

华丽转身看湿法，巨头腾飞览全球

——创新股份（002812）深度报告

2017年08月07日

强烈推荐/首次

| | |
|------|------|
| 创新股份 | 深度报告 |
|------|------|

报告摘要：

湿法隔膜龙头蓄势待发。在动力锂电朝高能量密度发展的趋势下，隔膜发展也转向湿法涂覆。公司拟收购标的上海恩捷深耕湿法及涂覆多年，在人才储备、技术研发、产线改进、规模化生产、成本控制等方面具有很强的优势，领先行业竞争对手。随着新增产线的陆续投产，恩捷即将成长为世界最大的锂电湿法隔膜巨头。

- ◆ **加速扩产，锁定最强设备供应商。**上海恩捷现有6条湿法隔膜产线及16条涂布产线，产能超过3亿平米，产品厚度从6μm到30μm，珠海还将投建12条隔膜产线，产能10亿平米，达产后合计产能将达到13.2亿平米，领跑全球。公司目前核心生产设备的供应商是全球该领域实力最强的日本制钢所，而制钢所产能相对有限，竞争对手短期很难大批量订到相应设备。

- ◆ **客户优质，覆盖全球。**上海恩捷已经在给CATL、LG化学、比亚迪、国轩高科等国内外锂电龙头批量供货，同时也是三星SDI在中国唯一认证的供应商。2017年成功认证数个新客户，将带来新增业务。目前湿法隔膜行业处于爆发初期，公司大范围绑定优质客户会形成极高的壁垒。

- ◆ **股权激励激发员工积极性。**上海恩捷制定出股权激励方案，40名职工将以5.5元/股的价格间接认购上海恩捷的股本1002万股，对核心员工的激励将有效保障公司未来发展。

公司盈利预测及投资评级。我们认为湿法隔膜是目前锂电池中游壁垒最高的环节，恩捷在湿法及涂覆的技术研发、大规模生产等方面具备独特的竞争优势，将持续保持龙头地位。

- ◆ 假定2017年创新股份成功并购上海恩捷，我们预计2017-2019年公司的营收分别为23.2亿元、38.7亿元、44.1亿元，归母净利润分别为**6.59亿元、12.4亿元、13.1亿元**，EPS分别为**2.49元、4.71元、4.94元**，对应的PE分别为**35X、19X、18X**。首次覆盖，给予“**强烈推荐**”评级。

- ◆ **风险提示：**湿法隔膜加速降价；竞争对手技术突破超预期。

财务指标预测

| 指标 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,131.49 | 1,146.17 | 2,322.32 | 3,867.02 | 4,406.38 |
| 增长率(%) | -7.02% | 1.30% | 102.62% | 66.52% | 13.95% |
| 净利润(百万元) | 150.05 | 165.39 | 658.50 | 1,242.33 | 1,305.08 |
| 增长率(%) | 17.40% | 10.22% | 298.14% | 88.66% | 5.05% |
| 净资产收益率(%) | 20.29% | 10.52% | 22.64% | 35.22% | 31.24% |
| 每股收益(元) | 1.49 | 1.52 | 2.49 | 4.71 | 4.94 |
| PE | 58.79 | 57.63 | 35.12 | 18.62 | 17.72 |
| PB | 11.90 | 7.46 | 7.95 | 6.56 | 5.54 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

联系人：王革

010-66554043

wangge@dxzq.net.cn

林劼

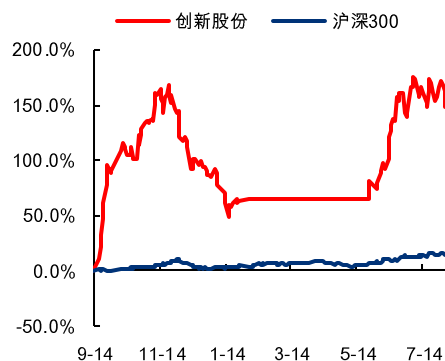
010-66554034

linjie_@dxzq.net.cn

交易数据

| | |
|--------------|------------|
| 52周股价区间(元) | 83-33.71 |
| 总市值(亿元) | 113.25 |
| 流通市值(亿元) | 27.79 |
| 总股本/流通A股(万股) | 13645/3348 |
| 流通B股/H股(万股) | / |
| 52周日均换手率 | 6.61 |

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

| | |
|---------------------------------|----|
| 1. 并购湿法隔膜龙头，强者恒强效应将现 | 4 |
| 2. 续航需三元锂电，隔膜看湿法涂覆 | 7 |
| 2.1 发展新能源汽车是国家战略，未来市场空间巨大 | 7 |
| 2.2 动力锂电需求攀升，三元渗透率持续提高 | 8 |
| 2.3 隔膜行业规模快速增长，湿法涂覆成为主流 | 10 |
| 3. 隔膜领域竞争优势明显 | 12 |
| 3.1 技术底蕴是根，市场客户是源 | 12 |
| 3.2 国际巨头份额缩小，国内企业扩产不断 | 14 |
| 4. 传统业务稳定发展 | 15 |
| 5. 盈利预测及估值 | 16 |
| 6. 风险提示 | 16 |

表格目录

| | |
|--------------------------|----|
| 表 1: 公司产品类型 | 6 |
| 表 2: 不同正极材料锂电池性能对比 | 9 |
| 表 3: 锂电池隔膜工艺对比 | 11 |
| 表 4: 锂电隔膜行业各企业产能情况 | 14 |
| 表 5: 公司盈利预测表 | 17 |

插图目录

| | |
|----------------------------------|---|
| 图 1: 公司业务结构 | 4 |
| 图 2: 营收保持稳定 | 4 |
| 图 3: 净利润稳步增长 | 4 |
| 图 4: 期间费用率 | 5 |
| 图 5: 各类产品毛利率 | 5 |
| 图 6: 交易前股权结构 | 5 |
| 图 7: 交易后股权结构 | 5 |
| 图 8: 上海恩捷隔膜产品收入 | 7 |
| 图 9: 上海恩捷盈利能力 | 7 |
| 图 10: 上海恩捷各项费用率 | 7 |
| 图 11: 上海恩捷业务毛利率水平 | 7 |
| 图 12: 国内新能源汽车销量过去高速增长 | 8 |
| 图 13: 国内新能源汽车 17-20 年将稳定增长 | 8 |
| 图 14: 国内动力锂电池出货量高速增长 | 9 |

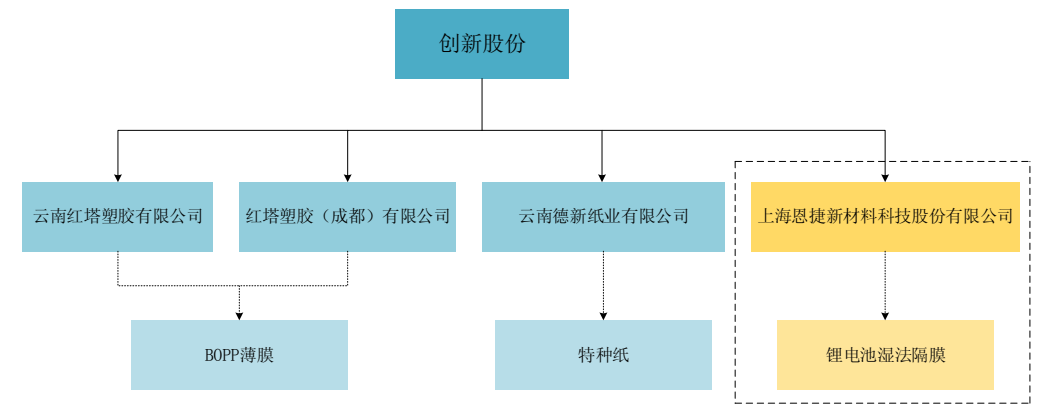
| | |
|---------------------------------|----|
| 图 15: 动力锂电发展空间大 | 9 |
| 图 16: 17 年 7 批目录乘用车搭载电池情况 | 10 |
| 图 17: 17 年 7 批目录专用车搭载电池情况 | 10 |
| 图 18: 国内锂离子电池隔膜销量高速增长 | 11 |
| 图 19: 基膜及涂布工艺流程 | 13 |
| 图 20: 公司客户结构 | 13 |
| 图 21: 2016 年上海恩捷出货量最高 | 14 |
| 图 22: 2016 年部分隔膜企业毛利率 | 14 |

1. 并购湿法隔膜龙头，强者恒强效应将现

创新股份成立于 2001 年 7 月，于 2016 年上市，是国内重要的烟标供应商之一，云南省非专卖的卷烟材料 A 级供应商，国内少数同时能生产辊式无菌包、预制型无菌包和屋顶包的企业之一。公司目前产品分为两类：一类是包装印刷产品，主要包括烟标印刷和无菌包装产品；另一类是包装制品，主要包括特种包装纸和 BOPP 薄膜类产品，其中特种包装纸又包括有镭射转移防伪纸、直镀纸和涂布纸，BOPP 薄膜类产品又包括烟膜和平膜。公司已形成较为完整的包装行业产品线，积累了优质的客户资源，主要客户为国内大型卷烟生产企业、食品饮料生产企业、塑料包装企业和印刷企业。

公司旗下有云南红塔塑胶有限公司、红塔塑胶（成都）有限公司、云南德新纸业有限公司三家全资子公司。其中红塔塑胶及成都红塔主要生产 BOPP 薄膜，可生产防伪印刷烟膜，2016 年烟膜销量为 1.4 万吨，在全国烟膜市场占有率约为 20%。德新纸业主要生产特种纸产品，填补了西南地区缺少特种纸深加工企业的空白。

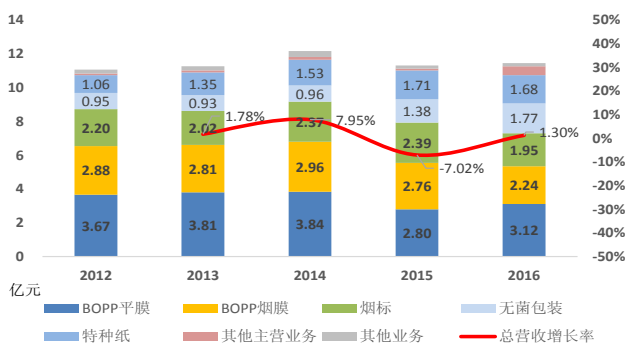
图 1：公司业务结构



资料来源：东兴证券研究所

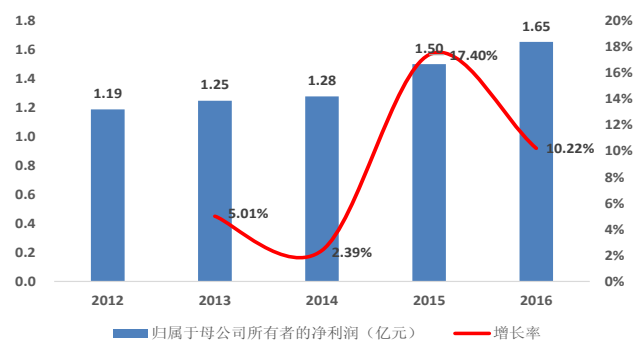
2016 年公司共实现营业总收入 11.46 亿元，同比增长 1.30%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.65 亿元，同比增长 10.22%。

图 2：营收保持稳定

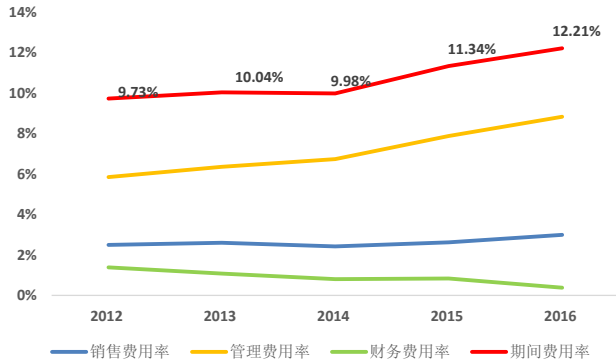


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

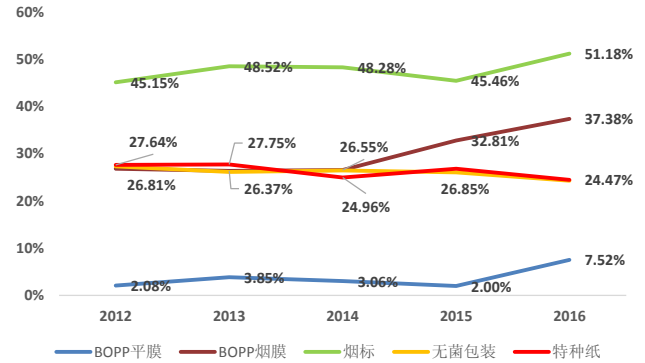
图 3：净利润稳步增长



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4：期间费用率


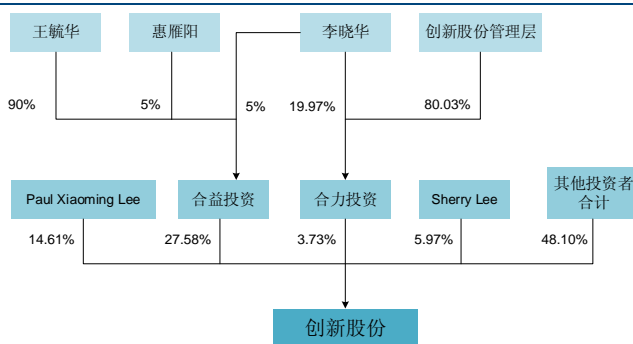
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 5：各类产品毛利率


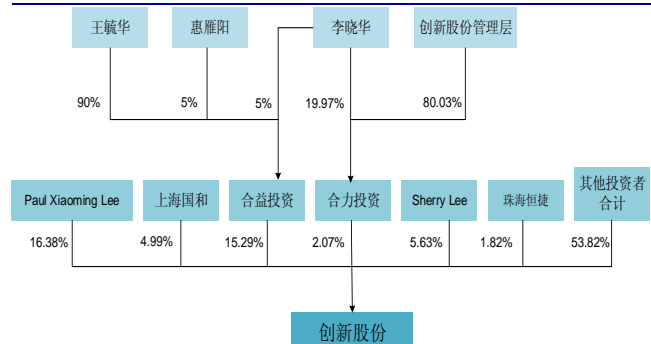
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2017年5月2日，创新股份发布预案，拟以每股51.56元价格发行股份1.08亿股，**收购上海恩捷100%股权**，股权评估值55亿元，总对价55.5亿元。若本次交易于2017年内完成，2017-2019年承诺净利润将分别不低于3.78亿元、5.55亿元和7.63亿元。若本次交易于2018年内完成，2018-2020年承诺净利润将分别不低于5.55亿元、7.63亿元、8.52亿元。

定增8亿元支持珠海产线。创新股份拟向不超过10名特定投资者非公开发行股票募集配套资金，募集资金总额不超过8亿元，募集资金拟发行的股份数量不超过本次发行前总股本的20%。募集资金中不超过7.65亿元用于珠海恩捷隔膜一期年产量4.17亿平方米的5条湿法隔膜产线项目。

图 6：交易前股权结构









资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 7：交易后股权结构


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

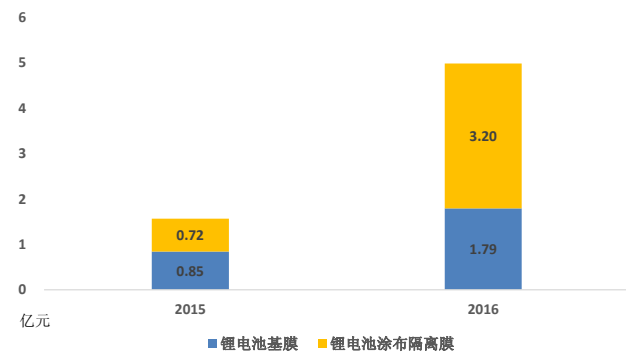
上海恩捷成立于2010年4月，注册资金3.89亿，经营湿法基膜和功能性涂布锂电池隔膜的研发、生产与销售，其隔膜产品性能优异、一致性强，具有较低的热收缩率、均匀的孔隙率和稳定的透气性，客户为国内外锂电龙头企业。上海恩捷的研发能力、隔膜生产技术和产品性能等居于行业前列，湿法隔膜产品定位于中高端市场，目前已拥有CATL、国轩高科、比亚迪、三星SDI、LG Chem等高质量客户。**公司在规模和技术上是目前市场上绝对龙头，具备强大的竞争优势。**

表 1：公司产品类型

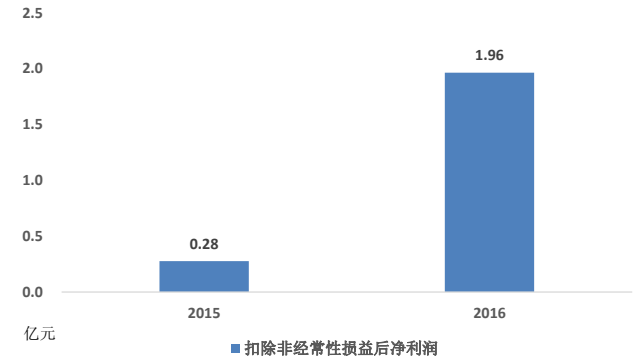
| 产品名称 | 产品规格 | 图例 | 用途 |
|------|---------------|--|------------|
| 涂布膜 | 单面涂布膜 |  | 新能源汽车 |
| | 双面涂布膜 |  | 新能源汽车 |
| 基膜 | 高倍率锂离子电池隔离膜 |  | 新能源汽车、电子产品 |
| | ND7 锂离子电池隔离膜 |  | 新能源汽车、电子产品 |
| | ND9 锂离子电池隔离膜 |  | 新能源汽车、电子产品 |
| | ND12 锂离子电池隔离膜 |  | 新能源汽车、电子产品 |
| | ND16 锂离子电池隔离膜 |  | 新能源汽车、电子产品 |
| | ND20 锂离子电池隔离膜 |  | 新能源汽车、电子产品 |

资料来源：创新股份交易报告书，东兴证券研究所

2016 年上海恩捷实现营业收入 4.99 亿元，同比增长 218.40%，其中涂布隔膜收入占比 64.05%，比 2015 年提升了约 18 个百分点，超过基膜成为公司主要收入来源。公司营收大幅提升的原因在于跟随行业的强势发展实现了产能的迅速释放。公司综合毛利率从 2015 年的 43.33% 上升到 61.39%，主要由于单位生产成本的下降，包括产能提升的规模效应、原材料整体价格下降、公司辅料循环利用、尾气回收技术改进导致良品率提升、产线增加导致产能利用率提升等。公司期间费用金额随着业务规模扩大而增长，但规模效应使得期间费用率呈下降趋势。

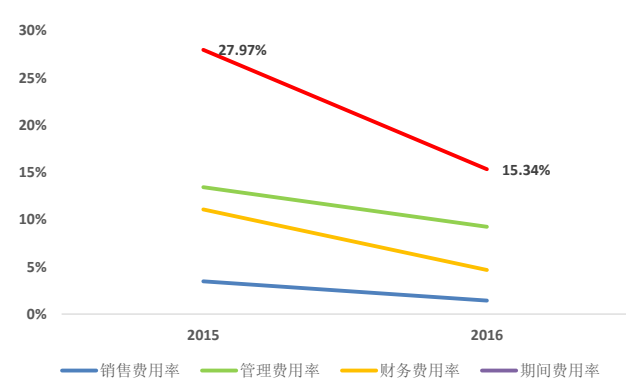
图 8：上海恩捷隔膜产品收入


资料来源：创新股份交易报告书，东兴证券研究所

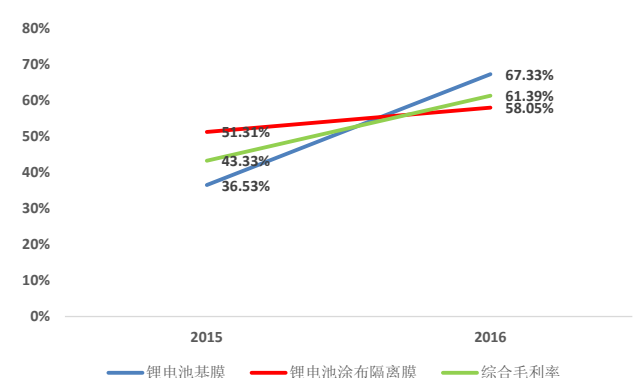
图 9：上海恩捷盈利能力


资料来源：创新股份交易报告书，东兴证券研究所

股权激励激发员工积极性。2017 年 3 月 6 日，上海恩捷召开第三届董事会第六次会议，审议通过《关于确认股权激励方案及股权激励对象名单的议案》。2017 年 4 月 14 日，上海恩捷召开 2016 年年度股东大会，对上述股权激励方案及股权激励对象名单进行了确认。上海恩捷的 40 名职工将以 5.5 元/ 股的价格间接认购上海恩捷的股本 1,002.00 万股，剩余珠海恒捷持有的上海恩捷万股，剩余珠海恒捷持有的上海恩捷 590.95 万股由李晓华间接持有。

图 10：上海恩捷各项费用率


资料来源：创新股份交易报告书，东兴证券研究所

图 11：上海恩捷业务毛利率水平


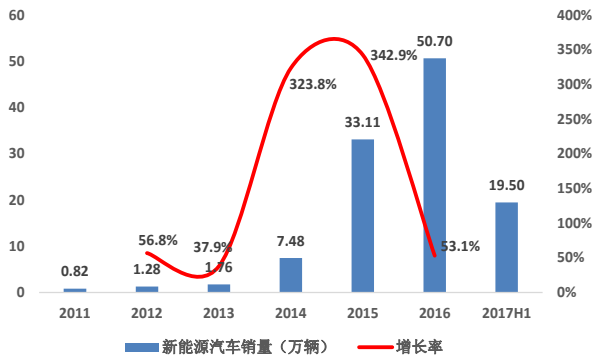
资料来源：创新股份交易报告书，东兴证券研究所

2. 续航需三元锂电，隔膜看湿法涂覆

2.1 发展新能源汽车是国家战略，未来市场空间巨大

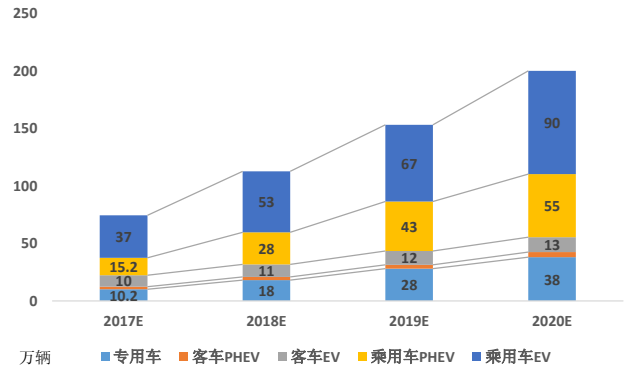
国内新能源汽车行业高速增长。从 2011 年到 2016 年，中国新能源汽车销量从 0.8 万辆激增至 50.7 万辆，复合增长率达到 129.3%，2016 年销量同比增长 53.1%。2017 年上半年新能源汽车销量 19.5 万辆，同比增长 14.4%。《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》提出到 2020 年，实现纯电动汽车和插电式混合动力汽车年生产能力达 200 万辆、累计产销量超过 500 万辆的目标，新能源汽车行业将持续稳定较快增速。

图 12：国内新能源汽车销量过去高速增长



资料来源：OFweek 新能源汽车网，东兴证券研究所

图 13：国内新能源汽车 17-20 年将稳定增长



资料来源：东兴证券研究所

骗补调查结果落地，行业进入健康发展轨道。在国家大力推动行业发展之际，部分车企恶意骗补给行业带来恶劣影响。2016 年 1 月四部委发布通知开始骗补调查；2016 年 9 月，骗补调查结果落地；2017 年 2 月 3 日，工信部官网公布了对 7 家车企的行政处罚决定书。随着国家对骗补车企的调查与惩罚力度越发严格，行业健康发展创造了环境。

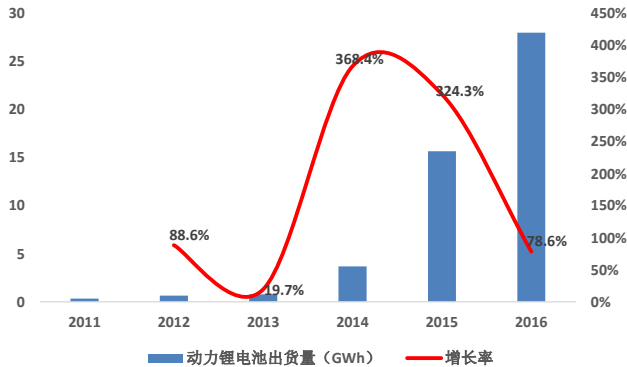
补贴退坡，技术标准更加严格。2016 年 12 月，四部委联合发布《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，从 2017 年 1 月 1 日开始执行，补贴的技术标准更加具体，要求更加严格。其中客车补贴退坡幅度达到 40% 以上；乘用车其次，下降 20%；专用车补助从之前的统一标准 1800 元/kWh，调整为分段补助，并有一定程度的下滑。纯电动乘用车电池系统的质量能量密度不低于 90Wh/kg，对高于 120Wh/kg 的按 1.1 倍给予补贴；客车方面能量密度在 85-95Wh/kg 之间按 0.8 倍补贴，在 95-115Wh/kg 之间按 1 倍补贴，115Wh/kg 以上按 1.2 倍补贴。

双积分政策接力补贴退坡。2017 年 6 月 13 日，工信部发布了《乘用车企业燃料与新能源积分并行管理办法（征求意见稿）》，面向社会公众公开征求意见；7 月 25 日工信部通过发布会公开表示将于近期正式发布管理办法，双积分制度将正式落地。双积分政策的落地坚定了新能源汽车发展方向，促进纯电动乘用车发展，利好国内自主新能源汽车企业，是补贴退坡后的接力政策。

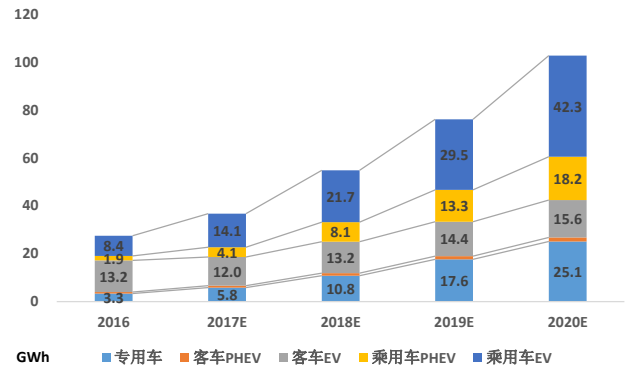
推广目录的发布节奏稳定高效。2017 年以来，工信部已累计发布 7 批新能源汽车推广目录，共计包括了 300 家企业，2265 款新能源车型，其中乘用车 266 款，客车 1390 款，专用车 609 款。按照每月一批的频率推出新能源汽车推广目录，将持续刺激新能源汽车销量增长。

2.2 动力锂电需求攀升，三元渗透率持续提高

动力锂电池市场需求高速增长。从 2011 年到 2016 年，国内动力锂电池出货量从 0.35GWh 增至 28.04GWh，年复合增长率 140.3%。2016 年国内动力电池产量占到锂电池总产量的 49%。经测算我们预计 2017 年国内动力锂电需求量为 37GWh，到 2020 年将达到 103GWh。

图 14：国内动力锂电池出货量高速增长


资料来源：OFweek 锂电网，东兴证券研究所

图 15：动力锂电发展空间大


资料来源：东兴证券研究所

补贴下调、行动方案推动锂电池能量密度加速提升。2017年1月1日开始实行的新能源汽车补贴政策，乘用车、专用车、客车补贴均有一定程度下滑，补贴对能量密度的要求也更高，促使上游电池厂商加速电池技术升级。2017年2月，工信部、发改委、科技部及财政部出台了《促进汽车动力电池产业发展行动方案》，对锂离子动力电池的性能也提出了更高要求：到2020年动力电池系统比能量力争较现有水平提高一倍达到260wh/kg、成本降至1元/wh以下，2025年动力电池单体比能量达500wh/kg。

三元电池是提升能量密度必然选择。目前新能源汽车续航能力不足是制约其推广普及的重要因素，而具有高能量密度、优异低温性能等特点的三元电池可以显著提升电池能量密度进而改善行车里程及气温适应性，尤其是在北方低温环境下更具竞争力。2017年初至今，在工信部发布的7批新能源汽车推荐目录中，乘用车和专用车领域采用三元电池占比已经非常高；乘用车中配套三元锂电池车型占比在第一批中为67%，第6、7批已分别达到91%、78%；专用车中配套三元锂电池车型占比在第一批中为58%，第6、7批已分别达到75%、70%。由于工信部暂停三元锂电池客车列入新能源汽车推广应用推荐车型目录，目录中客车方面仍主要使用磷酸铁锂电池。

表 2：不同正极材料锂电池性能对比

| 正极材料类别 | 能量密度 (Wh/kg) | 优点 | 缺点 | 适用范围 |
|-------------|--------------|--------------------------|----------------|-------------------|
| 磷酸铁锂 (LFP) | 130 | 安全性高 循环寿命长 | 低温性能差 放电电压低 | 中低端动力电池 储能 |
| 镍钴铝酸锂 (NCA) | 220-250 | 能量密度高 低温性能好 | 技术门槛高 高温性能差 | 高端动力电池 3C 数码产品 |
| 镍钴锰酸锂 (NCM) | 160-250 | 能量密度高 低温性能好 循环寿命较好 | 钴价格贵 | 高端动力电池 3C 数码产品 |
| 锰酸锂 (LMO) | 150 | 锰资源丰富 安全性好 价格低 | 能量密度低 | 动力电池 |

钴酸锂
(LCO)

150

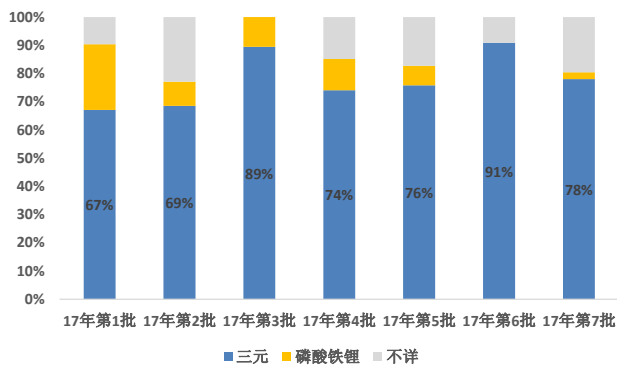
充放电稳定
工艺简单

循环寿命低
钴价格高

3C 数码产品

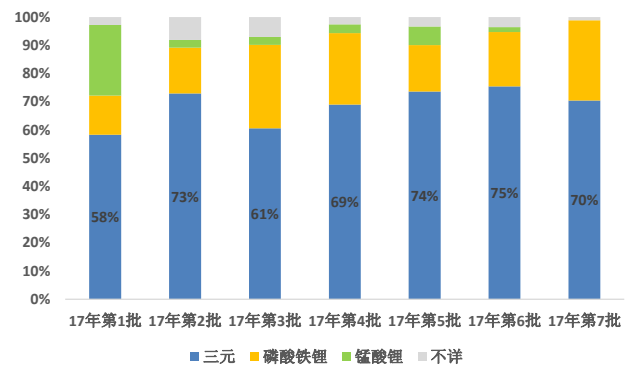
资料来源：网络资料，东兴证券研究所

图 16：17 年 7 批目录乘用车搭载电池情况



资料来源：工信部，网络资料，东兴证券研究所

图 17：17 年 7 批目录专用车搭载电池情况



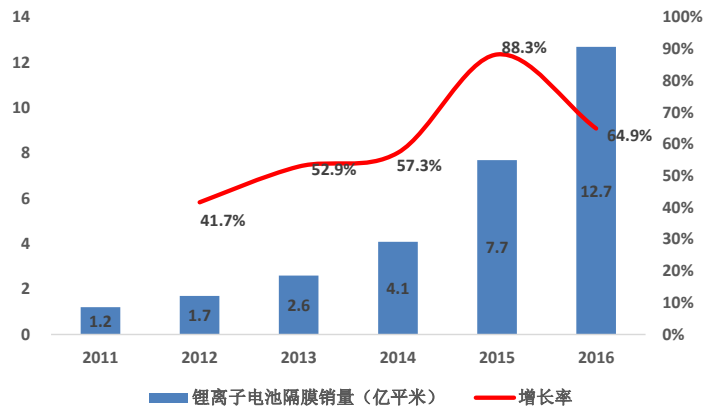
资料来源：工信部，网络资料，东兴证券研究所

2.3 隔膜行业规模快速增长，湿法涂覆成为主流

锂电隔膜行业壁垒高。在锂电池结构中，隔膜是技术壁垒最高的环节，占锂电池成本的 10% 左右。隔膜行业壁垒高，主要体现在四个方面：

- **产线复杂，安装调试耗时。**隔膜生产企业需向各个设备生产厂家定制化采购，采购完成后，设备的生产周期和调试安装周期也较长；
- **隔膜技术改进要紧随电池步伐。**隔膜生产企业需要大量的研发投入，对配方设计进行持续的研发认证；
- **产线耗资巨大。**尤其是湿法生产线，建设完成后还需要进入设备调试、产品认证等环节；
- **下游电池厂商慎重和挑剔。**一般一款隔膜产品认证周期为 3-6 个月，知名电池厂商会更长。

国内锂电池隔膜销量由 2011 年 1.2 亿平米增至 2016 年 12.7 亿平米，复合增长率超过 60%。

图 18：国内锂离子电池隔膜销量高速增长


资料来源：OFweek 锂电网，东兴证券研究所

湿法涂覆隔膜成为主流。锂电池隔膜的生产工艺分为干法和湿法两种，干法细分为单向拉伸和双向拉伸。湿法比干法隔膜可以做到更薄，能满足动力锂电尤其是三元锂电对高能量密度的追求。同时采用涂覆工艺后，锂电池性能可以提升：

- 首先是**提高了隔膜的热稳定性**，如陶瓷涂覆后隔膜在 180℃ 高温下，形状保持仍然良好，可避免隔膜收缩造成内部短路，**使电池安全性显著提升**；
- 其次是提高隔膜对**电解液的浸润性**，有利于**电池内阻降低、放电功率提升**；
- 同时**防止或降低隔膜氧化**，有利于配合高电压正极的操作以及**延长电池循环寿命**等。

表 3：锂电池隔膜工艺对比

| | 干法单拉 | 干法双拉 | 湿法 |
|------|-------------------------------------|------------------------------|--|
| 工艺原理 | 晶片分离 | 晶型转换 | 相分离 |
| 方法特点 | 工序控制难度高； 成本低 | 工艺相对简单，添加剂辅助成孔； 成本低 | 投资大，设备复杂，周期长； 工艺精密度高，控制相对简单； 成本高 |
| 适用材料 | 单层 PP 膜、单层 PE 膜、双层膜、多层膜 | 较厚的单层 PP 膜 | 单层 PE |
| 产品优点 | 微孔孔径、分布均匀； 导通性好； 能生产不同厚度多种膜产品 | 抗穿刺强度高； 横向拉伸强度高； 短路率低； | 微孔孔径、分布均匀； 孔隙率高、透气性好； 产品相对轻薄 |
| 产品缺点 | 横向拉伸强度差； 短路率稍高 | 微孔孔径不均匀； 质量稳定性差 | 耐温性较差 |
| 代表厂商 | 星源材质、沧州明珠 | 中科科技、河南义腾 | 上海恩捷、纽米科技 |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 隔膜领域竞争优势明显

3.1 技术底蕴是根，市场客户是源

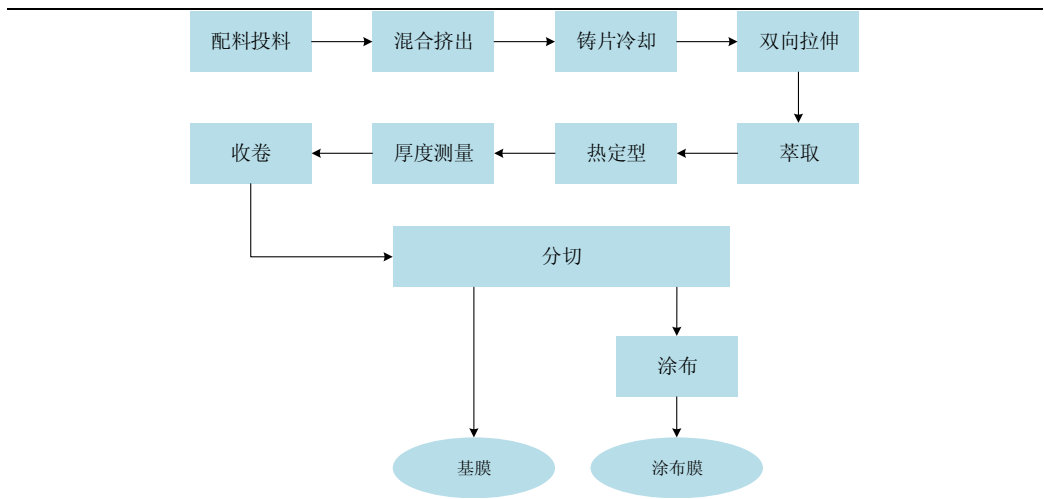
生产工艺先进，产品性能优异。上海恩捷自成立以来专注于锂离子电池隔膜的研究、开发和生产，产品定位于中高端湿法锂离子隔膜，其核心生产设备来自日本制钢所（简称 JSW），设备的稳定并且低能耗，目前新线月均产能可达到 560 万平米。经过多年的研发投入和技术积累，公司具备强大的前瞻性技术研发能力。主要体现在：

- **萃取系统自主设计。**隔膜透气性好、孔隙率高、孔径均匀、孔形结构较好，保液性能较好，能有效改善电池的倍率和循环性能；
- **热定型工艺优异。**隔膜热收缩性能好，能有效提高电池的高温充放电性能和高温安全性；
- **材料选型先进。**产品具有较低闭合温度和较高的熔断温度，电池在过热时，阻断电池内部离子通道，同时在高温下仍保持较好的高温完整性，保证安全性。

上海恩捷部分产品在孔隙率、拉伸强度、热收缩、闭孔温度等参数上已达到国际水平，替代进口产品。自主研发出水性锂离子电池隔膜和油性锂离子电池隔膜两类产品体系，已量产和销售。

- 无机陶瓷隔膜属于水性隔膜，以高分子微孔膜为基材，表面涂覆一层纳米级陶瓷粒子材料，经特殊工艺处理，使陶瓷材料和基体粘接紧密，显著提高锂离子电池**热稳定性、耐有机溶剂性和安全性**；
- AFL 涂布膜属于水性隔膜中，以隔膜为基体，在表面涂覆 AFL 材料，经特殊工艺处理，有效增加隔膜的透气性和黏性，降低了隔膜电阻，可显著提高锂离子电池的**化学稳定性、机械性能和吸液性**。
- 油性隔膜比水性隔膜含水量更低，黏性更强，具有低电阻的特点，使用油性隔膜的电池具有**高能量密度、循环寿命长、快速充放电点及高安全性**等特点。

图 19：基膜及涂布工艺流程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

产能迅速提升，规模世界领先。上海恩捷现有 6 条湿法隔膜产线及 16 条涂布产线，产能超过 3 亿平米，产品厚度从 6 μ m 到 30 μ m，根据客户定制供货。上海厂区已投产 6 条基膜生产线，第 6 条产线于今年 4 月份投产，月均产能达 560 万平米；珠海厂区将在 2017 年陆续完成 7 条生产线及相应涂布产线的铺设。为满足市场巨大需求，公司在珠海拟建设年产 10 亿平米的 12 条锂离子电池隔离膜生产线。完成后公司年产能将达到 13.2 亿米，将成为世界第一大锂电隔膜供应商。

锂电大客户大幅扩产，未来隔膜需求量巨大。公司下游大型锂电客户均在扩大锂电池生产规模，如 CATL 预计到 2020 年其锂电池隔膜自身需求达到约 10 亿平方米/年，精选隔膜供应商，对隔膜厂商挑战的加大。

客户优质稳定，客户等同壁垒。上海恩捷已经给知名电池厂商如 CATL、LGChem、比亚迪、国轩高科等批量供货，关系稳固。同时是三星 SDI 在中国唯一认证供应商。2017 年恩捷已成功认证数个新客户，未来将为带来更多业务。从客户和隔膜企业的关系看，锂电厂商在隔膜供应商的选择上十分慎重，首先需要进行严格的产品认证，门槛很高，而形成合作关系后反而不会轻易更换供应商。在目前湿法隔膜行业的初步爆发阶段，大范围绑定优质客户会形成极高的壁垒。

图 20：公司客户结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

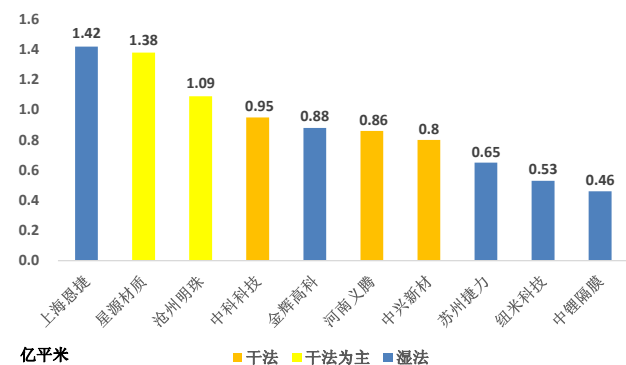
3.2 国际巨头份额缩小，国内企业扩产不断

全球范围内，美国、日本和韩国的少数厂商如 Celgard、日本旭化成、东丽化学、韩国 SK、日本宇部等，深耕锂电隔膜行业多年，在生产技术、规模化供应具备领先优势，掌握了全球过半市场份额。但是生产成本居高不下，市场份额逐步被国内隔膜龙头替代。

从国内来看，在政策支持和新能源汽车高速发展的推动下，国内锂电隔膜产业实现了快速发展。但由于发展时间较短，产业技术薄弱，国内绝大多数厂商都在中低端市场竞争。当前，国内低端市场集中度较低，陷入恶性价格战；中高端市场技术壁垒高、产品质量要求严格，由日、美、韩厂商和极少量国内龙头占据，比如上海恩捷、星源材质、沧州明珠、湖南中锂等。未来缺乏自主研发能力、大规模生产能力、优质客户的企业将面临淘汰，行业集中度提升是大趋势。

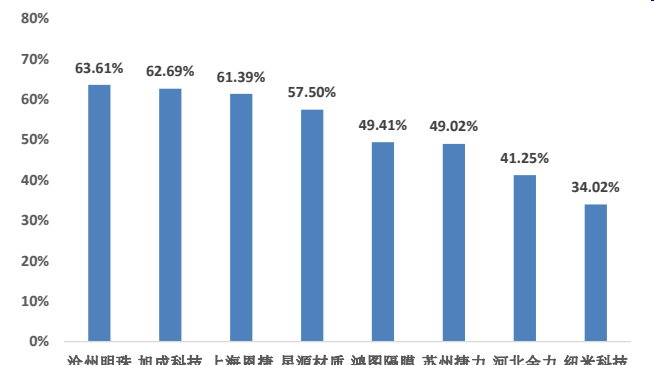
上海恩捷的优势在战略、技术、人才、管理等方面。生产的湿法隔膜定位于中高端市场，具备比亚迪、三星 SDI、LGChem、CATL 和国轩高科等高质量客户。公司湿法膜产品质量稳定，已建立了良好的品牌形象，同时产能巨大，领先对手。2016 年各家隔膜厂商中，上海恩捷以 14200 万平米的出货量排名第一，国内市场份额为 11.2%，产能及毛利率，公司在行业内都处于领先地位。

图 21：2016 年上海恩捷出货量最高



资料来源：EVTank，东兴证券研究所

图 22：2016 年部分隔膜企业毛利率



资料来源：EVTank，东兴证券研究所

表 4：锂电隔膜行业各企业产能情况

| 隔膜厂商 | 干法 (万 m ² /年) | | 湿法 (万 m ² /年) | | 干法+湿法 | | 技术类型 | | | |
|------|--------------------------|------|--------------------------|------|-------|--------|-------|--------|--------------------|-------------|
| | 现有 | 新增 | 现有 | 新增 | 预计产能 | | | | | |
| | | 2017 | 2018 | 2017 | 2018 | 2017 底 | | 2018 底 | | |
| 上海恩捷 | | | | | 32000 | 25000 | 75000 | 57000 | 132000 | 湿法；陶瓷、有机物涂覆 |
| 星源材质 | 13000 | 3000 | 2000 | 3000 | 8000 | 32000 | 27000 | 61000 | 干法单拉；湿法；陶瓷、聚合物涂覆 | |
| 沧州明珠 | 5000 | | | 8500 | 10500 | | 24000 | 24000 | 干法单拉；湿法；陶瓷、PVDF 涂覆 | |

| | | | | | | | | | |
|------|-------|-------|--|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|
| 中科科技 | 16000 | | | 2000 | | | | | 干法、湿法；涂覆 |
| 金辉高科 | | | | 10200 | | | | | 湿法 |
| 中兴新材 | 12000 | 28800 | | | | | | | 干法单向、涂覆 |
| 苏州捷力 | | | | 22000 | 20000 | | 42000 | 42000 | 湿法；涂覆 |
| 河南义腾 | 12000 | | | 6000 | 6000 | | 24000 | 24000 | 干法双拉；湿法；有机、无机涂覆 |
| 辽源宏图 | | | | 6500 | 4500 | | 11000 | 11000 | 湿法；陶瓷涂覆 |
| 纽米科技 | 3000 | 3000 | | 5000 | 6000 | | 17000 | 17000 | 干法；湿法；涂覆 |
| 中材科技 | | | | 2700 | 12000 | 12000 | 14700 | 26700 | 湿法；陶瓷涂覆 |
| 天津东皋 | | | | 3000 | 20000 | 20000 | 23000 | 43000 | 湿法；陶瓷、混涂涂覆 |

资料来源：网络资料，东兴证券研究所

4. 传统业务稳定发展

传统业务客户优质。创新股份的传统业务是生产各类包装印刷产品、包装制品，前者主要包括烟标印刷和无菌包装产品，后者主要包括特种包装纸和 BOPP 薄膜类产品。公司主要客户为国内大型卷烟生产企业、食品饮料生产企业、塑料包装企业、印刷企业等，烟膜产品供应国内知名卷烟厂，比如云南中烟物资、四川中烟、重庆中烟等集团下属的卷烟厂；烟标产品供应云南中烟物资、四川中烟和重庆中烟，国内知名卷烟品牌采用该产品；无菌包装供应汇源果汁集团、达利食品集团等知名企业。

公司技术底蕴深厚。公司拥有四个研发中心，分别针对包装印刷、特种纸、BOPP 薄膜的研发，公司自主研发了辊式无菌砖包、预制型无菌砖包、A 型屋顶包（用于鲜奶）、B 型屋顶包（用于茶饮、果汁等非碳酸饮料），使公司成为国内少数同时能生产辊式无菌包、预制型无菌包和屋顶包的企业之一。2016 年公司及其子公司拥有 77 项专利，正在研发专利 2 项，已经建立了完善的技术培养体系，通过技术改进和创新，有效提高了生产效率，降低生产成本。

稳定烟草业务，开拓无菌包装市场。公司根据烟草行业特点确立了以保持烟草配套业务稳定增长为基础，重点发展无菌包装等其他产品业务的发展规划，分散经营风险。无菌纸包装可以使食品的营养成分和口味得以完好的保存，保质期大为延长，当前液态乳制品市场和非碳酸饮料市场增速很快，促使该领域无菌包装市场发展。公司配套国内先进设备形成无菌包装生产线，建立了 ISO22000 食品安全管理体系，积极开拓蒙牛、伊利等大型乳制品企业客户。

5. 盈利预测及估值

创新股份的传统业务稳定发展，拟收购的上海恩捷是湿法隔膜领头羊，目前恩捷在湿法隔膜领域的产能、客户布局短期很难被竞争对手打破，而且在动力锂电能量密度、安全性能等要求不断升级的大趋势下，湿法涂覆需求更加旺盛，恩捷在湿法及涂覆的技术开发、大规模生产上皆具备独特的竞争优势。假定 2017 年创新股份成功并购上海恩捷，我们预计 2017-2019 年公司的营收分别为 23.2 亿元、38.7 亿元、44.1 亿元，归母净利润分别为 6.59 亿元、12.4 亿元、13.1 亿元，EPS 分别为 2.49 元、4.71 元、4.94 元，对应的 PE 分别为 35X、19X、18X。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

- （1）湿法隔膜加速降价；
- （2）竞争对手技术突破超预期；
- （3）新能源汽车发展不达预期；
- （4）新型去隔膜化锂电池技术发展超预期。

表 5: 公司盈利预测表

| 资产负债表 | 单位: 百万元 | | | | | 利润表 | 单位: 百万元 | | | | |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|-----------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 流动资产合计 | 705 | 1280 | 2819 | 4050 | 4639 | 营业收入 | 1131 | 1146 | 2322 | 3867 | 4406 |
| 货币资金 | 148 | 640 | 1643 | 2158 | 2459 | 营业成本 | 839 | 816 | 1286 | 1950 | 2348 |
| 应收账款 | 303 | 383 | 776 | 1293 | 1473 | 营业税金及附加 | 6 | 11 | 22 | 36 | 41 |
| 其他应收款 | 18 | 4 | 7 | 12 | 14 | 营业费用 | 30 | 34 | 70 | 116 | 132 |
| 预付款项 | 41 | 32 | 32 | 32 | 32 | 管理费用 | 89 | 101 | 205 | 342 | 389 |
| 存货 | 169 | 188 | 296 | 448 | 540 | 财务费用 | 9 | 4 | -11 | -9 | -10 |
| 其他流动资产 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 资产减值损失 | 1.47 | 3.66 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产合计 | 553 | 610 | 557 | 504 | 453 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 投资净收益 | 1.25 | 1.36 | 1.36 | 1.36 | 1.36 |
| 固定资产 | 341.12 | 497.59 | 459.90 | 414.42 | 368.93 | 营业利润 | 158 | 177 | 752 | 1433 | 1507 |
| 无形资产 | 74 | 72 | 65 | 58 | 52 | 营业外收入 | 16.27 | 16.29 | 16.29 | 16.29 | 16.29 |
| 其他非流动资产 | 16 | 15 | 15 | 15 | 15 | 营业外支出 | 0.24 | 0.85 | 0.85 | 0.85 | 0.85 |
| 资产总计 | 1259 | 1890 | 3375 | 4554 | 5092 | 利润总额 | 174 | 193 | 768 | 1449 | 1522 |
| 流动负债合计 | 497 | 313 | 462 | 1022 | 910 | 所得税 | 24 | 27 | 109 | 206 | 217 |
| 短期借款 | 228 | 0 | 0 | 341 | 97 | 净利润 | 150 | 165 | 658 | 1242 | 1305 |
| 应付账款 | 97 | 115 | 176 | 267 | 322 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收款项 | 7 | 15 | 15 | 15 | 15 | 归属母公司净利润 | 150 | 165 | 658 | 1242 | 1305 |
| 一年内到期的非 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 286 | 298 | 794 | 1477 | 1548 |
| 非流动负债合计 | 22 | 5 | 5 | 5 | 5 | EPS (元) | 1.49 | 1.52 | 2.49 | 4.71 | 4.94 |
| 长期借款 | 12 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 负债合计 | 519 | 317 | 467 | 1027 | 915 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长 | -7.02% | 1.30% | 102.62% | 66.52% | 13.95% |
| 实收资本 (或股 | 100 | 134 | 264 | 264 | 264 | 营业利润增长 | 7.44% | 12.41% | 324.09% | 90.48% | 5.11% |
| 资本公积 | 237 | 952 | 1829 | 1829 | 1829 | 归属于母公司净利润 | 298.14% | 88.66% | 298.14% | 88.66% | 5.05% |
| 未分配利润 | 323 | 398 | 371 | 320 | 267 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东 | 739 | 1573 | 2908 | 3527 | 4177 | 毛利率 (%) | 25.82% | 28.83% | 44.62% | 49.58% | 46.71% |
| 负债和所有者权 | 1259 | 1890 | 3375 | 4554 | 5092 | 净利率 (%) | 13.26% | 14.43% | 28.36% | 32.13% | 29.62% |
| 现金流量表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 单位: 百万元 | | | | | | 总资产净利润 (%) | 11.92% | 8.75% | 19.51% | 27.28% | 25.63% |
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | ROE (%) | 20.29% | 10.52% | 22.64% | 35.22% | 31.24% |
| 经营活动现金流 | 187 | 111 | 312 | 787 | 1189 | 运营能力 | | | | | |
| 净利润 | 150 | 165 | 658 | 1242 | 1305 | 总资产周转率 | 0.96 | 0.73 | 0.88 | 0.98 | 0.91 |
| 折旧摊销 | 118.70 | 116.02 | 0.00 | 45.48 | 45.48 | 应收账款周转率 | 4 | 3 | 4 | 4 | 3 |
| 财务费用 | 9 | 4 | -11 | -9 | -10 | 应付账款周转率 | 12.00 | 10.81 | 15.93 | 17.45 | 14.97 |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -393 | -516 | -180 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 (最新摊薄) | 1.49 | 1.52 | 2.49 | 4.71 | 4.94 |
| 投资活动现金流 | -97 | -75 | 3 | 1 | 1 | 每股净现金流 (最新 | -0.16 | 3.66 | 3.80 | 1.95 | 1.14 |
| 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产 (最新摊 | 7.36 | 11.75 | 11.02 | 13.36 | 15.82 |
| 长期股权投资减 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 投资收益 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | P/E | 58.79 | 57.63 | 35.12 | 18.62 | 17.72 |
| 筹资活动现金流 | -106 | 454 | 689 | -274 | -889 | P/B | 11.90 | 7.46 | 7.95 | 6.56 | 5.54 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 31.07 | 37.24 | 27.07 | 14.43 | 13.41 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 33 | 130 | 0 | 0 | | | | | | |
| 资本公积增加 | 0 | 714 | 878 | 0 | 0 | | | | | | |
| 现金净增加额 | -17 | 490 | 1003 | 515 | 301 | | | | | | |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

王革

中科院电气工程硕士，4年光伏电池研发和产业化经验，1年公司管理经验，2016年加入东兴证券研究所，关注新能源汽车、光伏、风电等领域。

林劼

清华大学工学硕士，电力设备与新能源行业研究员，2016年加入东兴证券，目前研究重点主要覆盖光伏、储能、新能源汽车等板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。