

强烈推荐-A (维持)

恩捷股份 002812.SZ

目标估值: 37-40 元

当前股价: 35.04 元

2019 年 10 月 09 日

业绩略超预期，海外客户贡献正在增加

基础数据

上证综指	2925
总股本 (万股)	80537
已上市流通股 (万股)	45990
总市值 (亿元)	282
流通市值 (亿元)	161
每股净资产 (MRQ)	5.0
ROE (TTM)	18.4
资产负债率	53.1%
主要股东	PaulXiaomingLee
主要股东持股比例	17.01%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	2	34
相对表现	12	7	17



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《恩捷股份 (002812) 一业绩快速增长，关注未来海外客户开拓进展》2019-08-26

2、《恩捷股份 (002812) 一Q1 隔膜出货大增驱动业绩高增长》2019-05-06

3、《恩捷股份 (002812) 一业绩符合预期，静待产能投放和海外客户继续突破》2019-05-05

游家训

021-68407937

youjx@cmschina.com.cn

S1090515050001

刘珺涵

liujunhan@cmschina.com.cn

S1090519040004

公司发布 2019 年前三季度业绩预告: 前三季度预计实现归上净利润 5.89-6.24 亿元，同比增长 82.52-93.37%，其中三季度实现归上净利润 2-2.35 亿元，同比增长 23.97-45.66%。

- **业绩略超预期。**Q3 公司业绩持续增长主要系 1) 上海恩捷 Q3 实现净利润 1.96-2.3 亿元，同比增长 7.9-26.6%; 2) 原有业务 Q3 实现净利润约 0.24-0.28 亿元，同比增长 46.5-73.7%。整体看，公司业绩略超预期。
- **隔膜出货持续增长。**上海恩捷 Q3 出货约 1.9 亿平，同比增长 35.7%。出货持续增长主要系原有客户需求自然增长叠加国内外新客户有效开拓所致，同时公司产能也在持续投放。
- **海外占比提升带动单平净利环比回升。**上海恩捷主要的海外客户包括 LGC、松下、三星 SDI 等，Q3 海外客户需求同环比持续增长，预计 Q3 对海外客户的出货量在公司总出货量中占比提升至 20% 以上。海外客户更高的出货价和单平利润带动公司单平净利润回升。估算公司 Q3 单平净利润约 1.03-1.21 元，同比下滑 6.7-20.5%，但环比下滑 0.8%-增长 16.4%，考虑到 Q3 上海恩捷非经常性损益较少，预计 Q3 扣非单平净利润较 Q2 的 0.85 元提升较多。
- **继续扩张，在海外市场前景有望突破与放量。**公司启动并购苏州捷力，同时在国内均有大幅扩张计划，预计 2020 年基膜母卷产能将达 25-30 亿平。公司已经覆盖国内主流电池厂，现有大客户需求自然增长是公司未来的增长基础。凭借较低的成本和持续进步的工艺，公司在海外市场的出货有望快速增长。
- **投资建议。**国内新能源汽车销量阶段性放缓，但公司在湿法隔膜领域的工艺管理水平具有较明显的优势，已配套国内主流电池企业，未来可能在海外客户继续突破与放量。维持“强烈推荐-A”投资评级，调整目标价为 37-40 元。
- **风险提示:** 产能释放不达预期、海外客户开拓进展不及预期、竞争过于激烈导致盈利能力低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	2114	2457	3080	4025	5244
同比增长	84%	16%	25%	31%	30%
营业利润(百万元)	636	778	1057	1313	1622
同比增长	259%	22%	36%	24%	24%
净利润(百万元)	368	518	846	1044	1285
同比增长	123%	41%	63%	23%	23%
每股收益(元)	2.70	1.09	1.05	1.30	1.60
PE	13.0	32.0	33.4	27.0	22.0
PB	2.9	4.3	5.9	5.1	4.3

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 前三季度上海恩捷湿法隔膜单位利润

	2018Q1-3	2019Q1-3F	
上市公司业绩 (百万元)	322.66	588.93	623.93
原有业务并表业绩 (百万元)	58.19	44.85	49.22
上海恩捷净利润 (百万元)	403.08	604.00	638.00
上海恩捷并表业绩 (百万元)	264.48	544.08	574.71
销量 (亿平)	3.00	5.40	5.40
单位利润 (元/平)	1.34	1.12	1.18

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 2: 上海恩捷湿法隔膜单季度单位利润

百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3F	
上市公司净利润	80.15	81.25	161.27	195.78	212.30	176.63	200.00	235.00
上市公司扣非净利润	19.94	13.95	126.44	161.36	179.52	143.29		
原有业务并表业绩	24.20	17.90	16.09	-15.76	16.88	4.40	23.56	27.94
上海恩捷并表业绩	55.95	63.35	145.18	211.54	195.42	172.23	176.44	207.06
上海恩捷并表比例 (%)	53.86	53.86	79.96	90.08	90.08	90.08	90.08	90.08
上海恩捷净利润	103.88	117.62	181.58	234.84	216.94	191.20	195.87	229.87
上海恩捷扣非净利润		585.00			185.00	157.01		
出货量 (亿平)	0.60	1.00	1.40	1.68	1.66	1.84	1.90	1.90
单平净利润 (元/平)	1.73	1.18	1.30	1.40	1.31	1.04	1.03	1.21
单平扣非净利润 (元/平)		1.25			1.11	0.85		

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 3: 上海恩捷产能情况

	基膜		涂布膜		备注
	产线数	母卷产能 (亿平)	产线数	母卷产能 (亿平)	
上海恩捷	6	3	21	2.4	已完成
珠海恩捷一期	12	10	40	8	已完成
珠海恩捷二期	4	3.3			2019 年 5 月投建, 预计 2020 年完工
江西通瑞	8	4.0			2019 年 2 月第一条线完工, 目前已有 6 条线投产, 从 3 月开始每月投产 1 条线
无锡恩捷	16	12	40	5	一期共有 8 条线, 总投资 22 亿元, 其中设备 16.7 亿元, 产能为基膜 5.2 亿平, 涂覆膜 3 亿平; 2 条线已经投产, 2 条线预计 2019 年 9 月投产

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 4: 收入结构预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
上海恩捷					
营业收入 (百万元)	456.6	620.6	1038.9	1300.9	1603.1
YoY (%)	155	36	67	25	23
毛利率 (%)	66.2	63.6	59.1	56.8	54.4
涂覆隔膜					
营业收入 (百万元)	437.3	707.5	742.8	1155.3	1742.8
YoY (%)	37	62	5	56	51
毛利率 (%)	63.9	60.1	54.6	51.5	47.6
其他收入 (百万元)					
营业收入 (百万元)	0.2	7.0	7.0	7.0	8.0
YoY (%)	79	49	34	38	36
毛利率 (%)	65.0	61.9	57.4	54.4	51.0
原有业务					
营业收入 (百万元)	1,220.3	1,122.4	1,290.8	1,561.8	1,889.8
YoY (%)	6	-5	15	21	21
毛利率 (%)	26.9	18.4	20.0	22.0	22.0
整体					
营业总收入 (百万元)	2,114.4	2,457.5	3,079.6	4,025.0	5,243.7
YoY (%)	84	16	25	31	30
毛利率 (%)	43.0	42.0	41.7	41.8	40.5

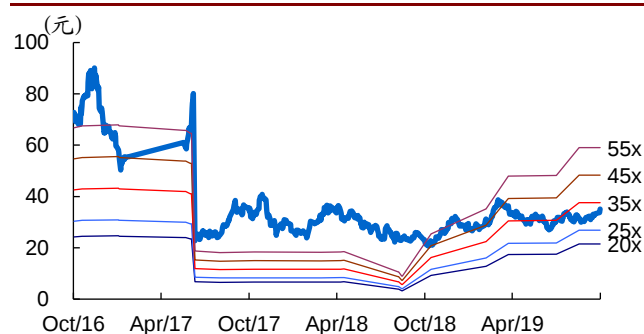
资料来源: 招商证券

风险提示

- 1、公司湿法产能还在调试/建设中, 可能有投运进度不达预期的风险。
- 2、公司海外客户对品质等方面要求较高, 可能存在开拓进展慢于预期的风险。
- 3、隔膜行业资产重, 当前竞争比较激烈, 价格有非理性下降的风险。
- 4、新能源材料行业技术进步比较快, 不排除出现新的隔膜或会影响到隔膜的技术进步出现/应用。

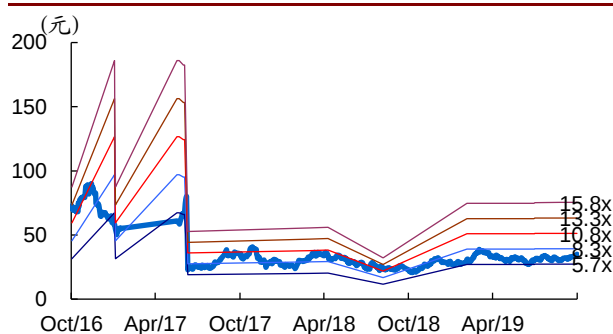
PE-PB Band

图 1: 恩捷股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 恩捷股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1432	2783	3280	4314	5613
现金	437	314	217	312	374
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	38	340	426	557	725
应收款项	428	1231	1518	1984	2584
其它应收款	3	6	8	10	13
存货	188	472	585	763	1017
其他	336	420	527	688	900
非流动资产	606	4919	7437	9737	11836
长期股权投资	3	3	3	3	3
固定资产	499	3175	5721	8044	10166
无形资产	70	264	238	214	193
其他	34	1477	1476	1475	1475
资产总计	2038	7702	10718	14051	17450
流动负债	377	1997	3988	6428	8728
短期借款	0	930	2944	5185	7203
应付账款	122	374	471	615	819
预收账款	3	8	10	13	17
其他	252	686	563	615	690
长期负债	6	1633	1633	1633	1633
长期借款	0	784	784	784	784
其他	6	849	849	849	849
负债合计	383	3630	5621	8061	10361
股本	136	474	806	806	806
资本公积金	976	2148	2148	2148	2148
留存收益	543	1209	1818	2608	3581
少数股东权益	0	241	325	428	554
归属于母公司所有者权益	1655	3831	4772	5562	6534
负债及权益合计	2038	7702	10718	14051	17450

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	260	171	674	868	1130
净利润	368	518	846	1044	1285
折旧摊销	112	167	305	525	726
财务费用	16	30	35	45	55
投资收益	(9)	(9)	(150)	(120)	(120)
营运资金变动	(390)	(706)	(466)	(751)	(968)
其它	165	171	104	125	152
投资活动现金流	(1419)	(1148)	(2687)	(2717)	(2717)
资本支出	(1130)	(1391)	(2837)	(2837)	(2837)
其他投资	(289)	243	150	120	120
筹资活动现金流	786	784	1916	1943	1649
借款变动	837	(1462)	1856	2242	2017
普通股增加	3	337	332	0	0
资本公积增加	24	1172	0	0	0
股利分配	(67)	(68)	(237)	(254)	(313)
其他	(11)	805	(35)	(45)	(55)
现金净增加额	(372)	(193)	(97)	95	62

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2114	2457	3080	4025	5244
营业成本	1205	1424	1794	2341	3119
营业税金及附加	17	20	26	33	44
营业费用	42	50	62	81	105
管理费用	222	251	246	322	419
财务费用	12	25	35	45	55
资产减值损失	3	10	10	10	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	23	101	150	120	120
营业利润	636	778	1057	1313	1622
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	3	0	0	0	0
利润总额	634	778	1057	1313	1622
所得税	85	98	127	167	210
净利润	549	680	930	1146	1412
少数股东损益	181	162	84	103	126
归属于母公司净利润	368	518	846	1044	1285
EPS (元)	2.70	1.09	1.05	1.30	1.60

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	84%	16%	25%	31%	30%
营业利润	259%	22%	36%	24%	24%
净利润	123%	41%	63%	23%	23%
获利能力					
毛利率	43.0%	42.0%	41.7%	41.8%	40.5%
净利率	17.4%	21.1%	27.5%	25.9%	24.5%
ROE	22.2%	13.5%	17.7%	18.8%	19.7%
ROIC	33.8%	11.6%	10.6%	9.8%	9.6%
偿债能力					
资产负债率	18.8%	47.1%	52.4%	57.4%	59.4%
净负债比率	0.0%	24.3%	34.8%	42.5%	45.8%
流动比率	3.8	1.4	0.8	0.7	0.6
速动比率	3.3	1.2	0.7	0.6	0.5
营运能力					
资产周转率	1.0	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	6.4	4.3	3.4	3.5	3.5
应收帐款周转率	5.2	3.0	2.2	2.3	2.3
应付帐款周转率	10.1	5.7	4.2	4.3	4.4
每股资料 (元)					
每股收益	2.70	1.09	1.05	1.30	1.60
每股经营现金	1.91	0.36	0.84	1.08	1.40
每股净资产	12.13	8.08	5.92	6.90	8.11
每股股利	0.50	0.50	0.32	0.39	0.48
估值比率					
PE	13.0	32.0	33.4	27.0	22.0
PB	2.9	4.3	5.9	5.1	4.3
EV/EBITDA	13.7	10.7	7.4	5.5	4.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

刘珺涵：美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，研究新能源汽车上游产业。

普绍增：上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖工控自动化与信息化产业。

刘晓飞：南开大学硕士，2015 年加入招商证券，覆盖光伏产业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。