证券研究报告

公司研究——事项点评

恩捷股份（002812.SZ）

买入 | 增持 | 持有 | 卖出

上次评级：买入，2020.08.24

武　浩　行业分析师

职业编号：S1500520090001

联系电话：+86 10 83326711

邮箱：wuhao@cindasc.com

陈　磊　行业分析师

职业编号：S1500520090003

联系电话：+86 10 83326713

邮箱：chenleia@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

三季度业绩创单季度新高，海外电动化加速

2020 年 11 月 03 日

事件：公司发布 2020 年第三季度报告。2020 年前三季度公司实现营收 25.81 亿元，同比增长 22.55%，归母净利润 6.43 亿元，同比增长 1.85%，扣非归母净利润 5.60 亿元，同比增长 1.11%；毛利率 40.65%，同比下降 4.21ppt。

其中，2020 年第三季度，公司实现营收 11.41 亿元，同比增长 56.63%，环比增长 28.49%；归母净利润 3.22 亿元，同比增长 32.63%，环比增长 75.96%；扣非归母净利润 2.92 亿元，同比增长 26.66%，环比增长 80.12%；毛利率 41.57%，同比下降 4.84ppt，环比增长 6.29ppt；净利率 28.61%，同比下降 7.93ppt，环比增长 6.4ppt。

点评：

- **第三季度出货量创新高，景气度回升显著。**公司 20 年三季度出货量 3.2 亿平方米，相较去年同期增长显著，预计隔膜板块贡献净利润约 2.8 亿，盈利能力强劲。新能源汽车销量节节攀升，隔膜发展势头强劲，出货量逐渐攀升，国内外均呈现快速增长的态势。

- **海外电动车销量大放异彩，带动公司出货量及盈利提升。**今年由于疫情影响，公司上半年出货受到一定影响，但随着国内外复工复产，欧洲电动化加速，根据 Clean Technica 数据，9 月欧洲电动车注册量已突破 16 万，同比增长 166%，渗透率达 12%，我们预计这一趋势有望持续，公司作为锂电隔膜全球龙头企业，出货量有望随之上升。由于能量密度不断提升，海外动力电池对涂覆膜的需求不断增加，公司涂覆膜的比例也将相应上升，叠加海外出货占比提升，公司盈利能力也有望获得提升。

- **新技术带来新发展，公司领先优势进一步扩大。**公司研发的在线涂布技术将有效地提高生产效率，降低生产成本，提升产品竞争力，同时更高效地满足客户需求。公司再次站在行业的最前沿，在技术上为行业的发展做出极大的贡献，推动整个行业快速降本。

- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-2022 年实现营收 37.9、53.9 和 70.0 亿元，同比增长 19.8%、42.3%和 30.0%，归母净利润 10.0、15.5 和 20.4 亿元，对应 2020-2022 年 PE 分别为 89.7x、58.1x 和 44.0x，维持“买入”评级。

- **风险因素：**新冠疫情等导致全球新能源汽车产销不及预期，产品价格波动导致公司盈利不及预期，原材料价格波动风险，技术路线变化风险，重大资产购买不及预期等。

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
单位：百万元	实际	本次	本次	本次
营业收入	3159.56	3784.83	5385.30	7003.34
增长率（%）	0.29	0.20	0.42	0.30
归母净利润	849.84	1001.35	1544.96	2042.93
增长率（%）	0.64	0.18	0.54	0.32
EPS（元/股）	0.97	1.14	1.76	2.33
市盈率（P/E）	52.13	89.71	58.14	43.97
市净率（P/B）	9.73	13.54	9.53	6.93

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，注：股价为 2020 年 11 月 03 日收盘价

资产负债表				单位:	百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,783	5,023	5,743	6,781	7,992
货币资金	314	1,012	1,916	1,626	1,525
应收票据	340	185	222	316	411
应收账款	1,231	1,424	1,706	2,428	3,157
预付账款	58	105	112	173	214
存货	472	759	974	1,363	1,769
其他	369	1,537	813	876	915
非流动资产	4,919	7,170	8,841	10,813	13,003
长期股权投资	3	3	3	3	3
固定资产(合计)	3,175	4,937	6,045	7,421	9,057
无形资产	264	299	401	512	594
其他	1,477	1,931	2,392	2,877	3,349
资产总计	7,702	12,193	14,584	17,594	20,995
流动负债	1,997	4,229	3,954	3,791	3,360
短期借款	930	2,670	2,235	1,459	531
应付票据	133	523	439	776	903
应付账款	374	383	537	719	954
其他	560	654	744	837	972
非流动负债	1,633	3,083	3,583	3,883	4,083
长期借款	784	1,968	2,468	2,768	2,968
其他	849	1,115	1,115	1,115	1,115
负债合计	3,630	7,312	7,537	7,674	7,443
少数股东权益	241	330	415	492	595
归母股东权益	3,831	4,551	6,632	9,428	12,958
负债和股东权益	7,702	12,193	14,584	17,594	20,995

重要财务指标				单位:	百万元
主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,457	3,160	3,785	5,385	7,003
同比(%)	16.2%	28.6%	19.8%	42.3%	30.0%
归母公司净利润	518	850	1,001	1,545	2,043
同比(%)	40.8%	63.9%	17.8%	54.3%	32.2%
毛利率(%)	42.0%	45.2%	41.4%	42.3%	42.4%
ROE(%)	13.5%	18.7%	15.1%	16.4%	15.8%
EPS(摊薄)(元)	0.59	0.97	1.14	1.76	2.33
P/E	83.61	52.13	89.71	58.14	43.97
P/B	11.31	9.73	13.54	9.53	6.93
EV/EBITDA	28.42	32.57	79.90	54.26	41.24

利润表				单位:	百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,457	3,160	3,785	5,385	7,003
营业成本	1,424	1,730	2,219	3,106	4,032
营业税金及附	20	15	18	25	33
销售费用	50	67	73	104	135
管理费用	154	123	142	195	253
研发费用	97	155	178	252	322
财务费用	25	99	76	69	62
减值损失合计	10	-5	-3	-4	-5
投资净收益	9	2	2	3	4
其他	71	96	146	208	271
营业利润	778	1,063	1,225	1,842	2,436
营业外收支	0	-1	7	0	0
利润总额	778	1,062	1,232	1,842	2,435
所得税	98	126	147	219	290
净利润	680	936	1,086	1,623	2,145
少数股东损益	162	86	84	78	103
归母公司净利	518	850	1,001	1,545	2,043
EBITDA	879	1,374	1,165	1,712	2,237
EPS(当年)	0.59	0.97	1.14	1.76	2.33

现金流量表				单位:	百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	171	763	1,534	1,015	1,427
净利润	680	936	1,086	1,623	2,145
折旧摊销	167	304	9	8	9
财务费用	30	98	105	102	92
投资损失	-9	-2	-2	-3	-4
营运资金变动	-716	-585	341	-719	-821
其它	19	12	-4	4	6
投资活动现金	-1,148	-3,074	-663	-726	-708
资本支出	-1,391	-2,118	-665	-730	-713
长期投资	235	-957	0	0	0
其他	8	2	2	3	4
筹资活动现金	784	2,781	32	-579	-819
吸收投资	0	0	72	0	0
借款	1,008	3,213	65	-476	-728
支付利息或股	-223	-338	-105	-102	-92
现金净增加额	-193	470	904	-290	-101

资料来源：万得，信达证券研发中心

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020 年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

陈磊，新能源与电力设备行业分析师，吉林大学硕士，2018 年 7 月加入信达证券研发中心，从事新能源行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称"信达证券")具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。