恩捷股份（002812）公司点评

拟收购纽米科技，龙头优势再加强

2020 年 08 月 10 日

买入（维持）

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

盈利预测预估值	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）	78.85	63.13	44.67	33.00

投资要点

- **事件：**公司拟使用自有及自筹资金以公开竞价方式购买纽米科技 15,936 万股，占总股本 54.76%，同时将对标的公司欠云天化系（债权人）的款项做妥善安排。
- **纽米产能利用率偏低影响盈利：**纽米科技 19 年底净资产 2.75 亿，另外 19 年底其他应付款 7.82 亿，主要为向云天化集团拆借的长短期借款。19 年收入 1.37 亿，净亏损 2.21 亿，毛利率从 17 年的 34.85%下降到 19 年的-22.44%，主要原因是装置检修及生产订单不饱和等因素影响，昆明纽米与重庆纽米停车损失较大。
- **纽米湿法市占率 3%，主攻 3C 和二轮车市场。**纽米 19 年出货 7700 万平，行业市占率 2%，其中湿法出货 6800 万平（市占率 3.4%），干法出货 900 万平。产能方面，纽米目前湿法 4 条线产能 1.3 亿平，另有 3 条产线产能 1.5 亿平已经完成 46%的投资，湿法主要在重庆基地；干法主要在昆明基地，2 条线对应产能 6000 万平/年。19 年纽米科技前五大客户包括珠光宇（占 23%）、LG 化学（南京，占 20%）、锂威（份额 17%）、宁波维科电池、江西赣锋电池公司，前五大合计占比 75%，主要覆盖 3C、电动工具、电动自行车。
- **动力+消费齐发力，行业集中度提升，龙头优势再强化。**恩捷此次收购主要是为了拓展 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。
- **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，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。
- **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 63x/45x/33x，给予 21 年 50 倍 PE，目标价 93 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**销量低于预期，政策低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	83.20
一年最低/最高价	29.59/84.88
市净率(倍)	14.65
流通 A 股市值(百万元)	43691.14

基础数据

每股净资产(元)	5.68
资产负债率(%)	65.97
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）一季报点评：疫情影响 Q1 业绩，拟增上海恩捷股权》2020-04-27
2、《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
3、《恩捷股份（002812）年报点评：龙头业绩高增长，20 年海外加速放量》2020-03-17

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）	2019A	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
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	78.85	63.13	44.67	33.00
P/B	14.72	12.52	10.39	8.45
EV/EBITDA	49	38	28	22

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

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

