开源证券

恩捷股份（002812.SZ）

2020 年 10 月 28 日

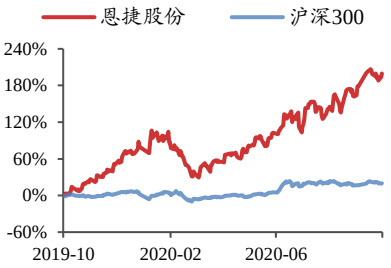
Q3 盈利能力环比显著改善，LG 化学订单增长显著

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/10/28
当前股价(元)	98.00
一年最高最低(元)	102.88/32.15
总市值(亿元)	865.26
流通市值(亿元)	520.62
总股本(亿股)	8.79
流通股本(亿股)	5.29
近 3 个月换手率(%)	76.11

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-2020H1 业绩符合预期，收购整合巩固龙头地位》-2020.8.25

《公司信息更新报告-拟收购纽米科技，进一步加强 3C 锂电隔膜布局》-2020.8.8

《公司深度报告-从经营数据看隔膜龙头强大竞争力》-2020.6.14

刘强（分析师）
liuqiang@kysec.cn
证书编号：S0790520010001

熊镐（联系人）
xionghao@kysec.cn
证书编号：S0790120090002

● **Q3 恩捷股份归母净利润 3.22 亿元，同比+32.6%，维持“买入”评级**

2020Q3 公司实现营收 11.41 亿元，同比+56.6%，环比+28.5%；归母净利润 3.22 亿元，同比+32.6%，环比+65.5%；经营性现金流量净额 0.62 亿元；毛利率 41.6%，同比-4.8pct，环比+6.3pct；净利率 28.6%，同比-7.9pct，环比+6.4pct。前三季度营收合计 25.81 亿元，同比+22.6%；归母净利润 6.43 亿元，同比+1.9%。我们预计全年出货量 12 亿平米（本部 10 亿平米+捷力 2 亿平米），全球新能源车行业景气度持续向上，我们上调 2020-2022 年归母净利润至 10.73（+0.03）/16.33（+0.54）/ 21.77（+1.57）亿元，EPS1.22/ 1.86/ 2.48 元，当前股价对应 P/E 分别为 80.6/53.0/39.7 倍，维持“买入”评级。

● **预计 Q3 隔膜业务营收 8.41 亿元，毛利率 47.5%**

2020Q3 公司毛利率 41.6%，同比-4.8pct；净利率 28.6%，同比-7.9pct。利润率同比下滑主要由于：①苏州捷力盈利能力较本部更弱；②销售/管理/财务费用率分别同比+0.6pct/+3.4pct/+1.8pct，我们推断主要系苏州捷力收购后协同效应尚未充分发挥。假定传统业务营收 3 亿元、毛利率 25%、净利率 12%。则**隔膜业务实现营收 8.41 亿元，毛利率 47.5%，净利率 34.5%**（2020H1 上海恩捷营收 5.77 亿元，净利率 38.9%；2020 年 3-6 月苏州捷力营收 2.52 亿元，净利率 28.2%）。

● **LG 化学订单放量显著，预计“海外+涂覆”将贡献增长新动能**

2019 年 4 月，公司与 LG 化学签订未来 5 年内、总金额不超过 6.17 亿美元的采购合同。该项目 2020Q1-Q3 确认收入 2.59 亿元（预计约 8000 万平米基膜）；2019 年内确认收入 2.39 亿元（预计约 7000 万平米基膜）。除此合同之外，我们预计 LG 化学的“3C（涂覆膜占多）”、“LG 南京”、“海外 PVDF 涂覆膜”等项目后续或将贡献新的增长动能。预计 2020-2022 年对 LG 化学出货量分别 1.8/3/4.7 亿平米。

● **风险提示：**新能源汽车销量不及预期，隔膜价格下降。

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	4,560	6,197	8,112
YOY(%)	101.4	28.6	44.3	35.9	30.9
归母净利润(百万元)	518	850	1,073	1,633	2,177
YOY(%)	232.5	63.9	26.3	52.2	33.3
毛利率(%)	42.0	45.2	42.9	44.8	44.9
净利率(%)	21.1	26.9	23.5	26.4	26.8
ROE(%)	16.7	19.2	19.8	22.6	23.6
EPS(摊薄/元)	0.59	0.97	1.22	1.86	2.48
P/E(倍)	166.9	101.8	80.6	53.0	39.7
P/B(倍)	22.6	19.0	15.7	12.3	9.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 Q3 盈利能力环比显著改善，LG 化学订单增长显著 3
2、 盈利预测与投资建议 5
3、 风险提示 5
附：财务预测摘要 6

图表目录

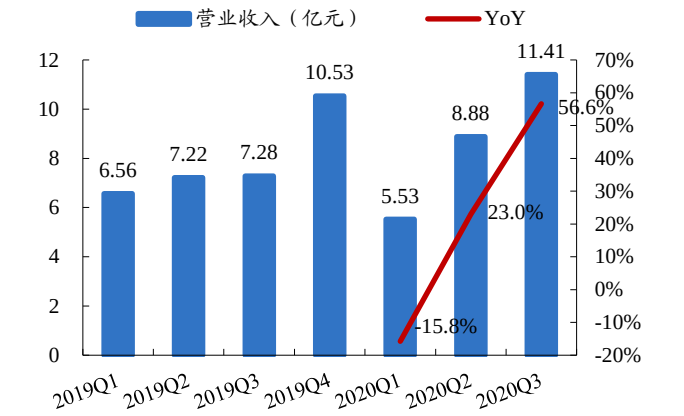
图 1： 公司 2020Q3 营业收入 11.41 亿元，同比+56.6% 3
图 2： 公司 2020Q3 归母净利润 3.22 亿元，同比+32.6% 3
图 3： 公司 2020Q3 毛利率 41.6%，净利率 28.6% 3
图 4： 恩捷股份 2020Q3 经营性现金流量净额 0.62 亿元，净现比 18.9% 4
图 5： 我们推测 2020Q1-Q3 恩捷股份平均有息负债 62.22 亿元 5
图 6： 截至 2020/9/30 恩捷股份固定资产 58.33 亿元、在建工程 27.67 亿元 5
图 7： 2020Q3 恩捷股份财务费用 0.33 亿元、财务费用率 2.9% 5

表 1： 恩捷股份 2020Q3 期间费用合计 1.42 亿元 4
表 2： 恩捷股份 2020Q3 期间费用率 12.4% 4

1、 Q3 盈利能力环比显著改善，LG 化学订单增长显著

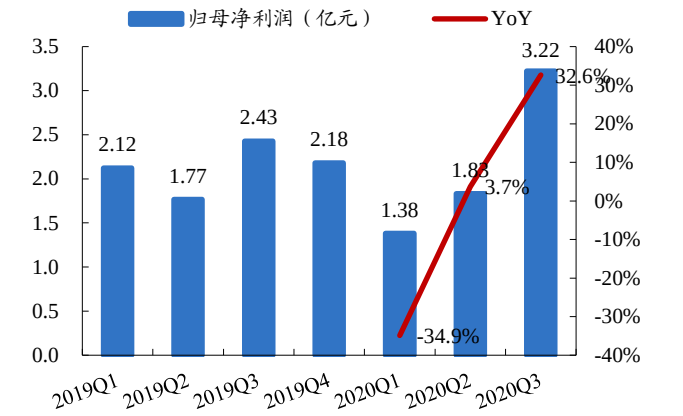
2020Q3 公司实现营收 11.41 亿元，同比+56.6%，环比+28.5%；归母净利润 3.22 亿元，同比+32.6%，环比+65.5%；经营性现金流量净额 0.62 亿元；毛利率 41.6%，同比-4.8pct，环比+6.3pct；净利率 28.6%，同比-7.9pct，环比+6.4pct。前三季度营收合计 25.81 亿元，同比+22.6%；归母净利润 6.43 亿元，同比+1.9%。

图1：公司 2020Q3 营业收入 11.41 亿元，同比+56.6%



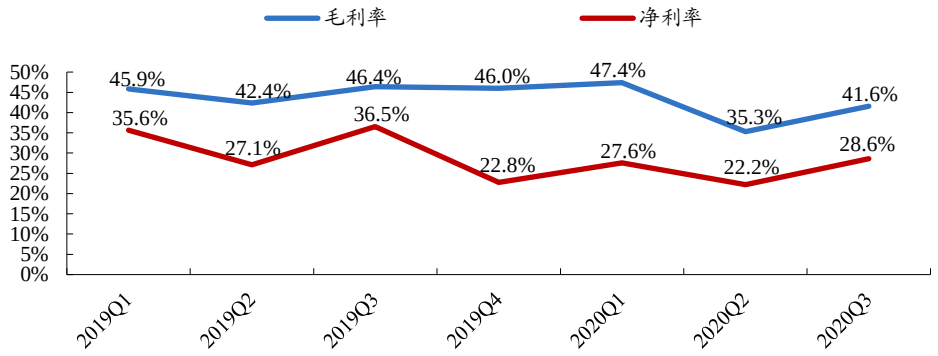
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：公司 2020Q3 归母净利润 3.22 亿元，同比+32.6%



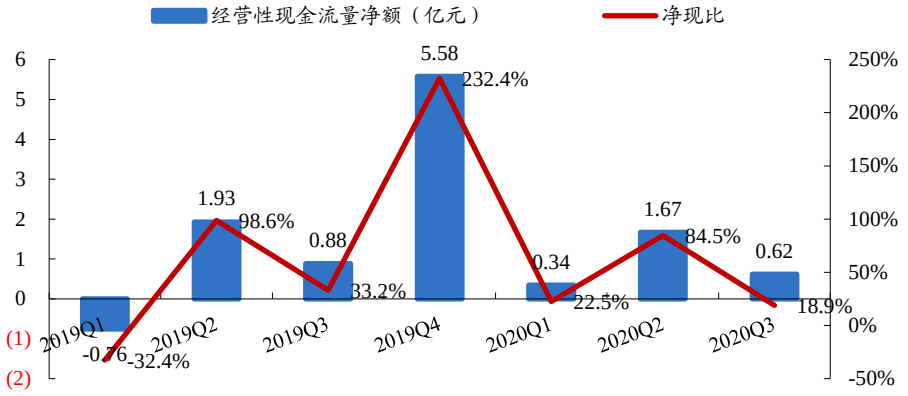
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：公司 2020Q3 毛利率 41.6%，净利率 28.6%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：恩捷股份 2020Q3 经营性现金流量净额 0.62 亿元，净现比 18.9%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2020Q3 期间费用率 12.4%，同比+3.8pct，环比-3.2pct，主要系 Q3 产量环比显著增长，规模效应显现。其中，销售费用/管理费用/研发费用/财务费用分别为 0.29/0.62/0.17/0.33 亿元，分别同比+104%/+313%/-31%/+295%，主要由于苏州捷力并表所致。

表1：恩捷股份 2020Q3 期间费用合计 1.42 亿元

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
销售费用（亿元）	0.12	0.18	0.14	0.24	0.18	0.25	0.29
管理费用（亿元）	0.30	0.36	0.15	0.41	0.36	0.34	0.62
研发费用（亿元）	0.22	0.25	0.25	0.82	0.30	0.35	0.17
财务费用（亿元）	0.09	0.30	0.08	0.51	0.40	0.44	0.33
期间费用（亿元）	0.74	1.09	0.63	1.98	1.25	1.38	1.42

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表2：恩捷股份 2020Q3 期间费用率 12.4%

时间	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
销售费用率	1.8%	2.4%	2.0%	2.3%	3.3%	2.8%	2.5%
管理费用率	4.6%	5.0%	2.1%	3.9%	6.6%	3.8%	5.5%
研发费用率	3.4%	3.5%	3.4%	7.8%	5.4%	3.9%	1.5%
财务费用率	1.4%	4.2%	1.2%	4.8%	7.3%	5.0%	2.9%
期间费用率	11.3%	15.2%	8.6%	18.8%	22.6%	15.6%	12.4%

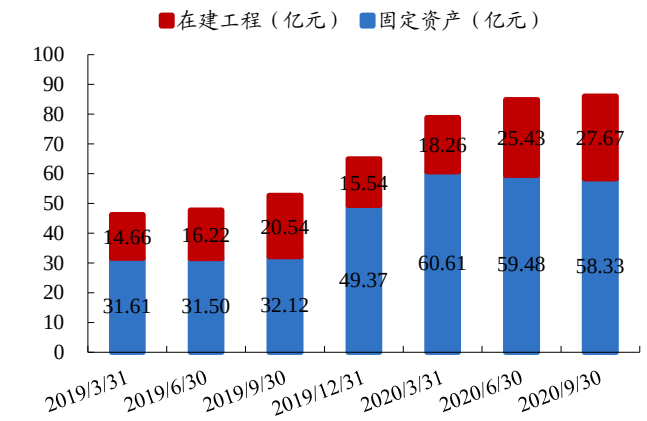
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：我们推测 2020Q1-Q3 恩捷股份平均有息负债 62.22 亿元

	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30
短期借款（亿元）	9.3	12.94	19.68	21.89	26.7	30.16	27.85	28.10
环比增量（亿元）		3.64	6.74	2.21	4.81	3.46	-2.31	0.25
期间平均增量（亿元）					8.83			1.77
期间平均短期负债（亿元）					**18.13**			**28.47**
长期借款（亿元）	7.84	7.84	8.95	16.87	19.68	24.98	25.36	19.59
环比增量（亿元）		0	1.11	7.92	2.81	5.30	0.38	-5.77
期间平均增量（亿元）					4.02			3.64
期间平均长期负债（亿元）					**11.86**			**23.32**
一年内到期的非流动负债（亿元）	1.58	1.58	1.94	2.38	4.48	4.46	5.45	5.43
环比增量（亿元）		0	0.36	0.44	2.1	-0.02	0.99	-0.02
期间平均增量（亿元）					0.65			0.47
期间平均一年内到期的非流动负债（亿元）					**2.23**			**4.95**
应付债券（亿元）	0	0	0	0	0	4.46	5.45	13.01
环比增量（亿元）		0	0	0	0	4.46	0.99	7.56
期间平均增量（亿元）					0			5.47
期间平均长期负债（亿元）					0			**5.47**
期间平均有息负债（亿元）					**32.22**			**62.22**
利息费用（亿元）					**0.98**			**0.98**

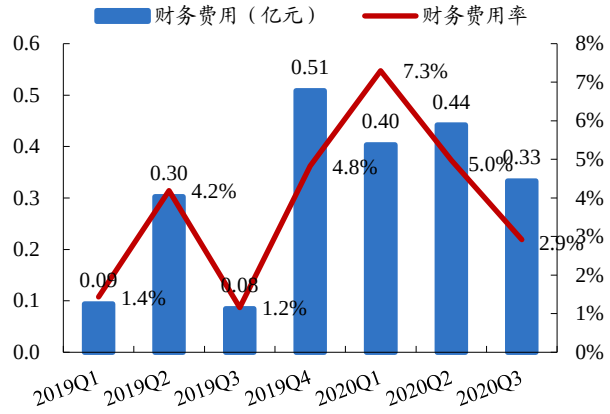
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：截至 2020/9/30 恩捷股份固定资产 58.33 亿元、在建工程 27.67 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：2020Q3 恩捷股份财务费用 0.33 亿元、财务费用率 2.9%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 盈利预测与投资建议

全球新能源车行业景气度持续向上，我们上调 2020-2022 年归母净利润至 10.73(+0.03)/16.33（+0.54）/21.77（+1.57）亿元，EPS1.22/1.86/2.48 元，当前股价对应 P/E 分别为 80.6/53.0/39.7 倍，维持“买入”评级。

3、 风险提示

新能源汽车销量不及预期，隔膜价格下降。

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	6918	8284	11261
现金	314	1012	1824	2169	3390
应收票据及应收账款	1571	1610	2950	3405	4320
其他应收款	8	832	0	41	13
预付账款	58	105	148	216	291
存货	472	759	1114	1349	1869
其他流动资产	361	706	882	1103	1378
非流动资产	4919	7170	9939	12278	13792
长期投资	3	3	5	6	8
固定资产	3175	4937	7431	9984	12250
无形资产	264	299	335	381	438
其他非流动资产	1477	1931	2168	1907	1096
资产总计	7702	12193	16857	20562	25053
流动负债	1997	4229	6255	6924	8439
短期借款	930	2670	3756	3846	4038
应付票据及应付账款	507	905	1264	1625	2182
其他流动负债	560	654	1235	1453	2219
非流动负债	1633	3083	4564	6025	6924
长期借款	784	1968	3223	4412	4984
其他非流动负债	849	1115	1341	1613	1940
负债合计	3630	7312	10819	12949	15363
少数股东权益	241	330	440	512	607
股本	474	805	879	879	879
资本公积	2198	1894	1894	1894	1894
留存收益	1209	1880	2921	4421	6421
归属母公司股东权益	3831	4551	5597	7102	9083
负债和股东权益	7702	12193	16857	20562	25053

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	171	763	1353	1600	2387
净利润	680	936	1183	1705	2272
折旧摊销	167	304	344	501	660
财务费用	25	99	154	191	186
投资损失	-9	-2	-5	-6	-6
营运资金变动	-797	-616	-339	-809	-749
其他经营现金流	106	42	15	19	24
投资活动现金流	-1148	-3074	-3107	-2834	-2168
资本支出	1391	2119	2695	2249	1401
长期投资	300	-820	-1	-2	-1
其他投资现金流	543	-1775	-413	-587	-769
筹资活动现金流	784	2781	1615	2050	1484
短期借款	930	1740	134	561	673
长期借款	784	1184	1255	1189	572
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	152	300	239
现金净增加额	-193	470	-140	816	1702

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2457	3160	4560	6197	8112
营业成本	1424	1730	2603	3423	4473
营业税金及附加	20	15	37	49	59
营业费用	50	67	109	146	187
管理费用	154	123	177	241	315
研发费用	97	155	224	304	398
财务费用	25	99	154	191	186
资产减值损失	10	-5	9	10	12
其他收益	91	122	107	115	111
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	9	2	5	6	6
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	778	1063	1358	1955	2599
营业外收入	0	0	4	1	2
营业外支出	0	1	1	0	1
利润总额	778	1062	1362	1956	2600
所得税	98	126	179	251	328
净利润	680	936	1183	1705	2272
少数股东损益	162	86	110	72	95
归母净利润	518	850	1073	1633	2177
EBITDA	1019	1562	1882	2674	3483
EPS(元)	0.59	0.97	1.22	1.86	2.48

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	101.4	28.6	44.3	35.9	30.9
营业利润(%)	331.2	36.6	27.8	43.9	33.0
归属于母公司净利润(%)	232.5	63.9	26.3	52.2	33.3
获利能力					
毛利率(%)	42.0	45.2	42.9	44.8	44.9
净利率(%)	21.1	26.9	23.5	26.4	26.8
ROE(%)	16.7	19.2	19.8	22.6	23.6
ROIC(%)	11.4	10.4	9.3	10.6	11.7
偿债能力					
资产负债率(%)	47.1	60.0	64.2	63.0	61.3
净负债比率(%)	58.8	105.1	118.5	114.3	91.3
流动比率	1.4	1.2	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	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	2.0	1.9	2.1
应付账款周转率	3.7	2.5	2.4	2.4	2.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.97	1.22	1.86	2.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.87	1.54	1.82	2.72
每股净资产(最新摊薄)	4.36	5.18	6.28	8.00	10.25
估值比率					
P/E	166.9	101.8	80.6	53.0	39.7
P/B	22.6	19.0	15.7	12.3	9.6
EV/EBITDA	87.5	58.9	50.0	35.8	27.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn