

2019年10月27日

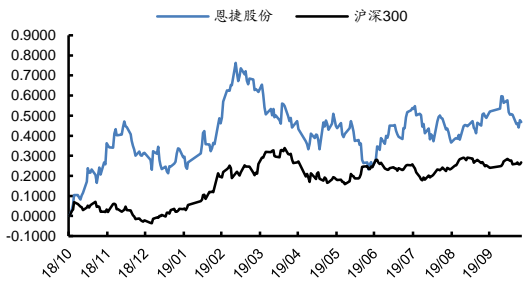
公司研究

评级：买入（首次覆盖）

研究所
 证券分析师：谭倩 S0350512090002
 0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
 证券分析师：尹斌 S0350518110001
 yinb@ghzq.com.cn
 联系人：张涵 S0350118050002
 0755-83026892 zhangh05@ghzq.com.cn

海外市场加速拓展，业绩超预期 ——恩捷股份（002812）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
恩捷股份	-1.9	-3.2	52.2
沪深300	1.1	1.0	22.8

市场数据

市场数据	2019-10-25
当前价格（元）	32.21
52周价格区间（元）	21.08 - 40.87
总市值（百万）	25940.99
流通市值（百万）	14813.35
总股本（万股）	80537.08
流通股（万股）	45989.90
日均成交额（百万）	132.38
近一月换手（%）	24.32

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

公司发布公告：2019年Q1~Q3实现营收21亿元，同比增长29.88%；归母净利润6.32亿元，同比增长95.8%；归母扣非净利润5.53亿元，同比增长252.77%。公司实际归母净利润高于预告5.89~6.24亿元区间上限，超市场预期。与此同时，公司修改收购苏州捷力方案，下调收购对价至18.01亿元，并取消业绩对赌条款。

投资要点：

- **业绩高速增长，超市场预期。**公司2019Q3实现营收7.28亿元，同比增长12.51%，环比增长0.9%，实现归母净利润2.43亿元，同比增长50.53%，环比增长37.5%，其中扣非净利润2.31亿元，同比增长87.5%，环比增长61%。在国内由于产能释放等原因隔膜价格持续下滑，竞争加剧，公司业绩高速增长主要来源于海外市场的快速开拓，其产品价格相对稳定有助于提升产品毛利率，对冲国内跌价风险。
- **海外占比提升改善毛利率，产能有序扩张。**2019Q3公司隔膜出货量预计1.9亿平左右，环比大约增长5%，同比约增长36%，其中海外出货量预计4000~5000万平，海外占比由2019H1的15%提升至第三季度的24%。2019年前三季度公司销售毛利率44.86%，销售净利率33.02%，2019Q3单季销售毛利率46.41%，环比增长4.02pct，海外销售占比提升带动整体销售毛利率上升。公司年初基膜产能13亿平方米（上海恩捷3亿平米+珠海恩捷10亿平米），随着珠海恩捷二期项目、江西通瑞项目（4亿平米）、无锡恩捷二期项目（5.2亿平米）等陆续投产，公司年底年产能有望突破20亿平方米，新投产产能将直接受益于海外销售渠道的扩张，有望助推业绩持续高速增长。
- **费用控制良好，销售回款大幅改善。**2019年前三季度公司期间费用率（含研发费用）为11.69%，同比增长0.27pct，其中财务费用率2.28%，同比增长1.48pct，主要原因是公司隔膜业务投资增加导致短期借款和长期借款增长所致；管理费用率3.88%，销售费用率2.07%，研发费用率3.46%，同比均基本持平。2019年前三季度经营活动现金流量净额2.05亿元，由负转正，同比增长172%，其中三季度单季经营活动现金流量净额8839万元，由负转正，同比增长

156%，公司销售回款大幅改善。

- **并购夯实龙头地位，协同效应显著。**公司修改收购捷力方案，决定下调收购对价至 18.01 亿元，并取消业绩对赌条款（原条款 2020-2022 年净利润 1/1.5/2 亿元），其目的在于提高整合效率，获得协同效应，此次收购一方面能够提高市场份额，强化龙头地位；另一方面利于补齐消费领域的短板，实现消费和动力领域的双轮驱动。从国内市场来看，我们认为随着隔膜市场竞争加剧，低端产能逐步出清，行业集中度将进一步提升，龙头降价压力相对较小，有望以量补价，实现业绩增长；从海外市场来看，恩捷绑定海外大客户 LG 化学、三星 SDI、松下等，海外隔膜价格稳定且需求持续放量，新收购产能将直接受益于恩捷的销售渠道，节省客户开拓成本，提速海外消费电池的隔膜占比。
- **盈利预测及投资评级：**基于审慎性原则，因收购捷力尚未完成暂不考虑其对公司业绩影响，预计公司 2019-2021 年将分别实现归母净利润 7.99、10.61、13.72 亿元，对应 EPS 分别为 0.99、1.32、1.70 元，PE 为 32、24、19 倍。公司作为全球湿法隔膜龙头，其海外业务拓展迅速，业绩有望持续高速增长，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**新能源政策波动风险；下游需求低于预期；产品价格低于预期；并购存在不确定性；大盘系统性风险；公开发行可转债不确定性影响。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	2457	3384	4538	5751
增长率(%)	101%	38%	34%	27%
归母净利润（百万元）	518	799	1061	1372
增长率(%)	232%	54%	33%	29%
摊薄每股收益（元）	1.09	0.99	1.32	1.70
ROE(%)	12.73%	17.38%	19.54%	21.09%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：恩捷股份盈利预测表

2019-10-2									
证券代码:	002812.SZ		股价:	32.21	投资评级:	买入	日期:	5	
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					每股指标				
ROE	13%	17%	20%	21%	EPS	1.09	0.99	1.32	1.70
毛利率	42%	45%	43%	42%	BVPS	8.08	5.32	6.23	7.40
期间费率	14%	16%	13%	12%	估值				
销售净利率	21%	24%	23%	24%	P/E	29.44	32.49	24.47	18.91
成长能力					P/B	3.98	6.05	5.17	4.35
收入增长率	101%	38%	34%	27%	P/S	6.21	7.67	5.72	4.51
利润增长率	232%	54%	33%	29%					
营运能力					利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
总资产周转率	0.32	0.31	0.40	0.48	营业收入	2457	3384	4538	5751
应收账款周转率	1.56	1.44	1.49	1.79	营业成本	1424	1874	2600	3341
存货周转率	3.02	2.20	2.34	2.68	营业税金及附加	20	27	41	46
偿债能力					销售费用	50	67	91	115
资产负债率	47%	57%	52%	46%	管理费用	251	257	363	460
流动比	1.39	1.23	1.41	1.61	财务费用	25	175	115	54
速动比	1.16	0.99	1.10	1.27	其他费用/(-收入)	(1)	(4)	(8)	(5)
					营业利润	778	980	1321	1730
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业外净收支	0	3	5	5
现金及现金等价物	314	631	286	640	利润总额	778	983	1326	1735
应收款项	1577	2357	3036	3218	所得税费用	98	115	159	226
存货净额	472	864	1129	1262	净利润	680	868	1167	1510
其他流动资产	420	609	771	978	少数股东损益	162	69	106	137
流动资产合计	2783	4461	5222	6097	归属于母公司净利润	518	799	1061	1372
固定资产	3175	3378	3440	3496					
在建工程	1037	2217	2017	1657	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
无形资产及其他	264	264	258	251	经营活动现金流	171	349	1114	2081
长期股权投资	3	3	3	3	净利润	680	868	1167	1510
资产总计	7702	10763	11379	11944	少数股东权益	162	69	106	137
短期借款	930	2130	1630	1130	折旧摊销	165	344	364	370
应付款项	507	781	1085	1391	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	8	11	14	18	营运资金变动	(836)	(1790)	(1688)	(1107)
其他流动负债	552	704	979	1254	投资活动现金流	(1148)	(1382)	138	304
流动负债合计	1997	3626	3708	3794	资本支出	(3707)	(1382)	138	304
长期借款及应付债券	784	1694	1394	794	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	849	849	849	849	其他	2559	0	0	0
长期负债合计	1633	2543	2243	1643	筹资活动现金流	1293	1766	(1129)	(1525)
负债合计	3630	6169	5951	5437	债务融资	1714	2110	(800)	(1100)
股本	474	806	806	806	权益融资	0	0	0	0
股东权益	4072	4594	5428	6507	其它	(421)	(344)	(329)	(425)
负债和股东权益总计	7702	10763	11379	11944	现金净增加额	316	733	123	859

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，9年行业研究经验，研究所副所长（主持工作）、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

2018 福布斯中国最佳分析师第七名、2018 年同花顺第一届 iFinD 最佳分析师 公用事业 第三名、今日投资 2018 年天眼中国最佳证券分析师 建筑装饰 行业第 2 名、水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

尹斌，中科院物理化学博士，4 年比亚迪动力电池实业经验，3 年证券从业经验，2018 年进入国海证券，从事新能源汽车行业及上市公司研究，2015 年新财富第 2 名、2016 年新财富第 3 名核心成员。

张涵，中山大学理学学士，金融学硕士，2018 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

【分析师承诺】

谭倩、尹斌，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。