

创新股份 (002812.SZ) 首次覆盖报告

湿法隔膜先发制人，剑指全球领先布局

买入 (首次)

2017年9月6日

首席证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001

021-60199798

zengdh@dwzq.com

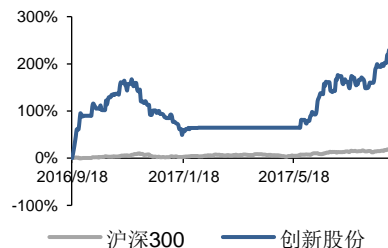
投资要点

■ 拟并购标的上海恩捷为全球湿法隔膜材料龙头企业，搭乘湿法替代大浪潮，依靠先发优势，攻城略地，供不应求，业绩亮眼！公司拟以55.5亿元收购湿法隔膜龙头企业上海恩捷100%股权，恩捷承诺17-19年不低于3.78亿，5.55亿，7.63亿，而根据公司上半年已实现2亿利润及在手订单规模，我们预计公司业绩将大幅超业绩承诺。目前恩捷隔膜总产能达为3.2亿平，行业领先，并在珠海在建12条线，已开始陆续投产，明年底产能将达13亿平，成为全球规模最大的隔膜厂商，我们预计公司将受益于全球电动化趋势和湿法替代大浪潮，持续高增长可期！

■ 全球电动化浪潮开启，国内隔膜厂商将受益于全球化采购，上海恩捷优势突出，剑指全球。Tesla销量开始逐步爆发，海外汽车巨头纷纷发布电动化战略，新款车型集中于2018-2019年上市，电动乘用车市场开始进入高速成长期，我们预计2020年全球电动车市场销量有望达到450万辆以上，电动乘用车市场达到400万辆以上，2016-2020年的年均复合增速50%，2020年全球动力锂电需求将超过190GWh(2016年全球为43GWh)，对应隔膜需求35.6亿平(2016年全球为7.9亿平)，年均复合增长率约40%。考虑2020年消费类电池需求达到119GWh，储能电池达到25GWh，我们预计全球锂电池需求将达到337GWh，对应隔膜需求量为60亿平(2016年为26亿平)，其中湿法隔膜达到50亿平(2016年为17亿平)。而海外隔膜厂商产能有限，无明确大规模扩产计划。相较而言，国内厂商具备规模和成本优势，且国内外技术差距在缩小。而公司作为湿法隔膜龙头企业，且具备海外客户基础，我们判断从2019年开始，将明显受益于全球化采购。

■ 湿法隔膜成为主流，目前供不应求，价格坚挺，我们预计供给偏紧局面至少延续至明年下半年，高端产能过剩远未到来。湿法隔膜具备更薄、透气性更好、孔隙率更高的优势，更能适应未来高能量密度化的动力电池发展趋势。今年国家补贴政策向高能量密度技术倾斜，也加速了湿法隔膜替代，部分磷酸铁锂电池企业转向湿法隔膜。而且由于乘用车和专用车高速增长，三元锂电需求增加，整体也带动湿法隔膜需求的提升，湿法隔膜供不应求。据高工数据，上半年湿法隔膜总出货量3.3亿平，同比增长92%，占比提升至55%(2016年为45%)，增速远高于行业。因此，湿法隔膜今年价格坚挺，基膜4.5元/平，涂覆后6.5元/平，根据我们统计，17-18年行业有新增产能释放，但湿法调试时间长，实际投产进度会略低于预期，且基膜至涂覆成品考虑80%左右损耗，根据我们的测算2018年上半年湿法隔膜产能利用率保持70%以上，因此我们判断湿法隔膜供给偏紧至少延续至18年下半年。

股价走势



资料来源: wind

市场数据

收盘价(元)	110.00
一年最低/最高价	33.4/110.80
市净率(倍)	9.75
流通A股市值(百万元)	3682.80

基础数据

每股净资产(元)	11.28
资本负债率(%)	17.91%
总股本(百万股)	136.45
流通A股(百万股)	33.48

- **上海恩捷专注湿法隔膜路线，技术领先龙头地位难撼动。**公司是行业内最早研发生产湿法隔膜企业之一，产品定位中高端，设备采用日本制钢所进口设备，自主调试，单线产能达到 9000 万平（母卷），车速可达到 58 米/min，幅宽可达 4 米，单线投资 1.6-1.7 亿，单位投资成本低，产品一致性能佳，同时公司良品率业内领先，上半年基膜成品良率达到 61%，涂覆膜良率达到 70%，得益于公司的 100%的产能利用率及分切技术的进步。
- **上海恩捷产能扩张与湿法加速替代契合，开疆拓土市占率稳居第一。**公司目前上海生产基地 6 条基膜线，合计产能 3.2 亿平，东莞涂覆产能 2.4 亿平。珠海在建 12 条生产线将在 2017 年 10 月陆续投产，我们预计今年年底产能达到 5 亿平，明年底达到 13 亿平。上半年公司出货量达到 1 亿平，在湿法隔膜行业市占率达到 30%，遥遥领先。公司锁定国内外一流客户，是 CATL、国轩高科的主供应商之一，并成功进入 LG、三星体系开始稳定供货，基于与大客户长期合作，公司 8-12 月目前在手订单 1.5 亿，公司全年出货量可达 2.6 亿平。且基于公司产能规划，及行业需求测算，我们判断公司 2018 年出货量有望达到 5.7 亿平，继续高速增长。
- **上海恩捷成本优势突出，价格坚挺，盈利水平遥遥领先。**目前主流隔膜厂商毛利率维持在 50%以上，基膜成本处于 1.3-1.8 元/平，其中材料占比 30-40%，制造费用占比 20-30%左右，能耗 20-30%，人工占比 10-20%。从厂商对比看，上海恩捷成本优势突出，公司基膜成本 1.28 元/平，低于行业平均水平，主要原因有公司规模大，单线产能大（速度快，宽幅宽），设备投资低，良品率高。2017 年上半年恩捷基膜价格为 3.88 元/平，涂覆膜 7 元/平，基膜成品和涂覆膜价格基本保持稳定，毛利率为 65.2%，遥遥领先同行业。我们预计到 2018 年下半年前由于行业整体供应偏紧，湿法隔膜价格不会大幅降低，公司仍将保持高毛利水平。
- **投资建议：**假设公司今年收购完成，同一控制下合并全年利润，我们预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润为 6.53 亿元/11.70 亿元/16.58 亿元，增速 295%/79%/42%，考虑公司收购上海恩捷增加 1.09 亿股本，并发行配套资金 8 亿，按照当前股价，总股本将增加 0.07 亿股，因此我们预计公司完成收购和募集配套资金后股本为 2.52 亿，对应 EPS 为 2.59/4.64/6.58 元，对应 PE 为 42.45x/23.68x/16.72x。考虑到公司为锂电池湿法隔膜龙头，随着新能源汽车持续发展，湿法隔膜需求不断增加，我们给以目标价 139 元，对应 2018 年 30x，首次覆盖给以“买入”评级。
- **风险提示：**国家对新能源车政策支持不及预期，新能源车销量下降；公司产销不达预期；恶性竞争价格下滑。

目录

1. 并购上海恩捷，布局湿法隔膜产业	5
1.1. 传统包装产业，营收稳步发展	5
1.2. 拟收购上海恩捷，湿法龙头初现	6
1.3. 并购后上市公司将双主业协同发展	7
1.4. 配套募集资金主要投入生产线扩大	8
2. 新能源汽车稳步向前，动力隔膜需求巨大	8
2.1. 全球电动化浪潮启动，隔膜企业将受益于全球化采购	8
2.2. 湿法路线成趋势，得湿法者得未来	12
2.3. 需求旺盛，供应偏紧，高端价格将保持坚挺	14
3. 聚焦湿法隔膜领域，稳居行业龙头地位	16
3.1. 专注湿法隔膜路线，技术领先龙头地位难撼动	16
3.2. 产能扩张与湿法加速替代契合，开疆拓土市占率稳居第一	18
3.3. 绑定国内外优质客户，进入核心供应链，高质量增长	20
3.4. 规模效应显著，单位成本低，公司毛利水平行业领先	21
4. 盈利预测与投资建议	22
4.1. 经营性业务盈利预测	22
4.2. 总体盈利预测	23
4.3. 估值比较	23
4.4. 投资建议	24
4.5. 风险提示	24

图表目录

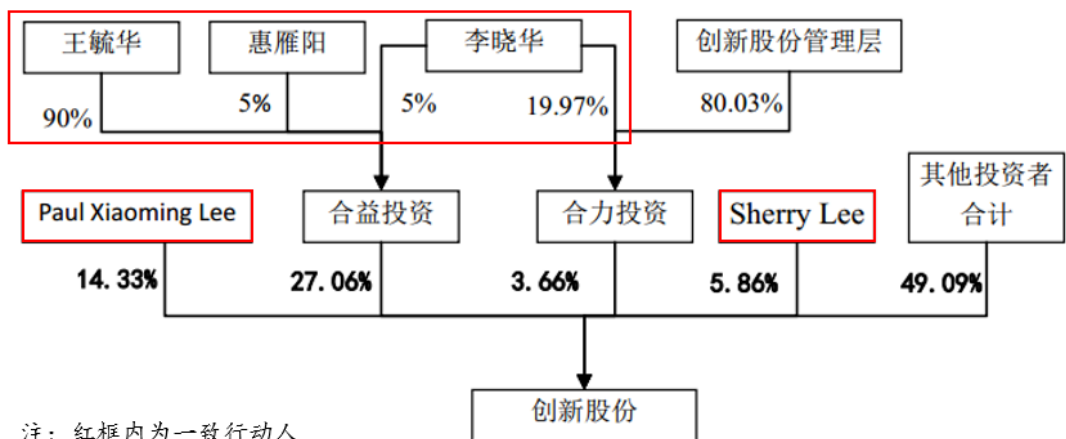
图表 1: 本次收购前创新股份股权结构.....	5
图表 2: 创新股份 2012-1H2017 营业总收入及收入增速.....	6
图表 3: 创新股份 2012-1H2017 归属母公司股东净利润及增速.....	6
图表 4: 创新股份近三年一期主营业务构成.....	6
图表 5: 本次收购前上海恩捷股权结构.....	7
图表 6: 2015 年、2016 年上市公司和标的资产经营数据.....	8
图表 7: 募集资金投向.....	8
图表 8: 全球电动化浪潮开启, 锂电行业迎来高速增长.....	9
图表 9: 2016 年 6 月-2017 年 6 月新能源汽车销量及同比对比.....	10
图表 10: 2017-2020 年部分即将上市新能源车型.....	10
图表 11: 2016-2020 年各种隔膜材料需求.....	11
图表 12: 海外隔膜企业情况.....	12
图表 13: 干法隔膜微观示意图.....	12
图表 14: 湿法隔膜微观示意图.....	12
图表 15: 干法隔膜与湿法隔膜技术对比.....	13
图表 16: 国内隔膜出货量及增速.....	14
图表 17: 湿法隔膜各季度出货量及占比.....	14
图表 18: 主流隔膜厂产能规划(基膜).....	14
图表 19: 2014 年至 2017 年 Q2 中国市场隔膜平均价格变化(元/平).....	16
图表 20: 2017Q3-2019Q2 年中国隔膜市场供需情况对比.....	16
图表 21: 上海恩捷产品线示意图.....	17
图表 22: 基膜和涂布膜性能比较.....	17
图表 23: 湿法工艺流程示意.....	18
图表 24: 上海恩捷良品率高于同行业.....	18
图表 25: 上海恩捷与主要竞争对手各季度产量及湿法市场占有率情况.....	19
图表 26: 上海恩捷未来预计产能.....	19
图表 27: 2017 年上半年隔膜行业竞争格局(按产量: 万平).....	20
图表 28: 国内动力锂电池隔膜供应商.....	20
图表 29: 2017 年 1 月-7 月上海恩捷各月的订单情况(万平).....	21
图表 30: 隔膜企业成本对比(元/平).....	21
图表 31: 2015 年-2017 年上半年公司产品销量、价格及毛利率(元/平, 含税).....	22
图表 32: 2015 年-2017 年上半年公司产品价格变化(元/平, 含税).....	22
图表 33: 新能源车锂相关业务盈利预测.....	23
图表 34: 传统包装业务盈利预测.....	23
图表 35: 同行业公司估值比较.....	24

1. 并购上海恩捷，布局湿法隔膜产业

1.1. 传统包装产业，营收稳步发展

创新股份专注于提供多种包装印刷产品、包装制品等综合服务，在包装印刷、塑料包装和纸制品包装等细分子行业中拥有较为丰富的包装产品线。公司在2016年9月首次公开发行股票，其前身为由玉溪创新科技工贸有限公司依法整体变更设立的股份有限公司。李晓明家族为创新股份的实际控制人，李晓明家族直接及间接通过合益投资控制公司47.26%的股权。

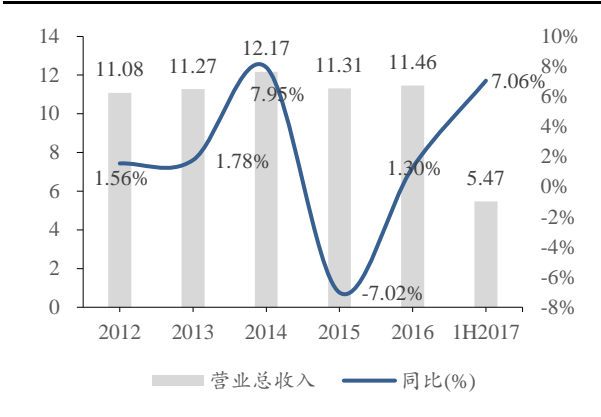
图表 1：本次收购前创新股份股权结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

创新股份为包装行业龙头，业务稳定发展。2016年公司营业收入和归属母公司股东的净利润分别为11.46亿和1.65亿元，同比分别上涨1.3%和10.22%；2017年上半年公司营业收入和归母净利润分别为5.47亿和0.65亿，同比营业收入上升7.09%，但是受下游客户行业景气度下降影响，净利润下降13.31%。公司的主要产品可分为两类：1、包装印刷产品，主要包括烟标和无菌包装；2、包装制品，主要包括BOPP薄膜和特种纸，BOPP薄膜产品包括有烟膜和平膜，特种纸产品包括有镭射转移防伪纸、直镀纸和涂布纸。公司的主要客户为卷烟生产企业、食品饮料生产企业、塑料包装企业、印刷企业等对包装具有高附加值要求、并对产品包装的外观、防伪功能和环保等性能有较高要求的用户。公司深耕包装领域，经过多年的技术开发、市场推广与客户服务，积累了众多的优质资源。

图表 2: 创新股份 2012-1H2017 营业总收入及收入增速



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 3: 创新股份 2012-1H2017 归属母公司股东净利润及增速



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 4: 创新股份近三年一期主营业务构成

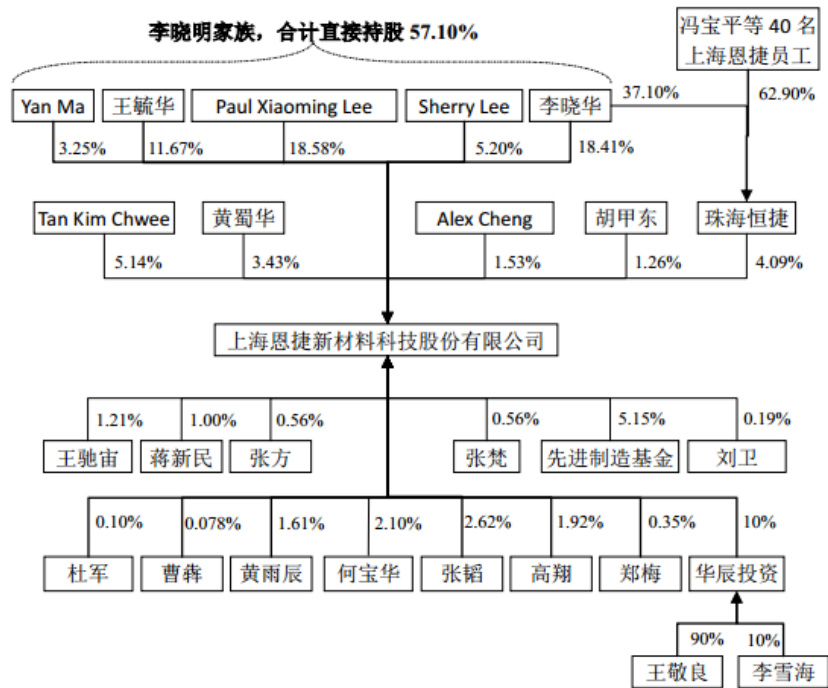
业务类别	2017年1-6月		2016年		2015年		2014年	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
烟标	0.71	13.30%	1.95	17.27%	2.39	21.44%	2.37	20.06%
无菌包装	0.97	18.05%	1.77	15.68%	1.38	12.39%	0.96	8.12%
BOPP平膜	1.56	29.13%	2.24	19.86%	2.80	25.11%	3.84	32.44%
BOPP烟膜	1.11	20.64%	3.12	27.64%	2.76	24.75%	2.96	25.04%
特种纸	0.71	13.27%	1.68	14.87%	1.71	15.37%	1.53	12.95%
其他	0.30	5.62%	0.53	4.68%	0.10	0.93%	0.16	1.38%
合计	5.36	100.00%	11.27	100.00%	11.13	100.00%	11.83	100.00%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所, 单位: 亿元

1.2. 拟收购上海恩捷, 湿法龙头初现

拟收购实际控制人控股公司上海恩捷, 交易资产定价 55.5 亿元。创新股份发布公告, 拟以非公开发行股份方式作价 55.5 亿元收购上海恩捷新材料科技股份有限公司。上海恩捷与创新股份为同一实际控制人。李晓明家族直接和间接控制其 61.20% 的股权, 本次交易不涉及更换实际控制人, 相当于将锂电池湿法隔膜业务注入上市公司。不考虑配套融资, 收购完成后, 公司总股本将变为 2.456 亿股, 李晓明家族将直接和间接控制公司 53.45% 的股权。上海恩捷业绩承诺 17-19 年不低于 3.78 亿, 5.55 亿, 7.63 亿, 而根据公司上半年的经营情况, 我们预计公司业绩将大幅超业绩承诺。

图表 5：本次收购前上海恩捷股权结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

上海恩捷为湿法隔膜领域龙头企业，产能迅速扩张，搭载湿法隔膜替代大浪潮，攻城略地，业绩亮眼！公司成立于 2010 年，专注于锂电池隔膜的研发、生产及销售，采用湿法工艺路线生产制造隔膜。主要产品为适用于数码及新能源汽车的基膜及涂布膜。具备行业顶尖的研发团队并采用日本核心设备，工艺、生产效率均明显领先于行业平均水平。目前上海恩捷是 CATL，国轩高科的主要供应商，并已开拓比亚迪、三星 SDI、LG Chem 等高质量客户，成为国内极少数进入全球供应链的湿法隔膜公司。现在公司产能为 3.2 亿平方米/年，并在珠海在建 12 条线，已开始陆续投产，明年底产能将达 13 亿平，成为全球规模最大的隔膜厂商。且公司现阶段在手订单充足，处于生产供不应求的状态。16 年营业收入 4.99 亿，毛利率 61.39%，主营业务收入占比 99% 以上；2017 年上半年营业收入 4.45 亿，毛利率 65.20%，上半年净利润 2.15 亿元，全年利润有望达到 5 亿元，远超业绩承诺。

1.3. 并购后上市公司将双主业协同发展

通过本次交易，上市公司能更好的实现双主业发展战略，以原有业务为依托，实现原业务与新业务双轮驱动，协同发展。创新股份传统业务为以烟草包装为主的包装业务，提供各类包装印刷产品、包装制品及服务的综合供应。上海恩捷主要从事锂电池隔膜的研发、生产及销售，本次交易完成后，上市公司将新增锂电池隔膜业务，根据最新一期的公司审计报告，2016 年上市公司包装印刷业务和标的公司锂电池隔膜业务收入分别占合并后营业收入总额的 66.08% 和 30.68%。因此，本次交易完成后，锂电池隔膜业务将成为上市公司未来收入来源的重要组成部分。

图表 6: 2015 年、2016 年上市公司和标的资产经营数据

项目	上市公司 (万元)		标的资产 (万元)	
	2016年	2015年	2016年	2015年
总资产	188,993.43	125,852.58	159,853.59	64,991.19
归属于母公司股东的权益	157,253.98	73,938.09	136,648.40	27,093.47
营业收入	114,616.98	113,148.90	49,899.21	15,671.93
营业利润	17,743.65	15,784.44	23,076.02	2,064.56
归属于母公司所有者净利润	16,539.19	15,005.25	19,963.20	2,972.26
净利率	14.43%	13.26%	40.01%	18.97%
净资产收益率	10.52%	20.29%	14.61%	10.97%

资料来源: 2016 年公司年报, 东吴证券研究所

1.4. 配套募集资金主要投入生产线扩大

募集资金的用途为生产线项目建设。公司拟向不超过 10 名特定投资者询价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。配套资金将用于珠海恩捷隔膜 1 期年产量达 4.2 亿平米的 5 条湿法生产线建设和支付本次交易的交易费用。扩建产能达产后, 公司将具备 13.2 亿平米产能, 将成为世界领先的湿法隔膜龙头企业。电动汽车及锂电池上下游产业已经进入高速增长轨道, 我们认为产能扩大能让创新股份在未来几年内持续获得产业高速增长带来的红利。

图表 7: 募集资金投向

序号	项目	投资金额	自有资金/自筹资金投入	配套资金投入	实施主体
1	隔膜1期年产量达41,666.67万平方米的5条湿法生产线	90,000.00	13,500.00	76,500.00	珠海恩捷
2	支付中介机构费用	3,500.00	-	3,500.00	上市公司
合计		93,500.00	13,500.00	80,000.00	

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 新能源汽车稳步向前, 动力隔膜需求巨大

2.1. 全球电动化浪潮启动, 隔膜企业将受益于全球化采购

Tesla 销量开始逐步爆发, 海外汽车巨头纷纷发布电动化战略, 新款车型集中于 2018-2019 年上市, 全球电动化浪潮开启, 电动乘用车市场开始进入高速成长期。根据我们前期发行业深度报告《全球电动化浪潮全面开启, 把握供应链的历史性机遇》, 我们预计 2020 年全球电动车市场销量有望达到 450 万辆以上, 电动乘用车市场达到 400 万辆以上, 2016-2020 年的年均复合增速 50%, 渗透率提升到 5%, 2020 年以后电动车相对燃油车的比价优势出来, 2025 年前都将保持高速增长。随着海外电动车高速增长及中国电动车市场的爆发, 2020 年全球动力锂电需求将超过 190GWh。电池材料全球化供应和本地化配套逐步加强, 国内锂电材料企业将迎来历史性机遇。

图表 8：全球电动化浪潮开启，锂电行业迎来高速增长

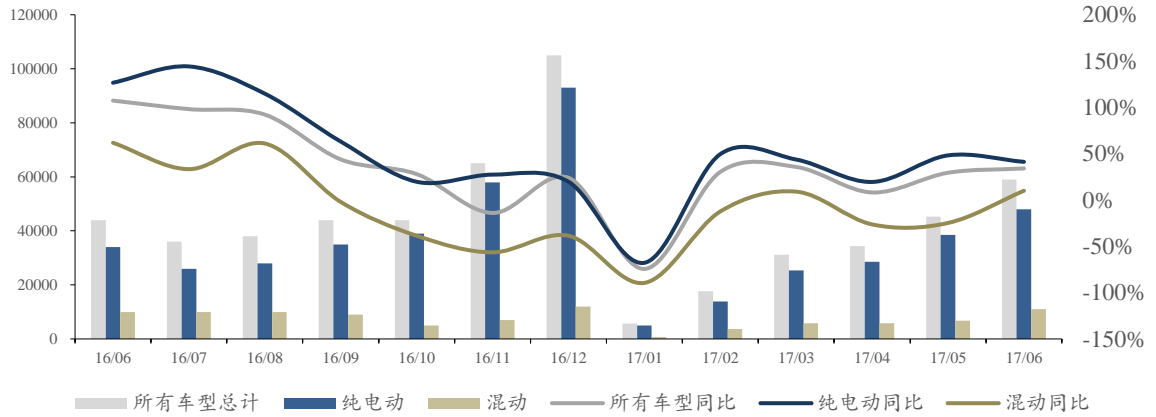
	2016	2017	2018	2019	2020
海外：新能源乘用车销量（万辆）	41	67	112	170	243
动力电池需求（Gwh）	11.91	21.46	41.61	66.77	100.27
纯电动销量（万辆）	22	37	66	106	159
单车电池容量（kwh）	43.5	45	51	52	53
纯电动需求量（Gwh）	9.44	16.6	33.87	55.25	84.46
插电式（万辆）	19	30	46	64	83
单车电池容量（kwh）	13	16	17	18	19
插电式动力需求量（Gwh）	2.47	4.86	7.74	11.52	15.81
国内：新能源乘用车销量（万辆）	33	47	74	108	162
动力电池需求（Gwh）	8.99	12.35	20.16	34.32	55.56
国内：纯电动销量（万辆）	24	35	53	76	110
单车电池容量（kwh）	32	30	32	38	42
纯电动需求量（Gwh）	7.8	10.5	16.8	28.88	46.2
国内：插电式销量（万辆）	8.22	12.33	21	32	52
单车电池容量（kwh）	14.5	15	16	17	18
插电式动力需求量（Gwh）	1.19	1.85	3.36	5.44	9.36
全球新能源乘用车销量（万辆）：合计	73.27	114.59	185.45	278.24	404.56
-增速	98%	56%	62%	50%	45%
全球乘用车动力电池需求（Gwh）：合计	21	34	62	101	156
国内：商用车销量（万辆）	19	24	34	42	51
动力电池需求（Gwh）	22.07	20.27	26.27	31.81	37.56
国内：专用车销量（万辆）	6	12	20	28	36
单车电池容量（kwh）	49	50	51	52	53
专用车需求量（Gwh）	2.88	6	10.22	14.59	19.08
国内：纯电式客车销量（万辆）	11.57	10	11	11.55	12.13
单车电池容量（kwh）	131	136	139	142	145
纯电式客车动力需求量（Gwh）	15.16	13.6	15.29	16.4	17.58
国内：插电式客车销量（万辆）	1.9	2.3	2.53	2.66	2.79
单车电池容量（kwh）	28	29	30	31	32
插电式客车动力需求量（Gwh）	0.53	0.67	0.76	0.82	0.89
全球新能源销量（万辆）：合计	92.62	138.89	219.02	320.5	455.48
全球动力电池需求（Gwh）：合计	43	54	88	133	193

资料来源：中汽协，东吴证券研究所

国内政策利好，我们预计新能源汽车产销下半年高增长可期。受益于 2019 年补贴退坡，2018 年大概率为大年，后续受积分制拉动，2020 年国内新能源汽车销量将超过 200 万辆。2016 年新能源汽车行业风雨不定，但仍然实现了较高增长，据中汽协统计，国内新能源汽车生产 51.7 万辆，同比增长 51.7%；实现销售 50.7 万辆，同比增长 53%。受政策变动影响，2017 年 1-4 月新能源汽车销量平淡，后续随着政策的逐步落地以及推荐目录的常态化发布，新能源汽车的产销环比逐步走高。6 月我国新能源汽车产销分别完成 6.5 万和 5.9 万，分别同比增长 43.4% 和 33.0%，环比增长 26.3 和 30.2%，销量拐点来临，7 月销量走稳，随着下游公交公司招标落地及物流车企业采购，三、四季度放量；而乘用车依然受一线限购城市和 A00 级微型车拉动，销量稳步爬升，我们预计全年产销量 70 万量，对应电池需求量 38GWh，同比增长 30%。后续

新能源乘用车新款车型将密集上市，近期新能源积分等制度将落地，三万公里政策有望调整，2018年新能源汽车受益于抢装效应，销量同比高增长可期。

图表 9：2016 年 6 月-2017 年 6 月新能源汽车销量及同比对比



资料来源：中汽协，东吴证券研究所

图表 10：2017-2020 年部分即将上市新能源车型

序号	企业名称	产品名称	动力类型	上市时间预计	序号	企业名称	产品名称	动力类型	上市时间预计
1	江淮	江淮 iEV7S	纯电动	2017年8-9月	16	广汽传祺	广汽传祺GS4EV	纯电动	2017年
2	江淮	江淮 iEV7C	纯电动	待定	17	广汽传祺	广汽传祺GA4SPHEV	混合动力	2017年
3	江淮	iEV7E	纯电动	2017年11月	18	广汽传祺	广汽传祺GA6PHEV	混合动力	2017年
4	江淮	江淮 iEV7T	纯电动	2017年底-2018年初	19	广汽传祺	GE3 EV	纯电动	2017年
5	江淮	江淮 iEV8	纯电动	2019年	20	广汽菲克	悦界PHEV	插电式混动	
6	江淮	瑞风S7混动版	混合动力	2018年年中	21	观致	观致3EV	纯电动	2017年
7	江淮	432平台电动车	纯电动	2019年下半年	22	云度	云度π1	纯电动	2017年
8	北汽	北汽新能源EU300	纯电动	2017年下半年	23	云度	云度π3	纯电动	2017年11月
9	北汽	北汽新能源ARCFox-1	纯电动	2017年4季度	24	长安	长安CS75PHEV	混合动力	2017年
10	北汽	北汽新能源EX260	纯电动	2017年	25	长安	长安CS15EV	纯电动	2017年
11	北汽	北汽新能源EX400L	纯电动	2018年	26	长安	新版长安奔奔EV	纯电动	2017年
12	北汽	北汽新能源EH400	纯电动	2017年	27	长安	新版长安逸动EV	纯电动	2017年
13	北汽	北汽新能源EC180	纯电动	2017年1月	28	众泰	Z500纯电动版	纯电动	2017年
14	北汽	北汽新能源EX300L	纯电动	2017年下半年	29	众泰	众泰SR7EV	纯电动	2017年
15	北汽	北汽新能源EU400	纯电动	2017年6月	30	众泰	云100Plus	纯电动	2017年

资料来源：公司官网、汽车之家等公开信息，东吴证券研究所整理

我们预计 2020 年全球湿法隔膜需求将达到 50 亿平 (2016 年为 17 亿平)，复合增速 32%，国内湿法隔膜需求将达到 21 亿平 (2016 年为 6.5 亿平)，复合增速 36%。根据我们的测算 2020 年全球动力电池需求达 193GWh (2016 年为 43GWh)，消费类电池需求达到 119GWh (2016 年为 92GWh)，储能电池 2020 年达到 25GWh (2016 年为 9GWh)，因此到 2020 年全球电池需求量达到 337GWh，对应隔膜需求量为 60 亿平 (2016 年为 26 亿平)，动力类为 35.6 亿平 (2016 年为 7.9 亿平)。根据我们测算，2020 年国内锂电池需求 147GWh，对应隔膜需求为 28 亿平，随着湿法渗透率的提升，我们预计湿法隔膜需求将达到 21.4 亿平 (2016 年为 6.5 亿平)，海外 2020 年

湿法隔膜需求将达到 28.9 亿平（2016 年为 10.9 亿平）。

图表 11：2016-2020 年各种隔膜材料需求

	2016	2017	2018	2019	2020
国内动力类电池 (Gwh)	31	33	46	66	93
海外动力类电池 (Gwh)	12	21	42	67	100
国内消费类电池 (Gwh)	31	34	37	41	45
海外消费类电池 (Gwh)	61	64	67	70	74
国内储能电池 (Gwh)	3.11	4.04	5.26	6.83	8.88
海外储能电池 (Gwh)	6	8	10	12	16
国内隔膜需求(亿平)	12.16	13.42	16.63	20.92	26.80
海外隔膜需求(亿平)	14.56	17.00	21.52	26.46	33.21
合计隔膜需求(亿平)	26.72	30.42	38.15	47.38	60.01
-其中动力类需求(亿平)	7.93	10.18	16.43	24.68	35.63
湿法-国内需求(亿平)	6.50	8.05	11.64	15.69	21.44
干法-国内需求(亿平)	5.66	5.37	4.99	5.23	5.36
湿法-海外需求(亿平)	10.92	13.26	17.65	22.49	28.89
干法-海外需求(亿平)	3.64	3.74	3.87	3.97	4.32

资料来源：高工锂电、东吴证券。注：2016 年国内湿法需求中预计有 1.5-2 亿为进口

海外隔膜也加大产能扩张，但总体扩产速度偏慢，国内龙头企业有望受益于全球化采购。全球隔膜龙头为旭化成，其自 2015 年收购美国 Celgard 之后，兼具干湿法技术，在全球市场份额一跃至近 30%，稳固占据第一位置。目前产能 5.55 亿平（3.5 亿湿法+2 亿干法），在建 2 亿平，但投产进度偏慢，公司预计 19 年上半年产能达到 8.6 亿平，且旭化成产品主要用于消费类电池。东燃化学、宇部兴产全球市占率分别为 10-15%，二者也筹划产能扩张，目前产能分别为 2.5 亿平和 2 亿平，产品较多应用于动力锂电。住友化学为松下配套 Tesla 电池的隔膜供应商，为配套 Tesla 超级工厂也新建 0.7 亿平，并规划未来产能达到 5 亿平，但相较 Model 3 的需求产能远不够，特斯拉有可能寻求国内配套厂商，隔膜龙头有望进入供应体系。而且相较于其他材料，国内隔膜企业海外渗透率低，目前湿法技术逐步突破（9um 甚至更薄隔膜的生产、油性涂覆的应用），规模和成本效应凸显，我们预计从 2018 年下半年隔膜企业充分受益于全球化采购。

图表 12：海外隔膜企业情况

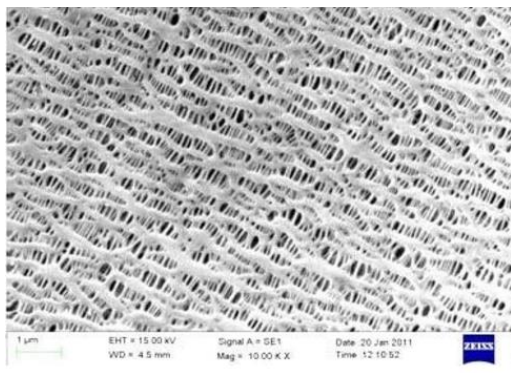
公司	2016年产能	2017年底产能	技术	主要客户	扩产计划
旭化成	3.5亿湿法 +2亿干法	3.5亿湿法 +2亿干法	日本本部为湿法，2015年以22亿美元收购拥有全球第二份额的celgard, Celgard为干法技术	三星、松下（原三洋为旭化成最大的客户）、AESC、ATL	在建2亿平湿法隔膜产能，将于2019年上期可投产，并通过技改，可形成湿膜约6.1亿平方米/年的产能，干法隔膜的产能可达到2.5亿平方米/年，合计8.6亿平米/年。公司预计2020年可以实现整体供给11亿平方米/年
东燃化学	2.5亿	2.5亿	湿法	LG化学、ATL、索尼、三星SDI	2016年计划增资韩国工厂，将产能提升50%
宇部	1.72亿	2亿	干法	松下，中国客户居多（比克，国轩高科等）	通过改进现有设备及在大阪工厂导入新设备，将在2017年年中产能提升至2亿平，并计划在2020年前将产能提高到3亿平
住友化学	1.1亿	1.8亿	湿法	松下，主要定位动力锂电隔膜	在韩国兴建一个产能0.7亿平的工厂，并将原有产能提高30%，在2017年产能达到1.8亿平，以配套特斯拉产能提高
SK	2.02亿	2.02亿	湿法	SK、LG	

资料来源：B3、公开资料、东吴证券

2.2. 湿法路线成趋势，得湿法者得未来

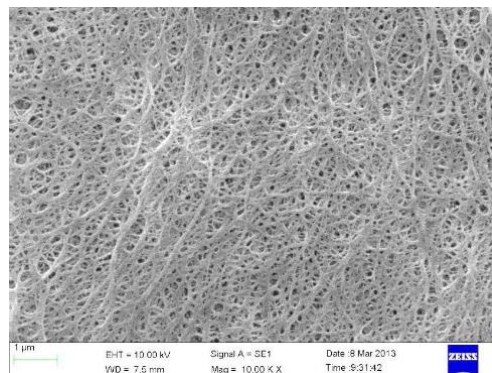
目前，隔膜的生产工艺主要有干法和湿法两大类，相比于厚度普遍在 20/24um 的干法隔膜，湿法隔膜主流厚度在 12/16um，由于其厚度更薄，孔径均匀，对电解液的润湿性较好，生产出来的动力电池能量密度更高，而成为未来发展趋势。干法又可细分为单向拉伸工艺和双向拉伸工艺。干法及湿法的技术水平，通常指两种方法所涵盖的原材料配方技术、微孔制作技术和成套设备设计技术等三个方面达到的技术经济指标，最终体现为产品的一致性、稳定性和安全性等技术参数指标。干法单向拉伸隔膜横向强度较差，但因几乎没有热收缩现象而具有较高的安全性。干法双向拉伸工艺只能生产单层隔膜，但隔膜的微孔尺寸和分布更均匀。湿法拉伸隔膜孔隙率和透气性更高，可以生产更轻薄的隔膜，但投资成本较高。

图表 13：干法隔膜微观示意图



数据来源：赛迪顾问，东吴证券研究所

图表 14：湿法隔膜微观示意图



数据来源：赛迪顾问，东吴证券研究所

政策倾斜，湿法线路受益，占比逐渐提升。工信部起草的《中国制造 2025》中关于动力电

池能量密度的要求是 2020 年达到 350Wh/kg，随着动力电池对能量密度要求的不断提高，三元材料动力电池崛起，湿法加涂覆隔膜在动力电池路线转换的阶段无疑将充当重要角色，在热稳定性、与电解液浸润性及热收缩性等方面优势明显。同时，2017 年补贴政策明确规定了只有达到规定的电池/整车重量比及电池性能水平要求，才可享受国家相关新能源汽车政策的补贴。相关补贴政策的出台，对锂电池的能量密度和上游隔膜的性能也有了更高的要求，进一步加速了隔膜由厚度较厚的干法膜向轻薄的湿法膜的转变。

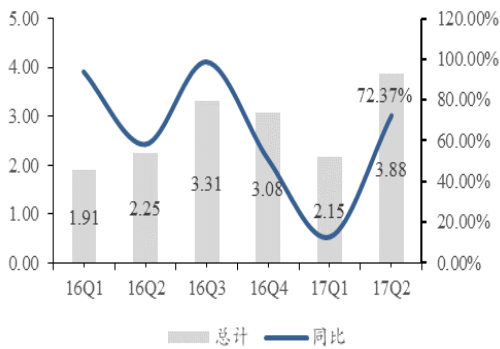
图表 15：干法隔膜与湿法隔膜技术对比

项目	湿法	干法	
生产方式	单向、双向拉伸	单向拉伸	双向拉伸
工艺原理	热致相分离	晶片分离	晶型转换
工艺特点	设备复杂，投资大，工艺复杂，成本高，能耗大	设备复杂，精度要求高，控制难度高，污染小	设备复杂，投资大，需要成孔剂辅助成孔
主要产品	单层 PE 隔膜	单层 PP、PE 隔膜以及复合隔膜	单层 PP 隔膜
优点	微孔尺寸和分布均匀，适宜生产较薄产品	微孔尺寸和分布均匀，导通性好，能生产单层和多层隔膜	工艺简单，强度高，厚度范围宽，短路率低
缺点	工艺复杂成本高，不环保，只能生产单层 PE 膜	横向拉伸强度低，短路率稍高	孔径不均匀，稳定性差，只能生产单层 PP 膜

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

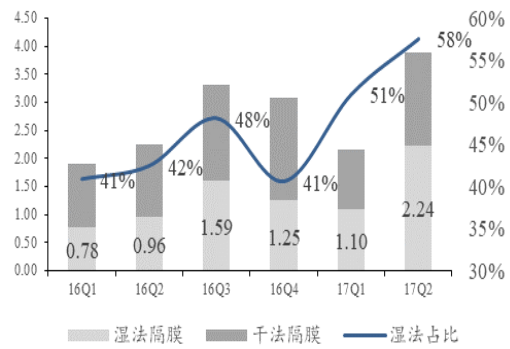
湿法替代干法的趋势明显，湿法隔膜出货量及占比 17 年上半年比 16 年均大幅提高。乘用车和专用车在 17 年上半年产销同比高增长，三元电池占比提升。湿法工艺生产的隔膜相对于干法工艺生产的隔膜更加轻薄，机械性更好，应用于动力电池可提高能量密度，故受到三元电池厂商青睐。根据高工锂电数据，从 2016 年 Q1 至 2017 年 Q2，国内隔膜出货量一直保持高增长，17 年上半年隔膜总出货量 6.03 亿平，同比增长 45%。其中湿法隔膜出货量 3.33 亿平，同比增长 92%，环比增长 17%，占上半年总出货量的 55%。2016 年度隔膜总出货量为 10.5 亿平，其中湿法隔膜 4.57 亿平，占总出货量的 43%，2017 年上半年湿法隔膜出货量占比相比 2016 年提升 12 个百分点，且出货量同比环比增速均超过干法隔膜。湿法隔膜已渐成主流，我们预计未来占比将进一步提高，湿法企业竞争力会超越干法。

图表 16: 国内隔膜出货量及增速



数据来源: 高工锂电, 东吴证券研究所

图表 17: 湿法隔膜各季度出货量及占比



数据来源: 高工锂电, 东吴证券研究所

2.3. 需求旺盛, 供应偏紧, 高端价格将保持坚挺

从供给角度看, 湿法路线成为主流, 国内隔膜厂商积极扩产, 我们预计 17、18 年底基膜有效产能将达到当 18.47 亿、30.62 亿平。各大厂商都在布局锂电湿法隔膜。目前国内湿法锂电池隔膜处于供不应求的状态, 为了满足下游客户需求, 各大厂商积极扩张湿法产能。按照目前的技术水平, 生产线投产需要经过调试, 产品质量才能够达到稳定状态。实际投产速度或低于预期。

图表 18: 主流隔膜厂产能规划 (基膜)

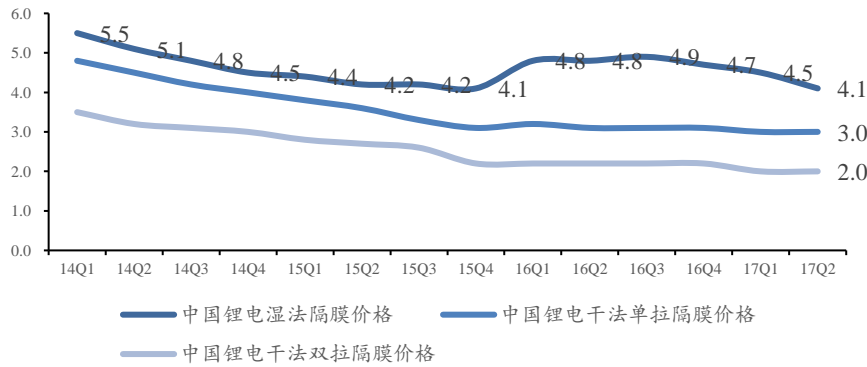
企业名称	技术路线	当前产能	2017.9	2017.12	2018.3	2018.6	2018.9	2018.12
创新股份 (上海恩捷)	湿法	3.20	3.20	4.80	6.60	8.40	10.20	10.20
星源材质	干法	1.80	1.90	1.90	1.90	1.90	1.90	1.90
	湿法	0.70	1.10	1.10	1.10	1.10	2.90	2.90
	合计	2.50	3.00	2.90	2.90	2.90	4.70	4.70
长园集团 (湖南中锂)	湿法	3.24	4.04	4.84	5.64	6.44	7.24	8.04
沧州明珠	湿法	1.20	1.20	1.55	1.90	1.90	1.90	1.90
	干法	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
	合计	2.20	2.20	2.55	2.90	2.90	2.90	2.90
胜利精密 (苏州捷力)	湿法	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
双杰电气 (天津东皋)	湿法	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20
金冠电气	湿法	0.65	0.65	1.10	1.10	2.00	2.00	2.00

(鸿图隔膜)								
中材科技	湿法	0.00	0.00	1.20	1.20	2.40	2.40	2.40
纽米科技	湿法	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
中科科技	湿法	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
	干法	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40
	合计	1.90	1.90	1.90	1.90	1.90	1.90	1.90
金辉高科	湿法	1.13	1.13	1.13	1.13	1.13	1.13	1.13
河南义腾	湿法	0.25	0.50	0.50	1.00	1.00	1.00	1.00
	干法	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30
	合计	1.55	1.80	1.80	2.30	2.30	2.30	2.30
三门峡兴邦	湿法	0.2	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
河北金力	湿法	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45
东航光科	干法	0.3	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
正华隔膜	干法	0.5	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
南通天丰	干法	0.7	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70
武汉惠强	干法	0.2	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
产能合计	干法	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
	湿法	16.0	17.5	22.1	25.5	30.2	34.6	35.4
	合计	23.22	24.67	29.27	32.72	37.42	41.82	42.62
较为确定的产能合计	干法	7.20	7.20	7.20	7.20	7.20	7.20	7.20
	湿法	13.62	15.07	18.47	21.92	25.42	29.82	30.62
	合计	20.82	22.27	25.67	29.12	32.62	37.02	37.82

资料来源：各公司公告，东吴证券研究所

湿法隔膜目前供不应求价格坚挺，按照季度供需格局判断，供给偏紧至少要延续至2018年下半年，且高端产能供不应求。湿法隔膜今年价格坚挺，市场上基膜4.5元/平，涂覆后6.5元/平。根据上文的产能投放进度，我们测算了每个季度隔膜的需求，由于刚投产的产线处于产能爬坡期，因此我们进行适当调整，同时基膜至涂覆膜需要考虑20%的损耗，因此我们测算18年全年的湿法隔膜供给为17亿平，下半年产能集中释放。从需求角度测算，动力电池2018年47GWh，消费类电池37GWh，储能5GWh，并且考虑每季度中库存平滑，因此我们测算得出2018年上半年湿法隔膜行业产能利用率有71%，由于高端产能稀缺，龙头企业产能利用率将更高，因此价格可以维持。而2018年下半年湿法隔膜产能集中释放，需要观察两个变量：一是海外市场拓展情况，二是动力电池是否因抢装效应带来需求超预期，若海外市场拓展顺利，国内抢装效应明显，那么2018年湿法隔膜还将延续供给偏紧的局面。产品价格不会出现大幅度的下调。

图表 19: 2014 年至 2017 年 Q2 中国市场隔膜平均价格变化 (元/平)



资料来源: 高工锂电, 东吴证券研究所

图表 20: 2017Q3-2019Q2 年中国隔膜市场供需情况对比

	3Q2017	4Q2017	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	1Q2019	2Q2019
纯电动乘用车 (万)	11.70	13.50	9.00	12.00	14.50	18.00	11.70	15.60
单车电量 (kwh)	29.00	31.00	31.00	31.00	31.00	31.00	33.00	35.00
合计电量 (gwh)	3.39	4.19	2.79	3.72	4.50	5.58	3.86	5.46
插电式乘用车 (万)	3.50	5.00	2.30	3.70	6.00	8.00	2.99	4.81
单车电量 (kwh)	16.00	17.00	16.00	16.00	17.00	17.00	17.00	17.00
合计电量 (gwh)	0.56	0.85	0.37	0.59	1.02	1.36	0.51	0.82
纯电动客车 (万)	3.60	5.20	1.30	2.00	3.20	4.50	1.43	2.20
单车电量 (kwh)	158.00	158.00	150.00	150.00	150.00	150.00	150.00	150.00
合计电量 (gwh)	5.69	8.22	1.95	3.00	4.80	6.75	2.15	3.30
插电式客车 (万)	0.80	1.10	0.40	0.50	0.80	1.00	0.44	0.55
单车电量 (kwh)	38.00	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00
合计电量 (gwh)	0.30	0.44	0.16	0.20	0.32	0.40	0.18	0.22
纯电动专用车 (万)	5.00	6.00	2.50	4.00	6.00	7.50	3.25	5.20
单车电量 (kwh)	50.00	50.00	45.00	47.00	50.00	50.00	48.00	50.00
合计电量 (gwh)	2.50	3.00	1.13	1.88	3.00	3.75	1.56	2.60
合计车量 (万)	24.60	30.80	15.50	22.20	30.50	39.00	19.81	28.36
合计动力电池量 (gwh)	12.45	16.69	6.39	9.39	13.64	17.84	8.25	12.40
-磷酸铁锂电池量 (gwh)	7.93	11.07	3.39	5.06	7.67	10.36	4.10	6.18
-三元锂电池量 (gwh)	4.52	5.62	3.00	4.33	5.96	7.48	4.15	6.21
消费类电池 (gwh)	9.45	11.55	7.00	8.00	9.90	12.21	7.70	8.80
储能电池 (gwh)	1.10	1.30	1.05	1.16	1.42	1.63	1.16	1.50
不考虑库存平滑								
合计电池量 (gwh)	23.00	29.54	14.45	18.55	24.95	31.68	17.11	22.70
考虑库存平滑								
合计电量 (gwh)	21.00	24.54	19.45	21.55	21.95	26.68	22.11	26.70
合计隔膜 (亿平)	4.20	4.91	3.83	4.22	4.28	5.18	4.27	5.13
-干法隔膜 (亿平)	1.68	1.96	1.36	1.39	1.31	1.45	1.09	1.18
-湿法隔膜 (亿平)	2.52	2.94	2.47	2.83	2.97	3.73	3.18	3.95
全部产能 (亿平)	5.01	5.29	5.74	6.25	7.04	7.77	7.89	8.10
湿法产能 (亿平)	2.96	3.24	3.46	3.97	4.76	5.49	5.62	5.82
干法产能 (亿平)	2.05	2.05	2.28	2.28	2.28	2.28	2.28	2.28
全部利用率%	84%	93%	67%	68%	61%	67%	54%	63%
湿法利用率%	85%	91%	71%	71%	62%	68%	57%	68%

资料来源: 东吴证券研究所

3. 聚焦湿法隔膜领域, 稳居行业龙头地位

3.1. 专注湿法隔膜路线, 技术领先龙头地位难撼动

上海恩捷专注于锂电池隔离膜的研发、生产及销售，产品定位中高端，是行业内最早研发湿法的隔膜的厂商之一，目前市占率及出货量居行业第一。公司主要产品分为两类：一是基膜，是由聚烯烃材料制备而成的微孔薄膜，放置于锂电池的正负极之间，在允许锂离子通过的同时防止正负极接触，是锂电池中的重要部件，主要用于一般低容量型电池。根据型号不同，可分为常规型及高倍率型隔离膜，厚度可在5-30 μm调整。二是涂布膜。主要是通过基膜表面涂覆一层涂层，以改良基膜热稳定性和耐有机溶剂性等特性，主要用于高容量、高安全型电池和聚合物电池。涂布膜可以大致分为单面涂布膜（水性、油性）、双面涂布膜（水性、油性）。

图表 21：上海恩捷产品线示意图



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 22：基膜和涂布膜性能比较

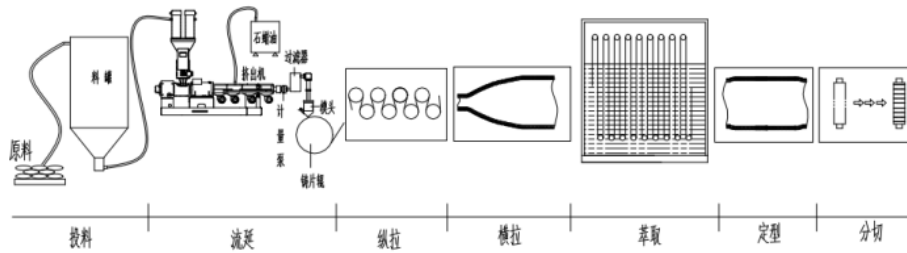
种类		性能特点
基膜		与涂布膜相比，厚度较薄，透气性较好。
涂布膜	无机物涂布	与基膜相比，耐热性高、水分含量低，可有效提高电池安全性能。
	有机物涂布	与基膜相比，极片与隔膜间的粘结力强，可有效提高电池的安全性能及寿命。
	功能性多层涂布 (陶瓷-AFL、陶瓷-PVDF)	与基膜相比，耐热性高、水分含量低，同时极片与隔膜间的粘结力强，可有效提高电池的安全性能及寿命。
	功能性多层涂布 (陶瓷芳纶)	与基膜相比，耐热性高、水分含量低，重量轻，可有效提高电池的安全性能。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

采用日本进口设备，公司自主调试，达产时间快，产品性能领先。公司采用自主设计的与日本制钢所（JCW）联合研发的先进生产线，产品性能优秀，并在柔性涂覆技术上遥遥领先。制钢所隔膜生产线产能约10条/年，目前基本被上海恩捷锁定，即将在珠海投产的单线产能9000万平，投资成本为1.6-1.7亿，单位投资额低，且公司调试时间低于行业平均3个月。制钢所

设备相比于国内生产设备，具有更好的稳定性及低能耗性，产品质量和损耗率均大幅优于国内设备所生产的产品，产品一致性高，成孔分散均匀，对电解液润湿性好。公司产线车速可达到 58 米/min，4 米幅宽（行业车速 30-40 米/min，幅宽 3-3.5 米），因此单线产能大，成本低。另外，公司在涂覆技术上遥遥领先，涂覆产品良品率高，透气性好，且公司同时具备水性和油性陶瓷涂覆技术。

图表 23：湿法工艺流程示意



资料来源：中国锂离子电池隔膜行业白皮书(2015)，东吴证券研究所

产能利用率高，同时分切工艺领先，公司良率高于同行业，并不断提升。湿法隔膜基膜成品行业良品率 50-60%，公司产国 60%，达到 61%。并且上半年综合良率提升 5 个点，主要由于损耗率下降，已经公司产能利用率超过 100%，单线持续生产同一产品的时间加长，减少了频繁换机时的损耗，带动了标的公司整体良品率的提升。恩捷主要产品的损耗率呈逐年递减的趋势，主要系原因：一方面标的公司一次分切和二次分切工艺水平逐年提高，另一方面，这两年新投产的 4-6 号线生产的湿法隔膜幅宽较大，部分生产线的幅宽由原来的 2.2 米增加到 3.4 米，幅宽的增加提高了一次分切的收率。收得率提升，有利于公司的毛利率水平进一步提升至 65%。

图表 24：上海恩捷良品率高于同行业

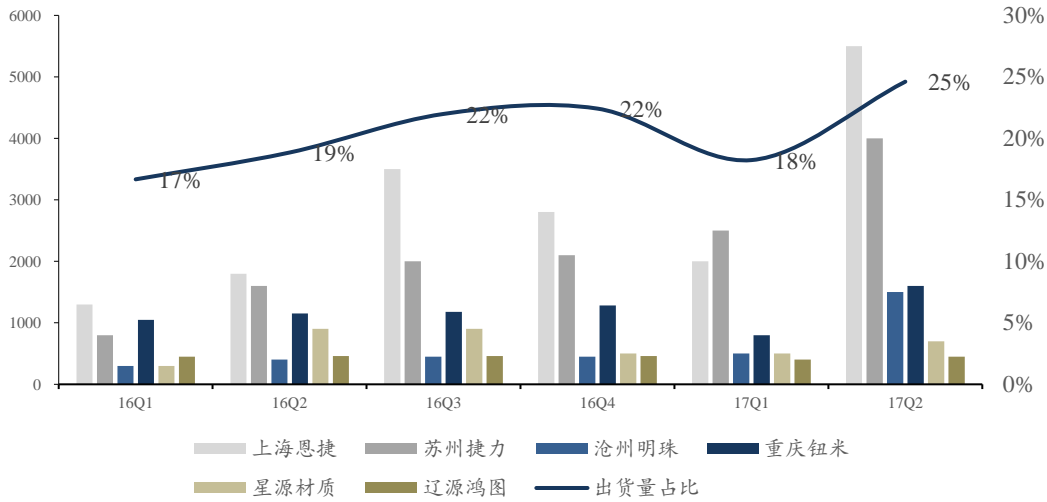
产品	2017 年 1-6 月		2016 年		2015 年	
	良品率	损耗率	良品率	损耗率	良品率	损耗率
基膜半成品	89%	6%	85%	7%	71%	9%
基膜成品	61%	12%	60%	14%	48%	20%
涂布膜	70%	13%	65%	15%	52%	19%
综合良品率/损耗率	78%	9%	73%	11%	53%	16%

资料来源：高工锂电、东吴证券研究所

3.2. 产能扩张与湿法加速替代契合，开疆拓土市占率稳居第一

从 2016 年开始，公司的湿法隔膜产量与市场占有率始终处在市场第一位，17 年上半年市场占有率超 3 成。2017 年上半年，公司湿法隔膜出货量达到 1 亿平方米，在湿法领域市场占有率达到 30%，处于市场的绝对龙头地位。2016 年全年公司隔膜销量为 9500 万平方米，17 年全年销量有望达到 2.6 亿平，基于公司明年底产能达到 13 亿平（母卷），全球电动化进程加速，我们判断公司 2019 销量有望同比一倍以上增长，达到 5.7 亿平。我们认为，上海恩捷作为龙头企业将受益于大客户资源积累和未来电池市场集中度提升，强者恒强。

图表 25：上海恩捷与主要竞争对手各季度产量及湿法市场占有率情况



资料来源：高工锂电、东吴证券研究所

产能有序扩张，珠海 12 条线（约 10 亿平）今年下半年路线释放，明年底产能达 13 亿平。目前，上海生产基地 6 条基膜线，产能合计 3.2 亿平，东莞涂覆产能 2.4 亿平。珠海 12 条生产线在 2017 年 10 月陆续投产。生产线设备到位后，安装调试周期小于 3 个月，投产到达产时间过渡期 1-3 个月。公司湿法隔膜产能在 2017 年底开始提速（按照达产时间预估），我们预计今年底基膜产能达到 5 亿平，湿法隔膜产能将位居全球前列，2018 年中产能达到 9 亿平方米/年，2018 年底为 13 亿平，同时涂覆产能按照 80% 的基膜配套建设。

图表 26：上海恩捷未来预计产能

时间	产线数	公告当月产能 (万平米)	预计年产能 (亿平米)
2017年6月	6	2520	3.0
2017年7月	6	2520	3.0
2017年8月	6	2520	3.0
2017年9月	6	2520	3.0
2017年10月	7	3080	3.7
2017年11月	8	3640	4.4
2017年12月	9	4200	5.0
2018年1月	10	4760	5.7
2018年2月	11	5320	6.4
2018年3月	12	5880	7.1
2018年4月	13	6440	7.7
2018年5月	14	7000	8.4
2018年6月	15	7560	9.0
2018年7月	16	8120	9.7
2018年8月	17	8680	10.4
2018年9月	18	9240	11.1
2018年10月	18	9800	11.8
2018年11月	18	10360	12.4
2018年12月	18	10920	13.0

资料来源：公司公告，东吴证券研究所，实际产量未考虑良品率

扩产速度领先对手，与市场湿法隔膜加速替代相契合，先发优势凸显，市占率稳步提升。国

内动力类湿法隔膜目前拓展较快的公司包括：上海恩捷，湖南中锂，苏州捷力，星源材质，沧州明珠，相较而言，公司目前产能规模已领先，并且后续扩产进程快。今年由于补贴政策向高能量密度电池倾斜，湿法加速替代，二季度湿法隔膜占比已达到 60%，成为主流技术，而公司在此湿法替代浪潮中，凭借产能技术积累，迅速扩大市场份额，在高端湿法隔膜领域已遥遥领先，上半年公司出货量 1 亿平，市占率超过 30%。

图表 27：2017 年上半年隔膜行业竞争格局（按产量：万平）

	4Q16			1Q17			2017		
	干法	湿法	总量	干法	湿法	总量	干法	湿法	总量
星源材质	3,000	500	3,500	3,000	500	3,500	3,800	700	4,500
沧州明珠	2,100	450	2,550	900	500	1,400	2,000	1,500	3,500
东航光电	400		400	400		400	500		500
中科科技	1,600	400	2,000	1,000	200	1,200	1,800	400	2,200
河南义腾	1,500	100	1,600	700	100	800	1,000	100	1,100
金辉高科		1,350	1,350		1,200	1,200		1,500	1,500
上海恩捷	-	2,800	2,800		3,900	3,900		6,300	6,300
辽源鸿图	-	460	460		400	400		450	450
重庆矩米	-	1,280	1,280		800	800		1,600	1,600
苏州捷力	-	2,100	2,100		2,500	2,500		4,000	4,000
其他	9,700	3,050	12,750	4,350	2,770	7,120	7,050	6,600	13,650
总量	18,300	12,490	30,790	10,550	10,970	21,320	16,450	22,350	38,500

资料来源：高工锂电，东吴证券研究所

3.3. 绑定国内外优质客户，进入核心供应链，高质量增长

公司拥有国内外优质客户，成功进入电动化核心供应链。上海恩捷已经与知名电池厂商 CATL、LG Chem、比亚迪、国轩高科等建立了稳定的合作关系，并形成大规模供货，目前上海恩捷供应 CATL 约 30% 的隔膜需求，几乎供应国轩高科全部隔膜需求。同时恩捷已成为三星 SDI 在中国唯一认证供应商，是国内极少数进入全球供应链的湿法隔膜公司。除了与现有客户保持良好合作关系外，2017 年上海恩捷已经成功认证数个新客户。同时随着海外车企纷纷在国内成立合资成布局电动车，公司有望进一步拓展海外供应链。

图表 28：国内动力锂电池隔膜供应商

电池	隔膜类型	隔膜供应商
CATL	湿法	苏州捷力，上海恩捷，湖南中锂，SK，旭化成等
比亚迪	干法/湿法	星源材质，沧州明珠，湖南中锂等
沃特玛	干法/湿法	湖南中锂、沧州明珠等
国轩高科	湿法	上海恩捷，星源材质在送样测试
比克电池	干法	宇部，Celgard等
亿纬锂能	湿法	宇部，星源材质，苏州捷力等
天津力神	干法/湿法	星源材质，鸿途隔膜等
捷威	干法	星源材质等
LG	干法/湿法	旭化成，东丽，W-scope，Entek，星源材质
三星	干法/湿法	旭化成，宇部，东丽，SK，上海恩捷
松下	干法/湿法	旭化成，宇部，东丽，住友，SK

资料来源：高工锂电，东吴证券研究所

在手订单充足，产品供不应求，产能亟待扩张以满足市场需求增长。公司目前的在手订单充足，根据每月的销售订单情况安排生产。2017年1月-7月，上海恩捷的订单数量为1.27亿平方米。另外，上海恩捷已与国轩高科、LG、宁德时代、比亚迪、三星SDI等客户签订了框架协议，协议中明确了每年预计的订货量，根据客户的预计订货量，公司预计2017年8-12月的订单数量为1.5亿平米，高于前7个月的订单数量，全年出货量可达2.6亿平。

图表 29：2017 年 1 月-7 月上海恩捷各月的订单情况（万平）

项目	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	合计
基膜	676.10	800.77	1,260.32	1,193.31	1,430.55	1,548.78	1,748.04	8,657.86
涂布膜	356.33	381.82	452.13	690.64	717.09	683.73	750.21	4,031.95

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3.4. 规模效应显著，单位成本低，公司毛利水平行业领先

公司成本优势突出。目前主流隔膜厂商毛利率维持在50%以上，规模较大的湿法隔膜厂商，毛利率可达到60%以上，如上海恩捷和湖南中锂。基膜成本处于1.3-1.8元/平，其中材料占比30-40%（以PE为主），制造费用占比20-30%左右（产线折旧为主），能耗20-30%（电费、天然气、水），人工占比10-20%。从厂商对比看，上海恩捷成本优势突出，公司基膜成本1.28元/平，低于行业平均水平，主要原因有公司规模大，单线产能大（速度快，宽幅宽），设备投资低（自主调试安装），收得率高。

未来成本降低将方式：一是提高产品收得率来降低成本（收得率提高，一方面可减少原材料投入量，另一方面提高成品率，降低单位制造费用，目前湿法隔膜收得率50-60%，日韩最好可达75%）；二是提高单线产能，可通过提高速度和隔膜宽幅实现（目前产线速度35-45米/min，宽幅3-4米）。

图表 30：隔膜企业成本对比（元/平）

公司	产品类型	2017年			2016年			2015年		
		价格	成本	毛利率	价格	成本	毛利率	价格	成本	毛利率
沧州明珠	锂离子电池隔膜				3.75	1.37	63.61%	4.13	1.32	68.03%
星源材质 (2017年1-6月)	锂离子电池隔膜			53.69%	3.84	1.47	61.70%	4.3	1.80	58.04%
苏州捷力 (胜利精密)	锂电池隔膜			32.53%	3.56	1.82	49.02%	4.21	2.32	44.96%
上海恩捷 (2017年1-6月)	基膜	3.32	1.11	66.56%	3.93	1.28	67.33%	3.91	2.48	36.53%
	涂布膜	5.98	2.16	63.88%	5.75	2.41	58.05%	6.69	3.26	51.31%
	综合毛利率	4.29	1.49	65.20%	4.93	1.90	61.39%	4.83	2.74	43.33%
辽源鸿图 (金冠电气) (2017年1-4月)	基膜	3.95	1.59	59.80%	4.02	1.77	56.08%	4.29	2.51	41.55%
	涂布膜	6.63	2.93	55.80%	6.82	3.00	55.95%	-	-	-
	综合毛利率	4.42	1.82	58.77%	4.35	1.91	56.20%	4.29	2.51	41.55%
湖南中锂 (2017年1-5月)	锂离子电池隔膜			60.06%			63.74%			

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司湿法隔膜价格整体坚挺，毛利率水平高，出货量稳步攀升。2017 年上半年恩捷基膜价格为 3.88 元/平，涂覆膜 7 元/平，由于基膜半成品主要供应 CATL，为了保持长期合作关系，因此基膜半成品价格给予优惠，价格较去年降低 20%，而基膜成品和涂覆膜价格基本保持稳定，上半年恩捷毛利率为 65.2%，遥遥领先同行业。到 2018 年下半年前行业整体供应偏紧，我们预计价格不会大幅降低，公司仍将保持高毛利水平。2016 年均价较 2015 年基膜价格略有上升，主要是因为上海恩捷 2016 年增加了单价较高的 9 μ m 锂电池隔膜的生产及销售。从销量看，2016 年公司销量 1.01 亿平，今年上半年公司销量已经超过去年全年，达到 1.04 亿平，其中涂覆膜占比为 36.6%，较去年占比下降主要是由于公司增加对 CATL 的供应量，而 CATL 采购均为基膜。我们认为公司销量将继续稳步提高，明年销量有望达到 5.7 亿平，价格平稳下滑，毛利率水平保持行业领先，业绩高增长可期。

图表 31：2015 年-2017 年上半年公司产品销量、价格及毛利率（元/平，含税）

产品系列	2017年1-6月			2016年			2015年		
	单价 (元/平)	销量 (万平)	毛利率	单价 (元/平)	销量 (万平)	毛利率	单价 (元/平)	销量 (万平)	毛利率
基膜	3.88	6566	66.56%	4.6	4566	67.33%	4.57	2165	36.53%
涂布膜	7	3793	63.88%	6.72	5561	58.05%	7.82	1079	51.31%
综合		10359	65.20%		10127	61.39%		3244	43.33%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 32：2015 年-2017 年上半年公司产品价格变化（元/平，含税）

产品系列		2017年1-6月		2016年		2015年	
		单价	增长率(%)	单价	增长率(%)	单价	增长率(%)
基膜	半成品	3.59	-20%	4.50	2%	4.40	-
	成品	4.97	-1%	5.03	4%	4.83	-
涂布膜		7.00	4%	6.73	-14%	7.83	-

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 经营性业务盈利预测

- 1) **锂电隔膜业务**：受益电动车全球化，2017 年起锂电隔膜业务营收与盈利能力将显著提高，其中基膜出货量为 0.99/1.95/3.3 亿平方米，涂布膜出货量 1.6/3.73/6.47 亿平方米，随着产量提升和市场竞争加剧，我们预计价格会略有下降，但是考虑到规模效应，总收入将保持高速增长，毛利率略有下降但仍将保持较高水平。

图表 33: 新能源车锂相关业务盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
锂电池隔膜收入	157	499	1,282	2,658	4,041
销量 (万平)	3,242	10,127	25,900	56,810	97,680
毛利率	43.3%	61.4%	63.8%	61.6%	57.6%
湿法隔膜收入-基膜	85	179	386	715	1,077
销售量 (万平方米)	2,163	4,566	9,900	19,500	33,000
毛利率	37%	67.3%	68.0%	66.0%	62.0%
涂覆收入	72	320	896	1,943	2,964
销售量-涂覆 (万平方米)	1,079	5,561	16,000	37,310	64,680
毛利率	51%	58.1%	62.0%	60.0%	56.0%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所, 价格含税

2) **传统包装业务:** 公司传统包装业务增量空间有限, 我们预计未来几年将随着市场容量保持同步平稳发展。收入增长和毛利率维持现有水平。

图表 34: 传统包装业务盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
传统包装膜业务收入 (百万)	1,131	1,146	1,203	1,264	1,327
成本	899	890	956	1,004	1,054
毛利率	26%	29%	26%	26%	26%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.2. 总体盈利预测

2017年上半年, 恩捷的业绩尚未并入合并报表, 创新股份实现营收5.47亿元, 同比增长7.06%, 归属于上市公司股东的净利润6544万元, 同比下降13.31%。我们预测公司本部传统主业2017-2019年净利润1.53亿、1.68亿、1.85亿, 上海恩捷2017-2019年净利润5亿、10.02亿、14.73亿。假设收购顺利, 上海恩捷年底前将注入上市公司, 同一控制下合并全年利润, 我们预计公司2017年-2019年备考利润可达6.53亿元/11.70亿元/16.58亿元, 同比增长295%/79%/42%。

4.3. 估值比较

相较隔膜与锂电行业内其他公司, 上海恩捷作为龙头企业规模效应明显, 在并入上市公司体系后会对企业估值产生积极影响。湿法隔膜产销量全国第一, 市场占有率全国第一, 且扩张计划明晰, 迎合市场高需求。客户粘性高, 打入了动力电池主流供应链, 为三星SDI在国内唯一供应商, 其他客户包括LG Chem、CATL、比亚迪、国轩高科等。总体来说, 并购完成后, 公司盈利将会有极大改善, 根据我们的测算, 2018年PE仅为23.68x, 低于行业平均的29x, 有较大上涨空间。因此我们给出2018年30x的估值。

图表 35：同行业公司估值比较

证券名称	股价	市值(亿)	2017年 净利润预 期(亿)	2018年 净利润预 期(亿)	2019年 净利润预 期(亿)	17PE	18PE	19PE
星源材质	49.42	94.89	2.04	2.87	4.82	46.51	33.06	19.69
沧州明珠	15.82	172.55	6.36	7.41	8.39	27.13	23.29	20.57
金冠电气	32.5	66.58	1.73	2.02	2.27	38.48	32.96	29.33
双杰电气	22.41	72.95	1.51	2.79	3.52	48.31	26.15	20.72
创新股份	110	276.89	6.53	11.70	16.58	42.45	23.68	16.72
平均						40.11	28.86	22.58

资料来源：Wind，东吴证券研究所，收盘价与市值数据截止为9月6日

4.4. 投资建议

我们预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润为 6.53 亿元/11.70 亿元/16.58 亿元，增速 295%/79%/42%，考虑公司收购上海恩捷增加 1.09 亿股本，并发行配套资金 8 亿，按照当前股价，总股本将增加 0.07 亿股，因此我们预计公司完成收购和募集配套资金后股本为 2.52 亿，对应 EPS 为 2.59/4.64/6.58 元，对应 PE 为 42.45x/23.68x/16.72x。考虑到公司为锂电池湿法隔膜龙头，随着新能源汽车持续发展，湿法隔膜需求不断增加，我们给以目标价 139 元，对应 2018 年 30x，首次覆盖给以“买入”评级。

4.5. 风险提示

- 1) 国家对新能源车政策支持不及预期，新能源车销量下降，隔膜需求不达预期。上海恩杰隔膜业务受下游新能源车销量影响，国家财政资金压力大，补贴退坡速度可能超预期，存在销量不及预期风险。
- 2) 市场竞争加剧，产品价格不达预期。锂离子电池隔膜行业较高的毛利率水平吸引越来越多的国内企业进入本行业，供给增加，竞争加剧，或将导致产品价格的下降。
- 3) 产能投放不达预期。公司目前在建 12 条生产线，若产线建设、调试进度不达预期，则会对后续生产经营及未来的盈利产生不利影响。

创新股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,280	3,529	3,986	5,344	营业收入	1,146	2,486	3,922	5,368
现金	640	2,171	1,913	2,429	营业成本	816	1,357	1,958	2,698
应收账款	383	876	1,421	2,018	营业税金及附加	11	23	37	50
其他应收款	4	4	4	4	销售费用	34	65	98	113
预付账款	32	54	78	107	管理费用	101	236	369	472
存货	188	316	459	635	财务费用	4	45	80	88
其他	34	108	111	151	资产减值损失	4	9	20	12
非流动资产	610	936	1,683	1,941	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	3	3	3	投资净收益	1	2	2	2
固定资产	498	676	1,275	1,636	营业利润	177	753	1,362	1,936
无形资产	72	70	68	66	营业外收入	16	16	16	16
其他	37	187	336	236	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1,890	4,465	5,669	7,285	利润总额	193	769	1,378	1,952
流动负债	313	1,538	1,886	2,291	所得税	27	115	207	293
短期借款	0	1,000	1,100	1,210	净利润	165	653	1,170	1,658
应付账款	115	192	277	381	少数股东损益	0	0	0	0
其他	197	346	509	700	归属母公司净利润	165	653	1,170	1,658
非流动负债	5	5	5	5	EBITDA	228	872	1,546	2,166
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.21	2.59	4.64	6.58
其他	5	5	5	5					
负债合计	317	1,542	1,891	2,296					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	134	252	252	252					
资本公积	952	1,707	1,707	1,707					
留存收益	487	964	1,819	3,030					
归属母公司股东权益	1,573	2,923	3,778	4,989					
负债和股东权益	1,890	4,465	5,669	7,285					

主要财务比率				
	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	1.3%	116.9%	57.8%	36.9%
营业利润	12.4%	324.5%	80.9%	42.1%
归属于母公司净利润	10.2%	295.0%	79.3%	41.7%
获利能力				
毛利率(%)	28.8%	45.4%	50.1%	49.7%
净利率(%)	7.3%	14.4%	26.3%	29.9%
ROE(%)	10.5%	22.3%	31.0%	33.3%
ROIC(%)	15.0%	30.2%	32.8%	35.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	16.8%	34.5%	33.4%	31.5%
净负债比率	0.0%	64.8%	58.2%	52.7%
流动比率	4.09	2.30	2.11	2.33
速动比率	3.49	2.09	1.87	2.06
营运能力				
总资产周转率(次)	0.61	0.56	0.56	0.69
应收账款周转率(次)	3	3	3	3
应付账款周转率(次)	7.07	7.07	7.07	7.07
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.21	2.59	4.64	6.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	1.10	3.52	5.32
每股净资产(最新摊薄)	11.75	11.59	14.98	19.79
估值比率				
P/E	90.75	42.45	23.68	16.72
P/B	9.54	5.13	3.97	3.01
EV/EBITDA	66	17	10	7

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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>

