增持 ——维持

日期：2019 年 10 月 25 日
行业：电气设备和新能源

海外销量大幅增长，盈利能力显著提升

分析师： 洪麟翔
Tel： 021-53686178
E-mail： honglinxiang@shzq.com
SAC 证书编号：S0870518070001
研究助理： 孙克遥
Tel： 021-53686135
E-mail： sunkeyao@shzq.com
SAC 证书编号： S0870118050004

基本数据（截至 2019 年 10 月 22 日）

报告日股价（元）	32.06
12mth A 股价格区间（元）	29.32-70.00
总股本（百万股）	805.37
无限售 A 股/总股本	68.94%
流通市值（百万元）	17799.94
每股净资产（元）	5.35

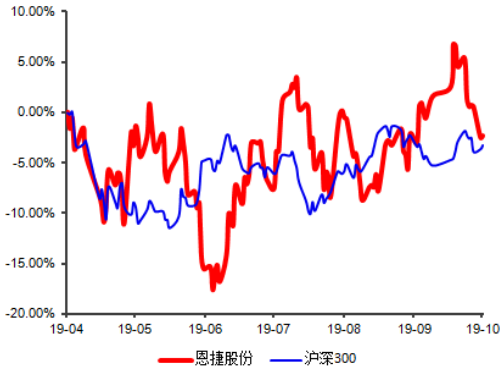
主要股东（2019Q3）

Paul Xiaoming Lee	17.01%
玉溪合益投资有限公司	15.60%

收入结构（2019H1）

膜类产品	80.99%
无菌包装	9.19%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号： SKY19-EJGF04
首次报告日期：

■ 公司动态事项

公司发布2019年三季报。2019年前三季度公司实现营业总收入21.06亿元，同比增长29.88%；实现归母净利润6.32亿元，同比增长95.80%，高于业绩预告上限6.24亿元，略超预期。其中Q3实现归母净利润2.43亿元，同比增长50.53%，Q3经营现金流净额达0.88亿元。

■ 事项点评

Q3业绩稳步增长，盈利能力显著提升

2019年三季度公司实现营业总收入7.28亿元，同比增长12.51%，环比增长0.89%；实现归母净利润2.43亿元，同比增长50.53%，环比增长37.50%。Q3公司整体毛利率46.41%，环比提升4 pcts，同比提升3.33 pcts，这主要是由于公司隔膜产品海外销量大幅提升所致。Q3公司实现净利率36.54%，同比提升近6 pcts，环比大幅提升9.4 pcts，主要系公司费用率显著改善所致。公司Q3整体费用率8.63%，同比下降0.27 pcts，环比大幅下降6.53 pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为1.96%/2.08%/3.44%/1.16%。

锂电隔膜出货稳步增长，海外销量占比提升

2019 年 Q3 公司锂电隔膜出货约 1.9 亿平米，同比增长 36%，环比增长 3.26%，市场份额继续保持行业领先。我们预计上海恩捷实现收入超 5 亿元，贡献净利润 2.1 亿元左右。剔除补贴后预计公司隔膜单平米净利约 1.1 元，较上半年的 0.93 元显著提升。公司海外销量显著增长，拉高公司整体盈利能力。Q3 公司锂电隔膜海外出货量占比提升至约 25%，海外销售收入占比超 40%（2019 年上半年为 15.07%）。公司加速出货诸如 LG 化学等海外高端客户，将持续提升公司的盈利能力。

收购苏州捷力，巩固隔膜龙头地位

公司拟收购胜利精密持有的苏州捷力的 100%股权。此次发布的补充协议将交易对价总额由 20.20 亿元下调至 18.008 亿元，同时取消了原业绩对赌协定，主要考虑为加速公司整合，以实现协同效应。苏州捷力现有 4.2 亿平米设计产能，包括 8 条基膜及 12 条涂布膜生产线。2019 年 1 至 8 月苏州捷力销售锂电池隔膜 1.64 亿平方米，实现收入 4.02 亿元，CATL、ATL、比亚迪及 LG 等著名电池厂商均是公司客户。此次收购战略协同效应明显，两者合计国内湿法隔膜市占率将近 60%，实现动力电池、消费电池两手发力，巩固锂电隔膜龙头地位。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司2019、2020、2021年营业收入分别为33.01亿元、43.79亿元和52.27亿元，增速分别为34.32%、32.66%和19.36%；归属于母公司股东净利润分别为8.74亿元、11.57亿元和13.96亿元，增速分别为68.63%、32.33%和20.70%；全面摊薄每股EPS分别为1.09元、1.44元和1.73元，对应PE为29.53倍、22.32倍和18.49倍。**公司锂电隔膜海外销量高速增长，盈利能力显著提升，有效对冲国内新能源车需求增速下滑的影响，将持续收益于全球电动化进程的加速。我们维持公司“增持”评级。**

■ 风险提示

新能源汽车需求不及预期，公司产能投放不达预期，隔膜产品价格下跌幅度超预期等。

■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2457.49	3300.93	4378.90	5226.55
增长率(%)	16.23%	34.32%	32.66%	19.36%
归属母公司股东净利润	518.44	874.25	1156.93	1396.43
增长率(%)	40.79%	68.63%	32.33%	20.70%
每股收益(元)	1.21	1.09	1.44	1.73
市盈率(X)	26.50	29.53	22.32	18.49

数据来源：Wind 上海证券研究所 （2019 年 10 月 22 日收盘价）

■ 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	138	330	438	523
应收和预付款项	1634	1502	2384	2004
存货	472	406	729	615
其他流动资产	361	361	361	361
长期股权投资	3	18	33	48
投资性房地产	11	9	8	7
固定资产和在建工程	4219	5567	6219	6665
无形资产和开发支出	299	270	241	212
其他非流动资产	360	359	357	357
资产总计	7497	8821	10770	10792
短期借款	930	1594	2602	2555
应付和预收款项	771	894	1109	1168
长期借款	784	797	829	0
其他负债	940	940	940	940
负债合计	3425	4224	5479	4663
股本	474	474	474	474
资本公积	2148	2148	2148	2148
留存收益	1209	1649	2232	2935
归属母公司股东权益	3831	4271	4853	5556
少数股东权益	241	326	437	573
股东权益合计	4072	4597	5291	6129
负债和股东权益合计	7497	8821	10770	10792

现金流量表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动产生现金流量	171	1792	1014	2954
投资活动产生现金流量	-1148	-1733	-1217	-1146
融资活动产生现金流量	784	133	311	-1723
现金流量净额	-193	192	108	85

利润表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2457	3301	4379	5227
营业成本	1424	1893	2447	2896
营业税金及附加	20	27	36	43
营业费用	50	70	96	115
管理费用	154	239	328	392
财务费用	25	110	154	155
资产减值损失	10	5	5	5
投资收益	9	15	15	15
其他收益	91	0	0	0
营业利润	778	970	1327	1634
营业外收支净额	0	150	158	160
利润总额	778	1120	1485	1794
所得税	98	162	216	263
净利润	680	959	1269	1531
少数股东损益	162	85	112	135
归属母公司股东净利润	518	874	1157	1396

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	42.05%	42.64%	44.13%	44.58%
EBIT/销售收入	28.95%	37.26%	37.41%	37.28%
销售净利率	24.90%	29.05%	28.98%	29.30%
ROE	11.75%	20.47%	23.84%	25.13%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	1.40	0.98	1.01	0.90
速动比率	0.95	0.69	0.73	0.65
总资产周转率	0.33	0.37	0.41	0.48
应收账款周转率	1.56	2.31	1.92	2.75
存货周转率	3.02	4.66	3.36	4.71

数据来源：Wind 上海证券研究所

分析师承诺

洪麟翔 孙克遥

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。