恩捷股份（002812）中报点评

捷力并表贡献增量，协同效应显著

买入（维持）

2020 年 08 月 25 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3160	3678	4898	6145
同比（%）	29%	16%	33%	25%
归母净利润（百万元）	850	1061	1500	2030
同比（%）	64%	25%	41%	35%
每股收益（元/股）	1.06	1.32	1.86	2.52
P/E（倍）	72.72	58.23	41.21	30.44

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 阮巧燕
执业证号：S0600517120002
021-60199793
ruanqy@dwzq.com.cn

投资要点

- **2020H1 归母净利润 3.21 亿元，同比-17.4%，上海恩捷净利润 2.24 亿元，同比-45%，基本符合预期。**2020 年 H1 公司营收 14.41 亿元，同比增长 4.5%；归母净利润 3.21 亿元，同比下降 17.4%，基本符合预期。公司扣非净利润 2.7 亿元，同比下降 17.1%；20H1 毛利率为 39.93%，同比下降 4.12pct；净利率为 24.27%，同比下降 6.89pct。其中上海恩捷 20H1 营收 5.77 亿元，同比下降 30.74%，净利润 2.24 亿元，同比下降 44.86%。

- **Q2 捷力并表贡献增量，而隔膜销售结构变化，致盈利水平明显下滑。**20Q2 公司实现营收 8.88 亿元，同比增加 22.99%，环比增长 60.58%；归母净利润 1.83 亿元，同比增长 3.7%，环比增长 32.5%，扣非归母净利润 1.62 亿元，同比增长 13.17%，环比增长 53.94%。盈利能力方面，Q2 隔膜海外出货占比下滑，公司毛利率为 35.28%，同比下降 7.1pct，环比下降 12.1pct；净利率 22.21%，同比下降 4.89pct，环比下降 0.79pct；Q2 扣非净利率 18.26%，同比下降 1.59pct，环比下降 0.79pct。

- **上海恩捷业绩下滑明显，捷力并表开始贡献增量。**上半年公司湿法隔膜收入 7.83 亿，同比小幅下降 5.7%。子公司来看，上海恩捷 20H1 收入 5.77 亿，同比下降 31%；净利润 2.24 亿，下降 45%；对应净利率为 38.8%，其中 20Q2 净利润 0.98 亿，对应净利率 32%，对应归母净利润 0.9 亿。苏州捷力 20H1 收入 3.30 亿，净利润 0.17 亿，对应净利率 5.2%；3 月开始并表，并表后为公司贡献 2 亿收入，并贡献净利润为 0.71 亿元，其中预计 Q2 位公司贡献 0.6 亿利润。

- **Q2 出货量明显恢复，但均价下滑及国内销量占比提升，盈利下滑。**上半年湿法隔膜出货超过 4 亿平，同比增 10%，预计上海恩捷约 3 亿平，捷力约 1 亿平。其中上海恩捷 20Q2 出货预计 1.8 亿平左右，环比增长 50%，同比持平；捷力 Q2 贡献 0.6 亿平左右，合计 Q2 公司隔膜出货约 2.4 亿平，在国内份额超过 50%。由于国内产品 Q2 降价 10-15%，且海外客户占比从 Q1 的 40%下降至 30%左右，20Q2 上海恩捷隔膜均价约 1.9 元/平（含税），环比 Q1 下降 25-30%。单平利润看，上海恩捷 20Q2 单平利润约 0.5-0.6 元/平，环比下降近 50%；苏州捷力由于在国产特斯拉放量，单平利润预计为 1 元左右。上半年公司海外收入 2.8 亿，同比增 33%，对应毛利率 63%，同比增加 3pct。

- **盈利预测：**我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 10.6/15.0/20.3 亿，同比增长 25%/41%/35%，对应 PE 为 58x/41x/30x，给予 2021 年 50 倍 PE，目标价 93 元，维持“买入”评级

- **风险提示：**销量不及预期，政策不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	76.74
一年最低/最高价	29.59/87.20
市净率(倍)	12.76
流通 A 股市值(百万元)	40298.77

基础数据

每股净资产(元)	5.79
资产负债率(%)	65.30
总股本(百万股)	805.37
流通 A 股(百万股)	525.13

相关研究

1、《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

2、《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

3、《恩捷股份（002812）公司点评：龙头业绩高增长，20 年海外加速放量》2020-03-24

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2020H1 归母净利润 3.21 亿元，同比-17.4%，上海恩捷净利润 2.24 亿元，同比-45%，基本符合预期。2020 年 H1 公司营收 14.41 亿元，同比增长 4.5%；归母净利润 3.21 亿元，同比下降 17.4%，基本符合预期。公司扣非净利润 2.7 亿元，同比下降 17.1%；20H1 毛利率为 39.93%，同比下降 4.12pct；净利率为 24.27%，同比下降 6.89pct。其中上海恩捷 20H1 营收 5.77 亿元， 同比下降 30.74%，净利润 2.24 亿元，同比下降 44.86% 。

Q2 捷力并表贡献增量，而隔膜销售结构变化，致盈利水平明显下滑。20Q2 公司实现营收 8.88 亿元，同比增加 22.99%，环比增长 60.58%；归母净利润 1.83 亿元，同比增长 3.7%，环比增长 32.5%，扣非归母净利润 1.62 亿元，同比增长 13.17%，环比增长 53.94%。盈利能力方面，Q2 隔膜海外出货占比下滑，公司毛利率为 35.28%，同比下降 7.1pct，环比下降 12.1pct；净利率 22.21%，同比下降 4.89pct，环比下降 0.79pct；Q2 扣非净利率 18.26%，同比下降 1.59pct，环比下降 0.79pct。

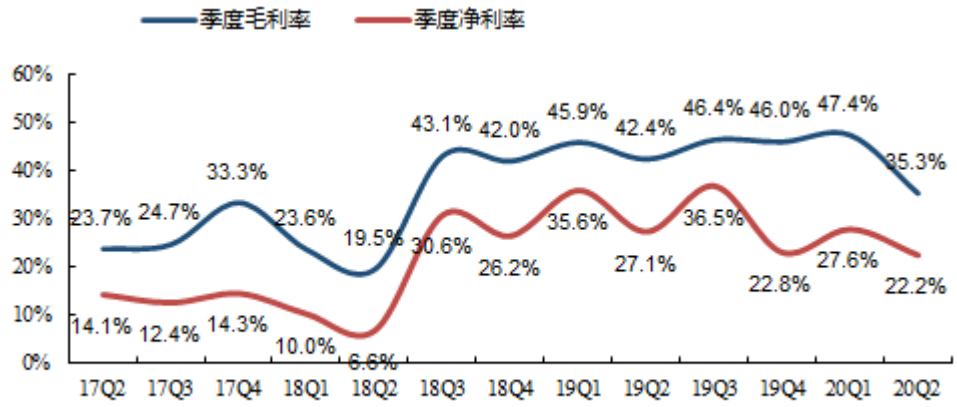
图 1：恩捷股份季度经营情况

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

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：恩捷股份季度经营情况

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

上海恩捷业绩下滑明显，捷力并表开始贡献增量。上半年公司湿法隔膜收入 7.83 亿，同比小幅下降 5.7%。子公司来看，上海恩捷 20H1 收入 5.77 亿，同比下降 31%；净利润 2.24 亿，下降 45%；对应净利率为 38.8%，其中 20Q2 净利润 0.98 亿，对应净利率 32%，对应归母净利润 0.9 亿。苏州捷力 20H1 收入 3.30 亿，净利润 0.17 亿，对应净利率 5.2%；3 月开始并表，并表后为公司贡献 2 亿收入，并贡献净利润为 0.71 亿元，其中预计 Q2 位公司贡献 0.6 亿利润。

图 3：恩捷股份子公司经营情况

		2020H1				19H1	
公司名称	公司类型	营业收入(亿元)	营收-同比	净利润(亿元)	净利润-同比	营业收入(亿元)	净利润(亿元)
上海恩捷	子公司	5.77	-30.7%	2.24	-45.1%	8.33	4.08
苏州捷力	子公司	3.30		0.17			

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q2 出货量明显恢复，但均价下滑及国内销量占比提升，盈利下滑。上半年湿法隔膜出货超过 4 亿平，同比增 10%，预计上海恩捷约 3 亿平，捷力约 1 亿平。其中上海恩

捷 20Q2 出货预计 1.8 亿平左右，环比增长 50%，同比持平；捷力 Q2 贡献 0.6 亿平左右，合计 Q2 公司隔膜出货约 2.4 亿平，在国内份额超过 50%。由于国内产品 Q2 降价 10-15%，且海外客户占比从 Q1 的 40%下降至 30%左右，20Q2 上海恩捷隔膜均价约 1.9 元/平（含税），环比 Q1 下降 25-30%。单平利润看，上海恩捷 20Q2 单平利润约 0.5-0.6 元/平，环比下降近 50%；苏州捷力由于在国产特斯拉放量，单平利润预计为 1 元左右。上半年公司海外收入 2.8 亿，同比增 33%，对应毛利率 63%，同比增加 3pct。

8 月排产新高+海外涂覆比例提升，布局一体化产线成本有望下降。公司 8 月排产预计在 1.1 亿平/月，环比提升 20%以上，单月排产历史新高（含捷力），全年出货预期 12 亿平左右，同比增长 45%。其中海外上半年出货 1 亿平左右，全年出货预计 3 亿平以上，同比翻倍以上。另外下半年 LG 供货中涂覆比例提升，产品均价提升，且松下、三星订单逐月向上，有望平滑国内价格下降。同时公司积极布局基膜+涂覆一体化产线研发，省去环节材料和人力损耗，将有效降低成本。

动力+消费齐发力，进一步整合行业。恩捷拟纽米科技，进一步整合行业，且拓展 3C 消费及二轮车市场产品布局，进而优化竞争格局，若完成收购，恩捷在国内隔膜市占率进一步提升至 55%以上。此前恩捷收购苏州捷力转型中高端消费市场，成功进入 ATL 和 LG 化学供应链，此次纽米科技隔膜设备也采购自制钢所，双方设备架构相通，恩捷有望迅速完成技术渗透，进一步攻克 3C、二轮车等市场。

1H 传统业务实现较好增长。上半年公司传统业务收入 6.58 亿，同比增 20%左右。其中烟膜收入 1.2 亿，同比+29.3%；而烟膜产量增长影响平膜产能，20H1 平膜收入 1.26 亿，同比下降 34.2%。包装印刷业务方面，烟标收入 0.78 亿，同比增长 46.8%。无菌包装 1.74 亿，同比+37.5%。特种纸收入 0.76 亿，同比+65.2%。预计上半年传统业务贡献利润 0.47 亿净利润。

图 4：恩捷股份分业务收入

	2020H1					2019H1		
	营业收入(亿)	同比	销量(亿平)	同比	单位售价(不含税)(元/平)	营业收入(亿)	销量	单位售价(不含税)
膜类产品	10.28	-8%				11.16		
-锂电隔膜	7.82	-6%	4	14.3%	1.96	8.32	3.5	2.38
-BOPP烟膜	1.20	29%				0.93		
-BOPP平膜	1.26	-34%				1.91		
包装印刷产品	2.52	40%				1.80		
-烟标	0.78	47%				0.53		
-无菌包装	1.74	37%				1.27		
特种纸	0.76	65%				0.46		
其他	0.85	136%				0.36		
合计	**14.41**	5%				**13.78**		

数据来源：Wind，东吴证券研究所

20Q2 费用控制良好，并冲回减值 0.3 亿。2020H1 公司三费合计 2.63 亿元，同比增长 43.54%，费用率为 18.27%，同比增长 4.96pct；其中 20Q2 三费合计 1.38 亿元，同比增长 26.3%，环比增长 10.6%，费用率 15.6%，同比增 0.41pct，环比降 7.03pct。Q2 销售费用 0.2 亿元，销售费用率 2.8%，同比增 0.4pct；管理费用 0.3 亿元，管理费用率 3.8%，同比降 1.2pct；财务费用 0.4 亿元，财务费用率 5%，同比增 0.8pct；研发费用 0.3 亿元，研发费用率 3.9%，同比增 0.4pct。公司 20H1 计提资产减值损失 0.15 亿，冲回信用减值损失 0.02 亿，主要为坏账回款及已跌价存货价值回升所致。

图 3：恩捷股份三费情况

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

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

20H1 现金流有所改善，但存货、应收款增加明显。2020H1 公司期末存货为 10.2 亿，较年初增加 34.36%，主要为库存商品 7.62 亿，较年初增加 37.5%；应收账款 17.41 亿，较年初增加 22%。20H1 公司经营活动净现金流为 2.01 亿，同比上升 71.66%，20Q2 经营净现金流 1.67 亿，环比增长 391%，同比下降 13%。1H 资本开支 11.4 亿，同比增加 7%；账面现金为 17.84 亿，较年初增长 76.4%。期末固定资产 59.48 亿，较年初增加 20%；在建工程 25.43 亿，较年初增长 64%。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 10.6/15.0/20.3 亿，同比增长 25%/41%/35%，对应 PE 为 58x/41x/30x，给予 2021 年 50 倍 PE，目标价 93 元，维持“买入”评级。

风险提示：销量不及预期，政策不及预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

恩捷股份三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,023	4,629	5,581	6,568
现金	1,012	184	245	307
应收账款	1,424	1,894	2,524	3,167
存货	830	830	830	830
其他流动资产	892	953	994	1,067
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				
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	12,672	14,408	15,875
流动负债	4,229	3,798	4,290	4,072
短期借款	3,119	2,544	2,701	2,161
应付账款	383	439	564	683
其他流动负债	728	815	1,025	1,228
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	6,881	7,373	7,154
少数股东权益	330	436	586	790
归属母公司股东权益	4,551	5,354	6,449	7,931
负债和股东权益	12,193	12,672	14,408	15,875

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	763	1,433	1,734	2,320
投资活动现金流	-3,074	-1,298	-1,298	-1,048
筹资活动现金流	2,781	-963	-375	-1,210
现金净增加额	470	-828	61	62
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	-264	-561	-610

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,160	3,678	4,898	6,145
减：营业成本	1,730	1,987	2,550	3,086
营业税金及附加	15	18	24	31
销售费用	67	74	98	111
管理费用	278	257	333	399
财务费用	99	129	127	122
资产减值损失	32	-26	4	6
加：投资净收益	2	2	2	2
其他收益	0	0	0	0
营业利润	1,063	1,358	1,919	2,597
加：营业外净收支	-1	0	0	0
利润总额	1,062	1,358	1,919	2,597
减：所得税费用	126	190	269	364
少数股东损益	86	106	150	203
归属母公司净利润	850	1,061	1,500	2,030
EBITDA	1,466	1,915	2,561	3,289
EPS（元）	1.06	1.32	1.86	2.52

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.06	1.32	1.86	2.52
每股净资产(元)	5.65	6.65	8.01	9.85
发行在外股份(百万股)	805	805	805	805
ROIC(%)	11.0%	12.4%	15.0%	18.2%
ROE(%)	18.7%	19.8%	23.3%	25.6%
毛利率(%)	45.2%	46.0%	47.9%	49.8%
销售净利率(%)	29.6%	31.7%	33.7%	36.3%
资产负债率(%)	60.0%	54.3%	51.2%	45.1%
收入增长率(%)	28.6%	16.4%	33.2%	25.5%
净利润增长率(%)	63.9%	24.9%	41.3%	35.4%
P/E	72.72	58.23	41.21	30.44
P/B	13.58	11.54	9.58	7.79
EV/EBITDA	46	35	26	20

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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