太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-11-01

公司点评报告

增持/维持

恩捷股份(002812)

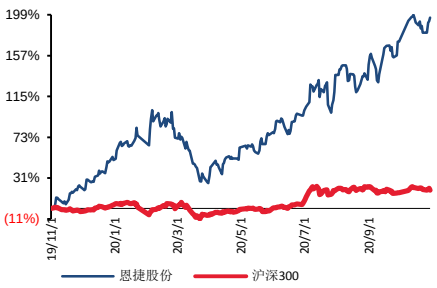
目标价：110

昨收盘：99.8

材料 材料II

单季度产销量创新高，产品结构迎来重要升级

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	876/526
总市值/流通(百万元)	87,396/52,457
12 个月最高/最低(元)	100.70/33.72

相关研究报告：

恩捷股份（002812）《恰逢好风凭借力，正是扬帆远航时》--2020/08/04

恩捷股份（002812）《产能释放，客户认可，公司持续高增长》--2020/04/17

恩捷股份（002812）《业绩高增长，产能投放超预期》--2019/09/02

证券分析师：张文臣

电话：010-88321731

E-MAIL：zhangwc@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010005

证券分析师：刘晶敏

电话：010-88321616

E-MAIL：liujm@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190516050001

证券分析师：周涛

电话：010-88321940

事件：2020Q3，公司实现营业收入 11.4 亿元，同比增长 56.63%，归母净利润 3.22 亿，同比增长 32.63%，扣非后归母净利润 2.92 亿，同比增长 26.66%。前三季度，实现营业收入 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%，扣非后归母净利润 5.6 亿元，同比增长 1.11%。

点评：

需求归来，盈利水平恢复。根据公司对季报的解读，2020 年 Q3，公司隔膜出货量 3.2 亿平米，3C0.7 亿平，动力类 2.5 亿平，创历史季度新高。扣除传统业务 4000 多万的利润，锂电隔膜净利润 2.4 亿多，单平利润已经恢复到较高水平。过去几年，在锂电隔膜价格几乎腰斩的情况下，公司通过技术进步，成本管理等方式，依然保持了高水平的盈利能力，行业内无出其右。公司前 3 季度隔膜总出货量 7 亿平以上，行业领先。全球汽车电动化趋势不可逆转，各国政府大力支持，以特斯拉为主的造车新势力不断涌现，大众、宝马等车企巨头重金投入，新能源汽车已经从萌芽走向高成长。随着 5G 基站、储能、消费类电子等需求的快速增加，锂电池已经走进千家万户。隔膜作为锂电池最重要的组成部分，将产期受益，尤其是新能源汽车对能量密度的诉求，湿法隔膜的需求更加旺盛。

战略指引方向，实力决定成败。公司以烟标等产品起家，迅速占领湿法隔膜制高点，公司以成为全球新能源膜材料龙头为愿景，重金投入，上市以来，公司资产增加 12 倍，主要投向湿法隔膜领域。2019 年以来，公司先后整合了苏州捷力和重庆纽米，向 3C 市场布局。预计到 2020 年底产能达到 30 亿平方米，已经打造了上海、珠海、无锡、赣州和苏州 5 大生产基地，产能还将快速增加。同时，公司开发出在线涂布产品，极大地降低了生产成本，并提高了产品性能，这是对隔膜行业的一大贡献。随着在线涂布技术产能的释放，以及客户的认可，公司涂布膜的占比将显著提高，公司的盈利能力有望进一步加强。

优秀的公司拥有优秀的伙伴。公司湿法隔膜产品开发已达到 80 多个品种，丰富的产品品类能够满足客户的不同需求，凭借技术及规模等优势，公司已经成为宁德时代、LGC、松下、三星、比亚迪，国轩、孚能、万向、中航锂电等国内外锂电池巨头的合作伙伴。在这些客户中，LGC 和宁德时代是全球配套车企最多的动力电池企业，他们也正是公

E-MAIL：zhoutao@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190517120001
证券分析师：方杰
电话 010-88321942
执业资格证书编码：S1190517120002

司的前两大客户。根据调研，公司四季度的出货量比三季度还要高，预计 2021 年出货量依然会大幅增加，下游市场无忧。

投资建议：新能源汽车行业长期景气，公司在湿法隔膜领域产能、产量全球第一，技术、人才全球一流；客户优异，海外市场加速落地，产品结构完善，公司具有较强的盈利能力。我们预计，公司 2020、2021 和 2022 年扣非后归母净利润分别为 10.6 亿、18.15 亿和 24.24，EPS 分别为 1.21 元、1.95 元和 2.62 元，对应 PE82、51 倍和 38 倍，给予“增持”评级。

风险提示：新能源汽车行业不及预期，公司扩产不及预期。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3159.56	4170.62	6089.11	7915.84
(+/-%)	28.57%	32.00%	46.00%	30.00%
净利润(百万元)	756.71	1060.08	1815.26	2424.07
(+/-%)	37.65%	31.76%	61.73%	33.91%
摊薄每股收益(元)	0.86	1.21	1.95	2.62
市盈率(PE)	115.70	82.59	51.06	38.13

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

盈利预测:

资产负债表(百万)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	506.70	41.71	60.89	2024.34
应收和预付款项	2545.39	2230.23	4737.55	4320.57
存货	759.23	442.45	1281.22	959.55
其他流动资产	523.12	523.12	523.12	523.12
长期股权投资	3.34	3.34	3.34	3.34
投资性房地产	10.00	8.81	7.63	6.44
固定资产和在建工程	6490.87	5693.76	4896.64	4099.52
无形资产和开发支出	342.92	309.80	276.67	243.55
其他非流动资产	228.31	227.00	225.70	225.70
资产总计	11409.89	9480.23	12012.78	12406.14
短期借款	2670.37	328.64	793.74	0.00
应付和预收款项	1005.69	720.73	1677.16	1385.44
长期借款	1967.81	1967.81	1967.81	1967.81
其他负债	1067.43	1067.43	1067.43	1067.43
负债合计	6711.30	4084.61	5506.14	4420.69
股本	805.37	805.37	805.37	805.37
资本公积	1865.89	1865.89	1865.89	1865.89
留存收益	1879.79	2500.46	3504.28	4848.51
归属母公司股东权益	4551.05	5171.72	6175.54	7519.77
少数股东权益	330.07	380.02	460.81	568.99
股东权益合计	4881.13	5551.75	6636.35	8088.76
负债和股东权益合计	11592.43	9636.35	12142.49	12509.45

现金流量表				
	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	347.42	500.00	700.00	800.00
投资性现金净流量	-3073.95	26.41	26.41	26.41
筹资性现金净流量	2780.70	-2967.94	-387.54	-1856.36
现金流量净额	54.17	-2441.53	338.87	-1029.95

利润表(百万)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3159.56	4170.62	6089.11	7915.84
减：营业成本	1730.30	2377.25	3409.90	4432.87
营业税金及附加	14.92	19.69	28.75	37.38
营业费用	67.25	88.77	129.60	168.49
管理费用	122.87	162.19	236.79	307.83
财务费用	98.97	186.80	141.99	110.96
资产减值损失	-5.19	30.00	30.00	30.00
加：投资收益	1.68	26.41	20.00	20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-191.64	0.00	0.00	0.00
营业利润	940.48	1332.33	2132.07	2848.31
加：其他非经营损益	-0.77	0.00	0.00	0.00
利润总额	939.72	1332.33	2132.07	2848.31
减：所得税	97.28	195.89	316.81	424.25
净利润	842.44	1136.44	1815.26	2424.07
减：少数股东损益	85.73	76.36	80.79	108.18
归属母公司股东净利润	756.71	1060.08	1815.26	2424.07

预测指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	45.24%	43.00%	44.00%	44.00%
销售净利率	26.66%	26.62%	29.48%	30.37%
销售收入增长率	28.57%	32.00%	46.00%	30.00%
净利润增长率	37.65%	31.76%	61.73%	33.91%
ROE	16.63%	20.50%	27.76%	30.53%
ROA	9.08%	15.75%	18.76%	23.69%
ROIC	16.30%	14.03%	24.41%	26.58%
EPS	0.86	1.21	1.95	2.62
PE	115.70	82.59	51.06	38.13
PB	19.24	16.93	14.18	11.64

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：（8610)88321761

传真：（8610）88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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或询价。我公司及其雇员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。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。