增持 ——维持

日期：2020 年 08 月 28 日
行业：电气设备和新能源

隔膜业绩短期承压，传统业务发力
--2020 年中报点评

分析师： 孙克遥
Tel： 021-53686135
E-mail： sunkeyao@shzq.com
SAC 证书编号：S0870520010001

基本数据（截至 2020 年 08 月 24 日）

报告日股价（元）	76.74
12mth A 股价格区间（元）	29.66-87.20
总股本（百万股）	805.37
无限售 A 股/总股本	65.20%
流通市值（百万元）	40298.77
每股净资产（元）	5.79

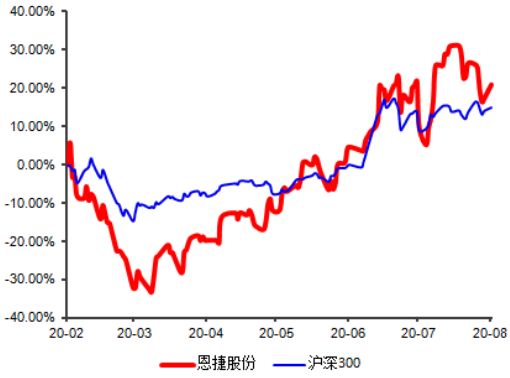
主要股东（2020H1）

Paul Xiaoming Lee	16.04%
玉溪合益投资有限公司	14.83%

收入结构（2020H1）

膜类产品	71.38%
无菌包装	12.08%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号： SKY20-EJGF02
首次报告日期：

■ 公司动态事项

公司发布2020年半年报。2020年上半年，公司实现营业收入14.41亿元，同比增长4.54%；实现归母净利润3.21亿元，同比下滑17.36%。经营性现金流净额2.01亿元，同比增长71.66%；加权平均ROE 6.80%，同比小幅下滑2.91个百分点。

■ 事项点评

锂电隔膜业务承压，捷力并表提升竞争力

受海内外新冠肺炎疫情的影响，公司锂电隔膜销量不及预期。2020年上半年，公司湿法隔膜出货超4亿平米，其中上海恩捷约3亿平，同比下滑14.29%。上海恩捷合并营业收入5.77亿元，同比下滑30.74%，合并净利润2.24亿元，同比下滑44.86%。今年上半年，上海恩捷隔膜均价1.92元/平，同比去年下滑19%，单平米净利约0.75元，同比下滑36%。公司隔膜海外业务保持较高增速，上半年海外业务收入2.76亿元，同比增长32.88%，海外业务毛利率63.27%，同比提升3.38个百分点。上半年，公司成功收购苏州捷力，捷力已达产的湿法隔膜产线共8条，产能规模每年可达4亿平米左右，与公司实现优势互补并拓展了客户范围。上半年苏州捷力并表收入2.52亿元，净利润0.71亿元。

传统业务成绩亮眼

2020 年上半年，公司传统业务发力，实现较高业绩增速：烟膜业务实现收入 1.20 亿元，同比增长 29.26%，平膜业务收入 1.26 亿元。另外，因疫情对国内物流运输的影响，公司迅速调整生产和销售策略，快速响应客户需求，上半年实现烟标业务收入 0.78 亿元，同比增长 46.76%。公司无菌包装业务下游客户有所突破，加强与大型乳品企业合作，实现业务收入 1.74 亿元，同比增长 37.51%。特种纸业务收入 0.76 亿元，同比增长 65.82%。

横向拓展收购纽米，协同捷力布局3C

公司拟使用自有及自筹资金通过公开竞价的方式购买纽米科技 15,936 万股股份（占其总股本的 54.76%）。纽米目前共有 6 条隔膜产线，客户包括珠海冠宇、乐金化学等国内外一流的 3C 消费类电池、电动工具电池、电动自行车电池企业。公司此次并购意在拓展进一步扩大产能，拓展公司在 3C 消费类电池隔膜市场，实现动力电池、消费电池两手发力，巩固锂电隔膜龙头地位。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司2020年-2022年营业收入分别为40.06亿元、56.69亿

元和73.95亿元，增速分别为26.79%、41.52%和30.44%；归属于母公司股东净利润分别为9.31亿元、14.31亿元和20.03亿元，增速分别为9.58%、53.70%和39.93%；全面摊薄每股EPS分别为1.16元、1.78元和2.49元，对应PE为66.37倍、43.18倍和30.86倍。**未来六个月内，我们维持公司“增持”评级。**

■ 风险提示

新能源汽车需求不及预期，公司产能投放不达预期，隔膜产品价格下跌幅度超预期等。

■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3159.56	4006.05	5669.41	7395.29
增长率(%)	28.57%	26.79%	41.52%	30.44%
归属母公司股东净利润	849.84	931.27	1431.41	2002.99
增长率(%)	63.92%	9.58%	53.70%	39.93%
每股收益(元)	1.06	1.16	1.78	2.49
市盈率(X)	72.40	66.37	43.18	30.86

数据来源：Wind 上海证券研究所 （2020 年 08 月 24 日收盘价）

■ 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1012	801	1134	1479
应收和预付款项	2545	2190	3949	3640
存货	759	800	1295	1342
其他流动资产	523	523	523	523
长期股权投资	3	5	7	9
投资性房地产	10	9	8	6
固定资产和在建工程	6491	7680	8374	8520
无形资产和开发支出	343	310	277	244
其他非流动资产	228	227	226	226
资产总计	12193	12727	15975	16172
短期借款	2670	3536	4844	6006
应付和预收款项	1006	600	1497	1098
长期借款	1968	1991	2034	68
其他负债	1067	1067	1067	1067
负债合计	7312	7195	9443	8240
股本	805	805	805	805
资本公积	1866	1866	1866	1866
留存收益	1880	2425	3263	4436
归属母公司股东权益	4551	5096	5934	7107
少数股东权益	330	436	598	825
股东权益合计	4881	5532	6532	7932
负债和股东权益合计	12193	12727	15975	16172

现金流量表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	763	2034	1566	3602
投资活动产生现金流量	-3074	-1973	-1666	-1291
融资活动产生现金流量	2781	233	432	-1966
现金流量净额	470	295	333	345

利润表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3160	4006	5669	7395
营业成本	1730	2190	2943	3705
营业税金及附加	15	19	27	35
销售费用	67	106	147	192
管理费用	123	345	485	629
财务费用	99	274	332	339
资产减值损失	-5	30	20	20
投资收益	2	2	2	2
其他收益	69	0	0	0
营业利润	1063	1044	1718	2477
营业外收支净额	-1	5	6	0
利润总额	1062	1209	1864	2612
所得税	126	172	270	382
净利润	936	1037	1594	2230
少数股东损益	86	106	162	227
归属母公司股东净利润	850	931	1431	2003

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	45.24%	45.32%	48.09%	49.90%
EBIT/销售收入	36.64%	36.92%	38.62%	39.81%
销售净利率	29.61%	25.88%	28.11%	30.15%
ROE	20.28%	18.27%	24.12%	28.18%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	1.19	0.94	1.02	0.92
速动比率	1.01	0.65	0.75	0.68
总资产周转率	0.32	0.32	0.36	0.46
应收账款周转率	2.38	2.16	2.27	2.66
存货周转率	2.81	2.74	2.27	2.76

数据来源：Wind 上海证券研究所

分析师承诺

孙克遥

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。