捷力 100% 股份的交易对价由 20.20 亿元调整至 18.01 亿元，并取消业绩对赌约定，双方约定在 2020 年 1 月 15 日前签署交割书。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E	单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2783	2792	3472	4395	营业收入	2457	3211	4036	5014
现金	314	464	405	394	营业成本	1424	1790	2219	2779
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	20	27	30	37
应收账款	1571	1471	2040	2722	营业费用	50	64	73	85
其它应收款	6	9	11	13	管理费用	154	161	186	226
预付账款	58	71	88	111	研发费用	97	119	141	160
存货	472	461	602	818	财务费用	25	104	135	192
其他	363	317	327	336	资产减值损失	10	10	12	15
非流动资产	4919	5492	7330	9518	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	9	10	12	12
长期投资	3	11	6	6	其他经营收益	91	91	91	91
固定资产	3175	3759	4913	6322	营业利润	778	1037	1344	1623
无形资产	264	326	408	520	营业外收支	0	10	15	15
在建工程	1037	1230	1784	2387	利润总额	778	1047	1359	1638
其他	440	167	219	283	所得税	98	126	163	197
资产总计	7702	8284	10802	13913	净利润	680	921	1196	1442
流动负债	1997	2121	3354	4906	少数股东损益	162	80	99	120
短期借款	930	1200	2184	3469	归属母公司净利润	518	841	1097	1322
应付款项	507	557	659	798	EBITDA	1034	1378	1789	2223
预收账款	8	52	65	81	EPS (最新摊薄)	0.64	1.04	1.36	1.64
其他	552	312	446	557	主要财务比率				
非流动负债	1633	1119	1208	1326		2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	784	784	784	784	成长能力				
其他	849	335	424	542	营业收入增长率	101.39%	30.64%	25.70%	24.24%
负债合计	3630	3240	4562	6231	营业利润增长率	331.25%	33.34%	29.58%	20.79%
少数股东权益	241	321	420	540	归属于母公司净利润	232.50%	62.26%	30.35%	20.56%
归属母公司股东权益	3831	4723	5819	7141	获利能力				
负债和股东权益	7702	8284	10802	13913	毛利率	42.05%	44.23%	45.01%	44.57%
现金流量表					净利率	27.68%	28.70%	29.63%	28.75%
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E	ROE	18.10%	18.46%	19.44%	18.99%
经营活动现金流	171	1073	1171	1409	ROIC	11.69%	14.41%	14.29%	13.51%
净利润	680	921	1196	1442	偿债能力				
折旧摊销	167	227	296	393	资产负债率	47.13%	39.11%	42.24%	44.79%
财务费用	25	104	135	192	净负债比率	51.57%	63.10%	66.40%	69.23%
投资损失	(9)	(10)	(12)	(12)	流动比率	1.39	1.32	1.04	0.90
营运资金变动	(619)	94	(362)	(466)	速动比率	1.16	1.10	0.86	0.73
其它	(73)	(264)	(82)	(140)	营运能力				
投资活动现金流	(1148)	(1035)	(2081)	(2513)	总资产周转率	0.50	0.40	0.42	0.41
资本支出	(3713)	(1002)	(2003)	(2404)	应收账款周转率	2.96	2.57	2.70	2.53
长期投资	1	(1)	1	0	应付账款周转率	5.74	5.42	6.92	6.95
其他	2565	(32)	(79)	(109)	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	784	112	851	1094	每股收益(最新摊薄)	0.64	1.04	1.36	1.64
短期借款	930	269	985	1285	每股经营现金流(最)	0.21	1.33	1.45	1.75
长期借款	784	0	0	0	每股净资产(最新摊)	8.08	5.86	7.22	8.86
其他	(930)	(158)	(133)	(191)	估值比率				
现金净增加额	(193)	149	(59)	(11)	P/E	72.45	44.63	34.21	28.39
					P/B	5.77	7.95	6.45	5.26
					EV/EBITDA	25.15	20.62	16.57	14.03

资料来源: wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 29 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>