恩捷股份（002812）三季报点评

盈利回升，业绩恢复较高增长

买入（维持）

2020 年 10 月 27 日

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3160	3602	5131	6340
同比（%）	29%	14%	42%	24%
归母净利润（百万元）	850	1047	1666	2184
同比（%）	64%	23%	59%	31%
每股收益（元/股）	0.97	1.19	1.90	2.49
P/E（倍）	101.61	82.45	51.83	39.54

投资要点

- **1-3Q 利润 6.4 亿，同比转正，业绩符合预期：**2020 年前三季度公司营收 25.81 亿元，同比增长 22.5%；归母净利润 6.43 亿元，同比增长 1.9%；其中非经常性损益 0.84 亿，同比基本持平，主要为政府补贴。扣非净利润 5.6 亿元，同比增长 1.1%。20Q1-3 毛利率为 40.65%，同比下降 4.21pct；净利率为 26.19%，同比下降 6.83pct。前三季度合计冲回资产减值 0.53 亿。

- **捷力并表贡献增量，Q3 归母净利润 3.22 亿，同比+32.6%：**20Q3 公司实现营收 11.41 亿元，同比增加 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 75.86%，扣非归母净利润 2.92 亿元，同比增长 26.66%，环比增长 80.12%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 41.57%，同比下降 4.83pct，环比增长 6.29pct；净利率 28.61%，同比下降 7.93pct，环比增长 6.41pct；Q3 扣非净利率 25.6%，同比下降 6.06pct，环比提升 7.34pct。另 Q3 冲回资产减值 0.38 亿，增厚利润。

- **上海恩捷盈利恢复，捷力并表增量明显：**我们预计公司 Q3 出货量 3.2 亿平，同比增 68%，环比增 33%，其中上海恩捷本部出货 2.5 亿平，同比增 32%，环比增 20%，预计利润贡献 2.2 亿，同比持平；苏州捷力出货量 7000 万平，环比增加 15%，贡献近 6000 万利润，因此隔膜利润合计 2.8 亿，对应 Q3 单平利润 0.9 元/平，恢复至前期水平。Q3 盈利恢复主要得益于产能利用提升及产品结构优化，Q3 国内外客户需求全面恢复，产能利用率大幅回升，9 月公司进入接近满产状态；另一方面，Q3 海外出货量占比预计 30-40%，且 LG 涂覆供货比例提升，单平价值量增加。因此我们预计公司 Q3 产品毛利率环比提升 10pct，恢复至 50%以上。

- **Q4 排产进一步环比提 30%，21 年目标高增：**前三季度公司累计出货近 7 亿平，预计 Q4 排产 4.2 亿平+，环比增长 30%+，全年出货预计 11-12 亿平，同比增长 40%左右，其中海外出货预计 3 亿平，同比翻倍。21 年预期公司出货 18 亿平，同比增长 60%+，其中海外出货 5 亿平，且涂覆比例超过 50%，产品均价提升，而国内底部企稳，随着成本下降，盈利有望恢复。

- **7um 渗透+一体化产能投产，强化技术与成本优势：**下游大客户自 Q3 开始逐步切换部分产品为 7um 隔膜，对产品性能要求再提升，单平价值量较 9um 小幅提升 10%以内。公司 7um 产品竞争力依旧行业领先，在大客户供货份额稳定 50%以上。另外，公司联合日本设备厂商联合开发基涂一体化产线，自主拥有知识产权，单平成本有望下降 15%，进一步强化公司成本优 52BF·。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年归母净利 10.47/16.66/21.84 亿，同比增长 23%/59%/31%，对应 PE 为 82x/52x/40x，给予 2021 年 60 倍 PE，目标价 114 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**销量及政策不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	98.44
一年最低/最高价	32.08/102.88
市净率(倍)	8.62
流通 A 股市值(百万元)	51892.08

基础数据

每股净资产(元)	11.41
资产负债率(%)	47.14
总股本(百万股)	877.24
流通 A 股(百万股)	527.14

相关研究

1、《恩捷股份（002812）中报点评：捷力并表贡献增量，协同效应显著》2020-08-25

2、《恩捷股份（002812）公司点评：拟收购纽米科技，龙头优势再加强》2020-08-10

3、《恩捷股份（002812）一季报点评：疫情影响 Q1 业绩，拟增上海恩捷股权》2020-04-27

请务必阅读正文之后的免责声明部分

前三季度利润 6.4 亿， 同比转正，业绩符合预期：2020 年前三季度公司营收 25.81 亿元，同比增长 22.5%；归母净利润 6.43 亿元，同比增长 1.9%；其中非经常性损益 0.84 亿，同比基本持平，主要为政府补贴。扣非净利润 5.6 亿元，同比增长 1.1%。前三季度毛利率为 40.65%，同比下降 4.21pct；净利率为 26.19%，同比下降 6.83pct。前三季度合计冲回资产减值 0.53 亿。

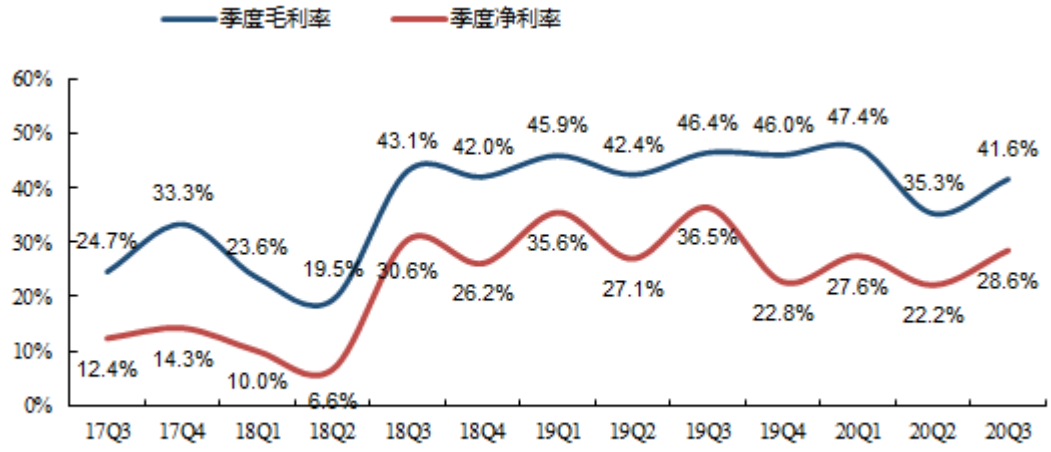
捷力并表贡献增量，Q3 归母净利润 3.22 亿，同比+32.6%。20Q3 公司实现营收 11.41 亿元，同比增加 56.63％，环比增长 28.49%；归母净利润 3.22 亿元，同比增长 32.63%，环比增长 75.86％，扣非归母净利润 2.92 亿元，同比增长 26.66%，环比增长 80.12%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 41.57%，同比下降 4.83pct，环比增长 6.29pct；净利率 28.61%，同比下降 7.93pct，环比增长 6.41pct；Q3 扣非净利率 25.6%，同比下降 6.06pct，环比提升 7.34pct。另 Q3 冲回资产减值 0.38 亿，增厚利润。

图 1：恩捷股份季度经营情况

	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
营业收入(百万)	1,140.7	887.8	552.9	1,053.2	728.3	721.8	656.3
-同比	56.63%	22.99%	-15.76%	26.03%	12.51%	32.80%	52.33%
毛利率	41.57%	35.28%	47.38%	45.98%	46.41%	42.39%	45.87%
归母净利润(百万)	322.1	183.2	138.2	218.1	242.9	176.6	212.3
-同比	32.63%	3.70%	-34.89%	11.38%	50.53%	117.40%	164.89%
净利率	28.61%	22.21%	27.60%	22.79%	36.54%	27.10%	35.63%
扣非归母净利润（百万）	292.07	162.15	105.34	199.42	230.59	143.29	179.52
-同比	26.66%	13.17%	-41.32%	23.59%	87.50%	1059.09%	733.88%
扣非归母净利率	25.60%	18.26%	19.05%	18.94%	31.66%	19.85%	27.36%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：恩捷股份季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

上海恩捷盈利恢复，捷力并表增量明显。我们预计公司 Q3 出货量 3.2 亿平，同比增 68%，环比增 33%，其中上海恩捷本部出货 2.5 亿平，同比增 32%，环比增 20%，预计利润贡献 2.2 亿，同比持平；苏州捷力出货量 7000 万平，环比增加 15%，贡献近 6000 万利润，因此隔膜利润合计 2.8 亿，对应 Q3 单平利润 0.9 元/平，恢复至前期水平。Q3 盈利恢复主要得益于产能利用提升及产品结构优化，Q3 国内外客户需求全面恢复，产能利用率大幅回升，9 月公司进入接近满产状态；另一方面，Q3 海外出货量占比预计 30-40%，且 LG 涂覆供货比例提升，单平价值量增加。因此我们预计公司 Q3 产品毛利率环比提升 10pct，恢复至 50%以上。

Q4 排产进一步环比提 30%，21 年目标高增。前三季度公司累计出货近 7 亿平，预计 Q4 排产 4.2 亿平+，环比增长 30%+，全年出货预计 11-12 亿平，同比增长 40%左右，其中海外出货预计 3 亿平，同比翻倍。21 年预期公司出货 18 亿平，同比增长 60%+，其中海外出货 5 亿平，且涂覆比例超过 50%，产品均价提升，而国内底部企稳，随着成本下降，盈利有望恢复。

7um 渗透+一体化产能投产，强化技术与成本优势。下游大客户自 Q3 开始逐步切换部分产品为 7um 隔膜，对产品性能要求再提升，单平价值量较 9um 小幅提升 10%以内。公司 7um 产品竞争力依旧行业领先，在大客户供货份额稳定 50%以上。另外，公司联合日本设备厂商联合开发基涂一体化产线，自主拥有知识产权，单平成本有望下降 15%，进一步强化公司成本优势。该工艺目前已通过下游大客户认证，且相关产能年底投产，明年有望逐步起来，带动公司涂覆隔膜占比提升，优化产品结构，提高单凭盈利水平。

捷力并表拉高费用，Q3 冲回减值 0.38 亿，增厚利润。2020 年前三季度公司三费（含研发）合计 4.05 亿元，同比增长 64.55%，费用率为 15.69%，同比增长 4.01pct。三季度单季度费用合计 1.42 亿，同比增长 126%，环比增长 3%，Q3 费用率 12.45%，同比提升 3.8pct，环比下降 3.2pct。20Q3 销售费用 0.3 亿元，销售费用率 2.5%，同比增长 0.6pct；管理费用 0.6 亿元，管理费用率 5.5%，同比增长 3.4pct；财务费用 0.3 亿元，财务费用率 2.9%，同比增长 1.8pct；研发费用 0.2 亿元，研发费用率 1.5%，同比减少 1.9pct。公司前三季度冲回资产减值损失 0.53 亿，其中 20Q3 公司冲回信用减值 0.38 亿。

图 3：溶剂和六氟价格走势

单位：百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
销售费用	11.61	17.68	14.26	23.70	18.02	25.00	29.05
-销售费用率	1.77%	2.45%	1.96%	2.25%	3.26%	2.82%	2.55%
管理费用	30.41	36.10	15.14	41.22	36.49	34.07	62.46
-管理费用率	4.63%	5.00%	2.08%	3.91%	6.60%	3.84%	5.48%
研发费用	22.49	25.39	25.04	82.00	30.08	34.99	17.15
-研发费用率	3.43%	3.52%	3.44%	7.79%	5.44%	3.94%	1.50%
财务费用	9.40	30.26	8.44	50.87	40.35	44.17	33.32
-财务费用率	1.43%	4.19%	1.16%	4.83%	7.30%	4.97%	2.92%
期间费用	73.91	109.42	62.87	197.79	124.93	138.22	141.97
-期间费用率	11.26%	15.16%	8.63%	18.78%	22.60%	15.57%	12.45%
资产减值损失	-	-	-	-5.19	-	15.48	37.88
信用减值损失	0.00	-3.43	0.38	-21.40	0.04	-1.64	-3.09

数据来源：物理化学协会，东吴证券研究所

存货、应收、预付款增加，经营性净现金流下降。2020 年前三季度公司存货为 10.9 亿，较年初增加 43.59%；应收账款 19.89 亿，较年初增长 39.6%，较 Q2 末增长 14.2%；预付款 2.3 亿，较年初增 119%。期末公司合同负债 0.16 亿元，较年初增长 76.06%，较 Q2 末增长 82.81%。20Q1-3 公司经营活动净现金流为 2.63 亿，同比上升 27.78%，其中 Q3 单季度经营现金流 0.6 亿，同比下降 31%，环比下降 63%；投资活动净现金流为-17.81 亿。期末账面现金为 52.68 亿，较年初增长 420.78%，主要系定增增发募集资金所致。期末在建工程 27.7 亿，较年中增加 2.2 亿，较年初增 12 亿；期末固定资产 58.3 亿，较年中减少 0.9 亿，较年初增 9 亿。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2020-2022 年归母净利 10.47/16.66/21.84 亿，同比增长 23%/59%/31%，对应 PE 为 82x/52x/40x，给予 2021 年 60 倍 PE，目标价 114 元，维持“买入”评级。

风险提示：销量及政策不及预期

恩捷股份三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,023	7,035	7,949	9,516
现金	1,012	2,646	2,449	3,101
应收账款	1,424	1,854	2,644	3,267
存货	759	641	858	1,045
其他流动资产	892	944	1,008	1,079
非流动资产	7,170	8,042	8,827	9,307
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	4,937	6,118	6,714	6,804
在建工程	1,554	1,054	1,254	1,654
无形资产	299	490	479	469
其他非流动资产	1,931	1,431	1,631	2,031
资产总计	12,193	15,078	16,777	18,823
流动负债	4,229	1,243	1,637	1,974
短期借款	3,119	0	0	0
应付账款	383	435	581	707
其他流动负债	728	807	1,056	1,267
非流动负债	3,083	3,083	3,083	3,083
长期借款	1,968	1,968	1,968	1,968
其他非流动负债	1,115	1,115	1,115	1,115
负债合计	7,312	4,325	4,720	5,057
少数股东权益	330	409	497	612
归属母公司股东权益	4,551	10,344	11,560	13,154
负债和股东权益	12,193	15,078	16,777	18,823

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	763	1,397	1,579	2,313
投资活动现金流	-3,074	-1,298	-1,298	-1,048
筹资活动现金流	2,781	1,535	-478	-613
现金净增加额	470	1,634	-197	652
折旧和摊销	304	428	515	571
资本开支	2,118	1,300	1,300	1,050
营运资本变动	-605	-220	-722	-584

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,160	3,602	5,131	6,340
减:营业成本	1,730	1,968	2,628	3,196
营业税金及附加	15	18	26	32
营业费用	67	72	103	114
管理费用	278	288	385	412
财务费用	99	92	28	23
资产减值损失	32	-27	6	6
加:投资净收益	2	2	2	2
其他收益	122	112	100	110
营业利润	1,063	1,309	2,063	2,673
加:营业外净收支	-1	0	0	0
利润总额	1,062	1,309	2,063	2,673
减:所得税费用	126	183	310	374
少数股东损益	86	79	88	115
归属母公司净利润	850	1,047	1,666	2,184
EBITDA	1,466	1,829	2,606	3,267

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.97	1.19	1.90	2.49
每股净资产(元)	5.65	11.79	13.18	15.00
发行在外股份(百万股)	805	877	877	877
ROIC(%)	11.0%	13.1%	11.8%	15.0%
ROE(%)	18.7%	14.5%	10.1%	14.4%
毛利率(%)	45.2%	33.8%	45.4%	48.8%
销售净利率(%)	29.6%	19.6%	31.3%	34.2%
资产负债率(%)	60.0%	36.8%	28.7%	28.1%
收入增长率(%)	28.6%	14.0%	42.4%	23.6%
净利润增长率(%)	37.5%	48.9%	20.4%	55.7%
P/E	101.61	82.45	51.83	39.54
P/B	18.97	8.35	7.47	6.56
EV/EBITDA	63	50	35	28

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn