2020 年 08 月 24 日
公司研究●证券研究报告

恩捷股份（002812.SZ）

公司快报

隔膜出货持续增长，下半年业绩有望反弹

投资要点

- **事件：**8 月 24 日，恩捷股份发布 2020 年中报，报告期内实现营收 14.4 亿元，同比增长 5%；实现归母净利润 3.2 亿元，同比减少 17%；毛利率 39.9%，同比下滑 4.1pct。其中 Q2 实现营收 8.9 亿元，同环比分别增长 23%、61%；实现归母净利润 1.8 亿元，同环比分别增长 4%、33%；毛利率 35.3%，同环比分别下滑 7.1pct、12.1pct，主要是因为上半年新能源车销量下降，导致公司产能利用率下降。
- **【隔膜出货持续增长，捷力扭亏为盈】**2020 年上半年上海恩捷实现营收 5.8 亿元，同比下降 31%，净利润 2.2 亿元，同比下降 45%；苏州捷力上半年实现净利润 1744 万元，去年同期亏损 2136 万元，其中 3 月并入合并报表后为公司贡献营收 2.5 亿元，净利润 7092 万元。公司湿法隔离膜出货量超 4 亿平，同比增长 14%，市场份额继续保持领先。
- **【海外市场增速较快，盈利能力同比提升】**2020 年上半年境外地区营收 2.8 亿元，同比上涨 33%；毛利率 63.3%，同比增加 3.4pct，远高于国内业务毛利率水平。海外地区营业收入大幅增长主要系公司积极开拓锂电池隔膜业务海外市场所致。
- **【烟草包装业务增长显著】**因疫情对国内物流运输的影响，烟草包装市场供给不足，公司及时调整产销策略，相关业务增长明显。公司上半年烟膜实现营收 1.2 亿元，同比增长 29%；平膜实现营收 1.3 亿元，同比下降 34%；烟标实现营收 7847 万元，同比增长 47%；无菌包装实现营收 1.7 亿元，同比增长 38%；特种纸实现营收为 7625 万元，同比增长 66%。
- **【拟收购纽米科技，完善隔膜市场布局】**公司 8 月 8 日发布公告，拟使用自有及自筹资金以公开竞价方式收购纽米科技 1.6 亿股，占总股本 54.76%。纽米科技主要客户包括珠海冠宇、乐金化学等国内外一流的 3C 消费类电池、电动工具电池、电动自行车电池以及汽车动力电池制造企业，有望完善公司隔膜下游市场的布局，提高综合竞争力。
- **投资建议：**考虑到疫情对新能源车销量的影响，下调公司 2020-2022 年归母净利润分别至 8.6 亿元、11.2 亿元、15.7 亿元（原值 11.3 亿元、14.3 亿元、18.0 亿元），相当于 72 倍的动态市盈率，下调至“买入-B”投资评级。
- **风险提示：**全球需求恢复不及预期；产业链价格下滑超预期；海外疫情扩散。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,457	3,160	3,695	4,609	5,988
YoY(%)	101.4	28.6	16.9	24.8	29.9
净利润(百万元)	518	850	861	1,123	1,567
YoY(%)	232.5	63.9	1.3	30.5	39.5
毛利率(%)	42.0	45.2	42.6	43.9	45.8
EPS(摊薄/元)	0.64	1.06	1.07	1.39	1.95
ROE(%)	16.7	19.2	16.4	19.3	22.9
P/E(倍)	119.2	72.7	71.8	55.0	39.4
P/B(倍)	16.1	13.6	11.6	10.4	8.7
净利率(%)	21.1	26.9	23.3	24.4	26.2

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

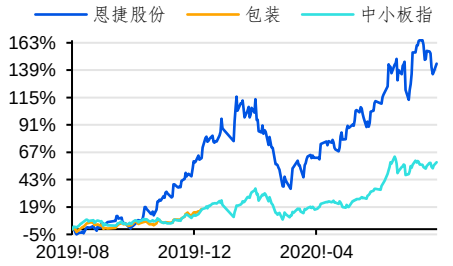
轻工制造 | 包装 III

投资评级	买入-B(下调)
股价(2020-08-24)	76.74 元

交易数据

总市值（百万元）	61,804.15
流通市值（百万元）	40,298.77
总股本（百万股）	805.37
流通股本（百万股）	525.13
12 个月价格区间	29.66/87.20 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.76	4.37	78.85
绝对收益	10.31	37.11	135.92

分析师 肖索
SAC 执业证书编号：S0910518007000 4
xiaosuo@huajinsc.cn
021-20377056

报告联系人 宇文甸
yuwendian@huajinsc.cn

相关报告

恩捷股份：业绩符合预期，隔膜龙头持续扩张 2020-03-18

恩捷股份：三季报超预期，明年海外及涂覆膜占比有望提升 2019-10-24

恩捷股份：业绩符合预期，隔膜龙头持续扩张 2019-08-26

恩捷股份：隔膜业务全球领跑，中报继续高预增 2019-05-06

恩捷股份：隔膜龙头再发力，全年业绩超预期 2019-02-18

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2783	5023	5511	7687	8871
现金	314	1012	1711	2135	2774
应收票据及应收账款	1571	1610	2109	2530	3497
预付账款	58	105	85	152	156
存货	472	759	750	1089	1223
其他流动资产	369	1537	855	1780	1222
非流动资产	4919	7170	7756	8444	9089
长期投资	3	3	5	7	8
固定资产	3175	4937	5591	6260	6825
无形资产	264	299	343	390	447
其他非流动资产	1477	1931	1818	1787	1809
资产总计	7702	12193	13267	16131	17960
流动负债	1997	4229	4816	7244	8070
短期借款	930	2670	3127	5234	5660
应付票据及应付账款	507	905	826	1284	1368
其他流动负债	560	654	863	727	1041
非流动负债	**1633**	**3083**	**2732**	**2386**	**2033**
长期借款	784	1968	1617	1271	918
其他非流动负债	849	1115	1115	1115	1115
负债合计	3630	7312	7549	9631	10103
少数股东权益	241	330	407	536	768
股本	474	805	805	805	805
资本公积	2198	1894	1894	1894	1894
留存收益	1209	1880	2343	2990	4135
归属母公司股东权益	3831	4551	5311	5963	7090
负债和股东权益	7702	12193	13267	16131	17960

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	171	763	1829	408	2298
净利润	680	936	938	1252	1798
折旧摊销	167	304	356	424	493
财务费用	25	99	154	184	175
投资损失	-9	-2	-5	-6	-6
营运资金变动	-797	-616	386	-1446	-163
其他经营现金流	106	42	0	0	0
投资活动现金流	-1148	-3074	-937	-1105	-1133
筹资活动现金流	784	2781	-649	-986	-953

每股指标（元）

每股收益(最新摊薄)	0.64	1.06	1.07	1.39	1.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.95	2.27	0.51	2.85
每股净资产(最新摊薄)	4.76	5.65	6.59	7.40	8.80

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2457	3160	3695	4609	5988
营业成本	1424	1730	2121	2584	3248
营业税金及附加	20	15	17	20	25
营业费用	50	67	74	83	102
管理费用	154	123	129	147	180
研发费用	97	155	148	184	240
财务费用	25	99	154	184	175
资产减值损失	10	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	9	2	5	6	6
营业利润	778	1063	1057	1413	2024
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	1061	1414	2025
所得税	98	126	123	161	227
税后利润	680	936	938	1252	1798
少数股东损益	162	86	77	129	232
归属母公司净利润	518	850	861	1123	1567
EBITDA	1044	1628	1611	2081	2811

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	101.4	28.6	16.9	24.8	29.9
营业利润(%)	331.2	36.6	-0.5	33.6	43.3
归属于母公司净利润(%)	232.5	63.9	1.3	30.5	39.5
获利能力					
毛利率(%)	42.0	45.2	42.6	43.9	45.8
净利率(%)	21.1	26.9	23.3	24.4	26.2
ROE(%)	16.7	19.2	16.4	19.3	22.9
ROIC(%)	11.7	10.9	9.6	10.5	13.6
偿债能力					
资产负债率(%)	47.1	60.0	56.9	59.7	56.3
流动比率	1.4	1.2	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
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	2.0	2.0
应付账款周转率	3.7	2.5	2.5	2.5	2.5
估值比率					
P/E	119.2	72.7	71.8	55.0	39.4
P/B	16.1	13.6	11.6	10.4	8.7
EV/EBITDA	61.7	41.3	41.4	32.8	24.1

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

肖索声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示:

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn