2020 年 11 月 08 日

恩捷股份（002812.SZ） 电新/隔膜

新时代证券 New Times Securities

湿法隔膜龙头，乘风加速成长

——恩捷股份首次覆盖报告

公司深度

● 公司概况：湿法隔膜龙头，业绩表现亮眼（市占率/毛利率均在 50%以上）

目前，恩捷股份业务主要分为两大类，一类是传统包装业务，一类是湿法隔膜业务，湿法隔膜下游包括动力和消费两大类。从竞争格局来看，2019 年湿法隔膜上海恩捷（苏州捷力）市占率合计 55%，占据第一位。从恩捷股份的隔膜业务来看，近年来财务指标表现十分亮眼，近几年毛利率均在 50%以上。

● 行业分析：预计 2025 年行业空间 628 亿元，湿法龙头恩捷股份地位稳固

行业介绍：隔膜下游包括消费、储能、动力等，包括干法和湿法两大类

行业空间：2019 年隔膜出货量 51 亿平米，空间 128 亿元，预计 2025 年隔膜出货量 344 亿平米，空间 628 亿元

竞争格局：干法龙头星源材质（28%），湿法龙头恩捷股份（55%）

● 推荐逻辑：龙头成长确定性强，放量稳价降本实现增长

恩捷股份预计将实现高质量增长，其逻辑：依靠技术领先优势绑定客户快速放量降本，成本下降后继续投入研发和产能以巩固龙头地位，实现正向循环的高质量增长。**未来公司的增长点：**第一，量在于国内外优质客户的持续开拓和渗透率提升；第二，价在于涂覆比例的提高以实现平均价格的稳定甚至短期提高；第三，成本在于研发技术提升和规模效应带来的持续成本下降。

● 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 39、54、76 亿元，归母净利润分别为 11、17、25 亿元；按照最新收盘价对应 PE 分别为 81、54、37 倍。给予 2021 年 PE 估值 70-75 倍，对应股价 136.50-146.25 元/股。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示：新能源汽车需求不及预期，公司国内外客户拓展渗透不及预期，公司涂覆业务不及预期，公司成本下降不及预期，公司竞争对手业务进展超预期，固态电池等新技术进展超预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,457	3,160	3,857	5,417	7,617
增长率(%)	101.4	28.6	22.1	40.4	40.6
净利润(百万元)	518	850	1,138	1,710	2,503
增长率(%)	232.5	63.9	33.9	50.3	46.3
毛利率(%)	42.0	45.2	44.9	50.0	54.0
净利率(%)	21.1	26.9	29.5	31.6	32.9
ROE(%)	16.7	19.2	20.8	24.1	26.4
EPS(摊薄/元)	0.59	0.97	1.29	1.95	2.85
P/E	177.4	108.2	80.8	53.8	36.8
P/B	24.0	20.2	16.5	12.8	9.6

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为 2020 年 11 月 6 日

强烈推荐（首次评级）

开文明（分析师）

021-68865582

kaiwenming@xsdzq.cn

证书编号：S0280517100002

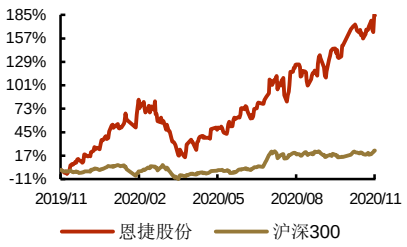
赵勇臻（分析师）

zhaoyongzhen@xsdzq.cn

证书编号：S0280520030001

市场数据	时间 2020.11.06
收盘价(元):	104.66
一年最低/最高(元):	35.0/107.95
总股本(亿股):	8.79
总市值(亿元):	919.93
流通股本(亿股):	5.29
流通市值(亿元):	553.52
近 3 月换手率:	74.32%

股价一年走势



相关报告

盈利预测、估值与目标价、评级

1）盈利预测：预计公司 2020-2022 年收入分别为 39、54、76 亿元，增速分别为 22%、40%、41%，归母净利润分别为 11、17、25 亿元，增速分别为 34%、50%、46%;

2）估值指标：我们预测公司 2020-2022 年 EPS 为 1.30、1.95、2.85 元/股。我们根据公司历史 PE 值和可比公司 PE 值，综合考虑行业景气向上趋势，盈利能力变化，可比公司差异等等因素，给予 2021 年 PE 估值 70-75 倍;

3）目标价格：136.50-146.25 元/股;

4）投资评级：给予“强烈推荐”评级。

关键假设

假设公司隔膜业务快速增长，毛利率保持稳中向上，传统包装业务收入和毛利率保持稳定。

推荐逻辑

恩捷股份预计将实现高质量增长，其逻辑：依靠技术领先优势绑定客户快速放量降本，成本下降后继续投入研发和产能以巩固龙头地位，实现正向循环的高质量增长。

未来公司的增长点：

第一， 量在于国内外优质客户的持续开拓和渗透率提升;

第二， 价在于涂覆比例的提高以实现平均价格的稳定甚至短期提高;

第三， 成本在于研发技术提升和规模效应带来的持续成本下降。

投资风险

新能源汽车需求不及预期，公司国内外客户拓展渗透不及预期，公司涂覆业务不及预期，公司成本下降不及预期，公司竞争对手业务进展超预期，固态电池等新技术进展超预期。

目 录

1、 公司概况：湿法隔膜龙头，业绩表现亮眼.....4
2、 行业分析：预计 2025 年行业空间 628 亿元，湿法龙头恩捷股份地位稳固.....5
2.1、 行业介绍：隔膜下游包括消费、储能、动力等，包括干法和湿法两大类.....5
2.2、 行业空间：预计 2025 年隔膜出货量 344 亿平米，空间 628 亿元.....6
2.3、 竞争格局：干法龙头星源材质，湿法龙头恩捷股份.....7
3、 公司推荐逻辑：龙头成长确定性强，放量稳价降本实现增长.....8
4、 盈利预测：预计 2021 年归母净利润 17 亿元，同比+50%.....10
5、 投资建议：给予 2021 年 70-75 倍估值，对应股价 136.50-146.25 元/股，首次覆盖给予“强烈推荐”评级.....11
6、 风险分析.....11
附：财务预测摘要.....12

图表目录

图 1： 2019 年湿法隔膜市场份额（%）.....4
图 1： 湿法隔膜营收及增速.....4
图 2： 湿法隔膜净利润及增速.....4
图 3： 湿法隔膜近年毛利率保持高位（%）.....5
图 4： 湿法隔膜近年净利率保持高位（%）.....5
图 5： 隔膜出货量和湿法占比.....7
图 6： 隔膜价格走势（元/平米）.....8

表 1： 干法工艺和湿法工艺产品性能对比.....5
表 2： 全球隔膜市场空间测算.....6
表 3： 干法隔膜市场市占率（%）.....7
表 4： 湿法隔膜市场市占率（%）.....8
表 5： 恩捷股份产能一览.....9
表 6： 2019 年恩捷股份分客户收入.....9
表 7： 恩捷股份出货目标（亿平米）.....10
表 8： 恩捷股份关键假设.....10
表 9： 恩捷股份盈利预测.....10
表 *： 可比公司的 PE 比较.....11

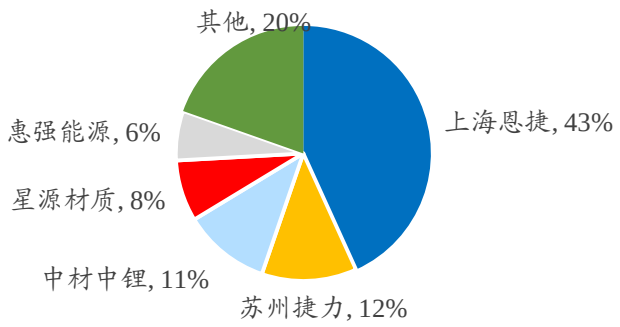
1、 公司概况：湿法隔膜龙头，业绩表现亮眼

云南恩捷新材料股份有限公司成立于 2006 年，于 2016 年在 A 股上市，简称“创新股份”，主要从事传统的包装业务，包括“BOPP 膜+无菌包装+特种纸+烟标”等。2018 年收购上海恩捷新材料科技有限公司 90.08%股份，增加了动力锂电池湿法隔膜业务，并将上市公司更名为“恩捷股份”。 2018 年收购江西瑞通，扩大湿法隔膜规模，2019 年收购苏州捷力，拓展 3C 领域湿法隔膜业务，2020 年收购纽米科技，进一步拓展 3C 和两轮电动车湿法隔膜市场。

目前，恩捷股份业务主要分为两大类，一类是传统包装业务，一类是湿法隔膜业务，湿法隔膜业务下游包括动力和消费两大类。

从竞争格局来看，2019 年湿法隔膜上海恩捷（苏州捷力）市占率合计 55%，占据第一位。从恩捷股份的隔膜业务来看，近年来财务指标表现十分亮眼，近几年毛利率均在 50%以上。

图1： 2019 年湿法隔膜市场份额（%）



资料来源：真锂研究，新时代证券研究所

图1： 湿法隔膜营收及增速

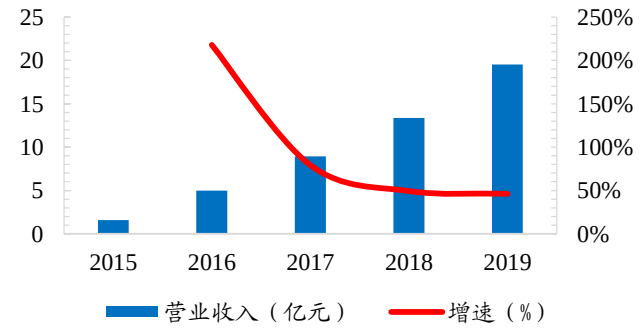
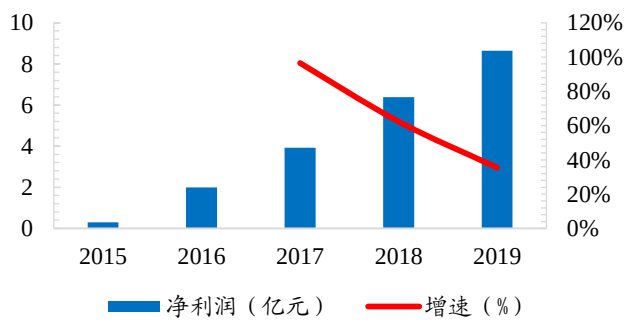


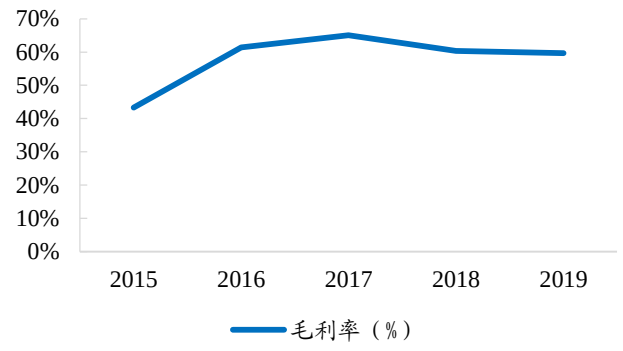
图2： 湿法隔膜净利润及增速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

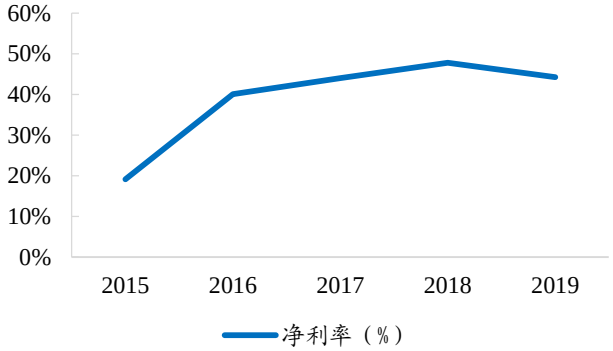
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图3： 湿法隔膜近年毛利率保持高位（%）



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图4： 湿法隔膜近年净利率保持高位（%）



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2、 行业分析：预计 2025 年行业空间 628 亿元，湿法龙头恩捷股份地位稳固

2.1、 行业介绍：隔膜下游包括消费、储能、动力等，包括干法和湿法两大类

隔膜的作用是隔离正负极防止短路，同时有微孔使得锂离子通过。隔膜的原材料为 PE（聚乙烯）或 PP（聚丙烯）等烯烃化工原材料。

隔膜大致按照工艺分为干法隔膜（一般仅基膜）和湿法隔膜（一般是基膜+涂覆），干法成本低性能适中，湿法成本高一些同时性能更好，隔膜下游包括消费锂电池、储能锂电池上、动力锂电池等。

至于干法和湿法工艺区别，总体来说，湿法工艺因为更薄且孔隙更小更均匀而受到追求高能量密度的三元电池的青睐，但其“热学稳定性和安全性”是其最主要的短板，所以湿法隔膜一般在基膜制好后，会对其进行涂覆胶黏剂，如陶瓷氧化铝、PVDF、芳纶等，以弥补其“热学稳定性和安全性”的短板。

表1： 干法工艺和湿法工艺产品性能对比

性质	参数	干法工艺	湿法工艺	对比	结论
一致性	厚度	12-30μm	5-30 微米	湿法厚度更薄	一致性上，湿法优于干法
	孔径分布	0.01-0.3μm	0.01-0.1μm	湿法孔径更小更均匀	
	孔隙率	30%-40%	35%-45%	湿法孔隙率更高	
稳定性	横向拉伸强度/Mpa	<100	130-150	湿法横向拉伸强度更高	稳定性上，湿法力学性能好于干法，干法热

性质	参数	干法工艺	湿法工艺	对比	结论
	纵向拉伸强度/Mpa	130-160	140-160	湿法纵向拉伸强度略高	学性能好于湿法
	横向热收缩率/120 度	<1%	<6%	干法横向热收缩性更好	
	纵向热收缩率/120 度	<3%	<3%	干法纵向热收缩性更好	
安全性	穿刺强度/gf	200-400	300-550	湿法穿刺强度更好	安全性上，湿法碰撞性能好于干法，干法热失控上好于湿法
	闭孔温度/℃	145	130	干法闭孔温度更高	
	熔断温度/℃	170	150	干法熔断温度更高	

资料来源：GGII，新时代证券研究所

2.2、 行业空间：预计 2025 年隔膜出货量 344 亿平米，空间 628 亿元

隔膜的需求可以分为三块，3C 市场、储能市场、电动车市场，假设 3C 市场、储能市场、铁锂电动车是干法隔膜的需求来源，三元电动车是湿法隔膜的需求来源。

3C 市场需求用全球智能手机出货量表示，假设未来稳步增长，储能市场需求用装机量表示，假设未来快速增长，电动车用需求用销量表示，铁锂和三元电动车都保持快速增长。

根据我们的测算，2020 年预计全球隔膜出货量 64 亿平米，2025 年预计 344 亿平米，2030 年预计 1024 亿平米，对应市场空间，2020 年预计 152 亿元，2025 年预计 628 亿元，2030 年预计 1361 亿元。

表2： 全球隔膜市场空间测算

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2025E	2030E
需求	3C（百万部）	1301	1437	1473	1466	1395	1371	1398	1785	2069
	储能装机量（GWh）	0.14	0.17	0.27	0.40	1.08	1.89	4	71	543
	电动车-铁锂（万辆）	7	48	72	81	88	67	71	283	595
	电动车-三元（万辆）	1	12	21	57	123	152	198	1184	3334
需求增速	*3C（%）*		*10%*	*2%*	*-1%*	*-5%*	*-2%*	*2%*	*5%*	*3%*
	储能（%）		*21%*	*59%*	*46%*	*173%*	*74%*	*100%*	*80%*	*50%*
	电动车-铁锂（%）		*592%*	*51%*	*13%*	*8%*	*-23%*	*5%*	*32%*	*16%*
	电动车-三元（%）		*687%*	*82%*	*167%*	*117%*	*24%*	*30%*	*43%*	*23%*
出货量	干法-3C（亿平）	3.8	4.4	5.0	5.8	6.5	8.1	8.2	11	12
	干法-储能（亿平）	0.1	0.0	0.1	0.2	0.4	0.5	1.0	18	140
	干法-铁锂（亿平）	1.3	3.2	7.8	7.5	7.9	4.8	5.0	20	42
	干法合计（亿平）	**5**	**8**	**13**	**13**	**15**	**13**	**14**	**49**	**195**
	湿法合计（亿平）	**13**	**15**	**21**	**26**	**33**	**38**	**49**	**295**	**830**
	合计（亿平）	**18**	**23**	**34**	**40**	**48**	**51**	**64**	**344**	**1024**
价格	*干法（元/平）*	*3.4*	*3.0*	*2.7*	*2.3*	*1.5*	*1.1*	*1.0*	*0.8*	*0.6*
	湿法（元/平）	*8.0*	*7.8*	*6.7*	*6.5*	*4.5*	*3.0*	*2.8*	*2.0*	*1.5*
市场空间	干法-3C（亿元）	13	13	13	13	10	9	8	8	7
	干法-储能（亿元）	0	0	0	0	1	1	1	14	84
	干法-铁锂（亿元）	4	10	21	17	12	5	5	16	25
	干法合计（亿元）	**18**	**23**	**35**	**31**	**22**	**15**	**14**	**38**	**117**
	湿法合计（亿元）	**105**	**121**	**141**	**169**	**147**	**114**	**138**	**589**	**1244**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2025E	2030E
合计（亿元）	122	144	176	200	170	128	152	628	1361

资料来源：IDC，CNESA，GGII，新时代证券研究所

2.3、 竞争格局：干法龙头星源材质，湿法龙头恩捷股份

先看干法竞争格局，据 GGII 数据，2016 年星源材质干法隔膜市占率 20%，2019 年市占率提升至 28%。

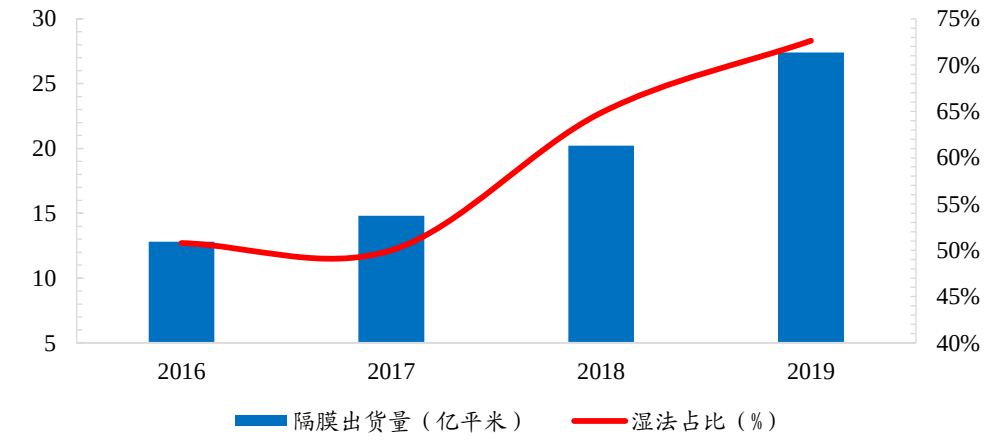
表3： 干法隔膜市场市占率（%）

	2016	2017	2018	2019
星源材质	20%	20%	23%	28%
沧州明珠	10%	12%	12%	22%
中科科技	13%	9%	9%	12%
中兴新材	-	-	16%	9%
东航光电	3%	3%	4%	3%
重庆纽米	1%	4%	3%	-
河南义腾	10%	9%	3%	-

资料来源：GGII，新时代证券研究所

再看湿法隔膜，近几年行业格局的主要变化在于湿法隔膜市场快速扩张。首先从出货占比来看，湿法的出货量在加速，主要是配备在三元电池上，据 GGII 数据，2019 年湿法隔膜出货量占比 73%，三元电池占总装机量 71%。

图5： 隔膜出货量和湿法占比

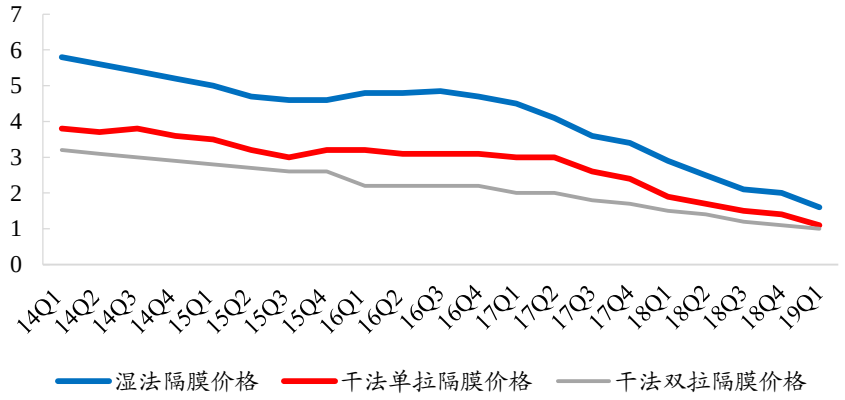


资料来源：GGII，新时代证券研究所

其次从价格上来看，一开始湿法隔膜价格较高，但随着持续放量带来成本下降，

目前湿法隔膜价格相比之前已非常接近干法隔膜的价格。

图6： 隔膜价格走势（元/平米）



资料来源：真锂研究，新时代证券研究所

为什么会这样？最重要的原因是，过去几年由于补贴政策的指引，动力电池一直在追求更高的能量密度，而湿法相比干法最大的优势在于**微孔膜更小更均匀，并且更薄**，因此更加适合追求高能量密度的三元电池。

湿法隔膜在未来较长一段时间相比干法隔膜仍将保持性能优势，恩捷股份（苏州捷力）2019 年市占率 55%，龙头地位稳固。

表4： 湿法隔膜市场市占率（%）

	2016	2017	2018	2019
上海恩捷	20%	26%	36%	43%
苏州捷力	13%	21%	11%	12%
长园中锂		17%	8%	11%
星源材质	5%	2%	3%	8%
辽源鸿图	4%	2%	4%	3%
重庆纽米	10%	6%	4%	3%
金辉高科	12%	6%	3%	2%
沧州明珠	3%	6%	5%	0%

资料来源：GGII，新时代证券研究所

3、 公司推荐逻辑：龙头成长确定性强，放量稳价降本实现增长

恩捷股份的成长逻辑：依靠技术领先优势绑定客户快速放量降本，成本下降后继

续投入研发和产能以巩固龙头地位，实现正向循环的高质量增长。

未来公司的增长点：

第一， 量在于国内外优质客户的持续开拓和渗透率提升；

第二， 价在于涂覆比例的提高以实现平均价格的稳定甚至短期提高；

第三， 成本在于研发技术提升和规模效应带来的持续成本下降。

公司产能：截至目前，恩捷股份基膜产能（含在建）共 46 亿平米，涂覆膜产能（含在建）共 32 亿平米，优质产能仍在持续建设中。

表5： 恩捷股份产能一览

基地	基膜产线	基膜产能（亿平米）	涂覆膜产线	涂覆膜产能（亿平米）	投产时间
上海恩捷	6 条	3	21 条	2.4	现有
珠海恩捷	16 条	13	40 条	8	2019 年底
无锡恩捷	12 条	12	40 条	10	2020
江西基地	24 条	18	40 条	12	2021

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

客户情况：公司客户覆盖了国内外几乎绝大部分主流优质客户，国内包括宁德时代、国轩、孚能等，国际客户包括 LG、松下、三星等。

表6： 2019 年恩捷股份分客户收入

客户名称	收入（亿元）	占比（%）
CATL	8.31	43%
LG	3.76	19%
国轩	2.22	11%
No.4	0.71	4%
No.5	0.43	2%
合计	15.43	79%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

出货目标：2019 年公司出货量约 8 亿平米，2020 年预计出货 12 亿平米，2021 年预计出货 20 亿平米。

表7： 恩捷股份出货目标（亿平米）

	2019	2020E	2021E
恩捷	8.0	10.0	16.0
捷力		2.0	3.0
纽米			1.0
合计	**8.0**	**12.0**	**20.0**
涂覆比例	20%	35%	50%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

4、 盈利预测：预计 2021 年归母净利润 17 亿元，同比+50%

关键假设：

假设公司隔膜业务快速增长，毛利率保持稳中向上，传统包装业务收入和毛利率保持稳定。

表8： 恩捷股份关键假设

		2019	2020E	2021E	2022E
业务 1: 湿法隔膜	收入（百万元）	1,943	2,640	4,200	6,400
	成本（百万元）	720	1,116	1,700	2,496
	毛利率（%）	63%	58%	60%	61%
业务 2: 传统包装业务	收入（百万元）	1,141	1,141	1,141	1,141
	成本（百万元）	952	952	952	952
	毛利率（%）	17%	17%	17%	17%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

盈利预测：

预计公司 2020-2022 年收入分别为 39、54、76 亿元，增速分别为 22%、40%、41%，归母净利润分别为 11、17、25 亿元，增速分别为 34%、50%、46%。

表9： 恩捷股份盈利预测

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,160	3,857	5,417	7,617
增速（%）	29%	22%	40%	41%
归母净利润（百万元）	850	1,138	1,710	2,503
增速（%）	64%	34%	50%	46%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

5、 投资建议：给予 2021 年 70-75 倍估值，对应股价 136.50-146.25 元/股，首次覆盖给予“强烈推荐”评级

我们预测公司 2020-2022 年 EPS 为 1.30、1.95、2.85 元/股。我们根据公司历史 PE 值和可比公司 PE 值，综合考虑行业景气向上趋势，盈利能力变化，可比公司差异等等因素，给予 2021 年 PE 估值 70-75 倍，对应股价 136.50-146.25 元/股。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表 *：可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价	EPS				PE				市值
	11.6	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	亿元
恩捷股份*	104.66	0.97	1.30	1.95	2.85	108	81	54	37	919.93
星源材质*	24.88	0.30	0.43	0.63	0.90	82	58	39	28	111.61
中材科技*	19.82	0.82	1.23	1.62	2.06	24	16	12	10	332.60

资料来源：采用新时代电新团队预测，其他公司使用 wind 一致预期。

6、 风险分析

新能源汽车需求不及预期，公司国内外客户拓展渗透不及预期，公司涂覆业务不及预期，公司成本下降不及预期，公司竞争对手业务进展超预期，固态电池等新技术进展超预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**2783**	**5023**	**5426**	**9099**	**10352**
现金	314	1012	1786	2509	3528
应收票据及应收账款合计	1571	1610	1894	3278	3814
其他应收款	8	832	193	1246	777
预付账款	58	105	93	186	207
存货	472	759	754	1175	1320
其他流动资产	361	706	706	706	706
非流动资产	**4919**	**7170**	**7566**	**8926**	**11161**
长期投资	3	3	4	4	4
固定资产	3175	4937	5466	6756	8727
无形资产	264	299	343	390	447
其他非流动资产	1477	1931	1753	1776	1982
资产总计	**7702**	**12193**	**12993**	**18025**	**21513**
流动负债	**1997**	**4229**	**4168**	**7712**	**8756**
短期借款	930	2670	2835	5469	6722
应付票据及应付账款合计	507	905	472	1478	911
其他流动负债	560	654	861	764	1123
非流动负债	**1633**	**3083**	**2718**	**2433**	**2232**
长期借款	784	1968	1603	1318	1117
其他非流动负债	849	1115	1115	1115	1115
负债合计	**3630**	**7312**	**6886**	**10145**	**10987**
少数股东权益	241	330	445	617	870
股本	474	805	879	879	879
资本公积	2198	1894	1894	1894	1894
留存收益	1209	1880	2499	3472	5226
归属母公司股东权益	3831	4551	5662	7262	9656
负债和股东权益	**7702**	**12193**	**12993**	**18025**	**21513**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**171**	**763**	**1946**	**456**	**3119**
净利润	680	936	1253	1883	2756
折旧摊销	167	304	380	473	624
财务费用	25	99	121	170	238
投资损失	-9	-2	0	0	0
营运资金变动	-797	-616	193	-2070	-499
其他经营现金流	106	42	0	0	0
投资活动现金流	**-1148**	**-3074**	**-776**	**-1832**	**-2859**
资本支出	1391	2119	396	1359	2235
长期投资	300	-820	-0	-0	-0
其他投资现金流	543	-1775	-380	-473	-625
筹资活动现金流	**784**	**2781**	**-559**	**-536**	**-493**
短期借款	930	1740	0	0	0
长期借款	784	1184	-364	-285	-202
普通股增加	337	332	74	0	0
资本公积增加	1150	-304	0	0	0
其他筹资现金流	-2418	-171	-269	-251	-291
现金净增加额	**-193**	**470**	**611**	**-1912**	**-233**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**2457**	**3160**	**3857**	**5417**	**7617**
营业成本	1424	1730	2126	2710	3506
营业税金及附加	20	15	18	26	36
营业费用	50	67	77	98	114
管理费用	154	123	135	179	236
研发费用	97	155	189	266	373
财务费用	25	99	121	170	238
资产减值损失	10	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	91	122	0	0	0
投资净收益	9	2	0	0	0
营业利润	**778**	**1063**	**1190**	**1969**	**3112**
营业外收入	0	0	231	168	15
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	**778**	**1062**	**1422**	**2137**	**3128**
所得税	98	126	169	254	372
净利润	**680**	**936**	**1253**	**1883**	**2756**
少数股东损益	162	86	115	173	253
归属母公司净利润	**518**	**850**	**1138**	**1710**	**2503**
EBITDA	999	1514	1922	2780	3990
EPS（元）	0.59	0.97	1.29	1.95	2.85

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	101.4	28.6	22.1	40.4	40.6
营业利润(%)	331.2	36.6	12.0	65.4	58.0
归属于母公司净利润(%)	232.5	63.9	33.9	50.3	46.3
获利能力					
毛利率(%)	42.0	45.2	44.9	50.0	54.0
净利率(%)	21.1	26.9	29.5	31.6	32.9
ROE(%)	16.7	19.2	20.8	24.1	26.4
ROIC(%)	12.4	11.3	14.4	16.0	19.5
偿债能力					
资产负债率(%)	47.1	60.0	53.0	56.3	51.1
净负债比率(%)	58.8	105.1	68.1	73.8	56.0
流动比率	1.4	1.2	1.3	1.2	1.2
速动比率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	2.4	2.0	2.2	2.1	2.1
应付账款周转率	3.7	2.5	3.1	2.8	2.9
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.97	1.29	1.95	2.85
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.10	-0.03	2.21	0.52	3.55
每股净资产(最新摊薄)	4.36	5.18	6.36	8.18	10.90
估值比率					
P/E	177.4	108.2	80.8	53.8	36.8
P/B	24.0	20.2	16.5	12.8	9.6
EV/EBITDA	94.7	64.4	50.2	35.4	24.7

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012 年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017 年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

赵勇臻，上海交通大学硕士，2017-2019 年任广发证券研究所非金属建筑材料行业分析师，2020 年加入新时代证券，覆盖电动车产业链和部分非电动车光伏风电公司。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监** 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	**吕莜琪　销售总监** 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	**吴林蔓　销售总监** 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/