



2019-02-17

公司点评报告

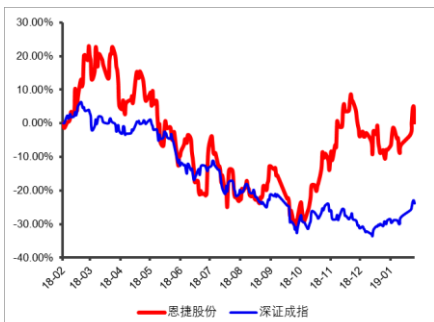
买入/维持

恩捷股份(002812)

材料 材料 II

业绩符合预期，市场开拓顺利

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	474/127
总市值/流通(百万元)	24,170/6,480
12个月最高/最低(元)	126.00/35.41

相关研究报告:

恩捷股份(002812)《恩捷股份(002812) 三季报点评:深耕行业,细读报表,隔膜龙头无需置疑》—2018/11/01

证券分析师: 张文臣

电话: 010-88321731

E-MAIL: zhangwc@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518010005

证券分析师: 方杰

电话: 010-88321942

E-MAIL: fangjie@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517120002

证券分析师: 刘晶敏

电话: 010-88321616

E-MAIL: liujm@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190516050001

证券分析师: 周涛

电话: 010-88321940

E-MAIL: zhoutao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517120001

事件: 公司发布 2018 年业绩快报, 全年实现营收 24 亿, 同比增长 96.7%, 归母净利润 5.35 亿元, 同比增长 243.65%。

锂电隔膜产能持续扩大, 业绩有保障。 恩捷股份原名创新股份, 2018 年 8 月份完成对隔膜业务的并表, 并于 2018 年 10 月 18 日更名。同一控制人旗下的两家公司需对报表进行追溯。在三季度报告中, 公司预计 2018 年全年锂电隔膜的净利润为 5.7-6.1 亿之间, 在全年业绩快报中, 锂电隔膜实现净利润 6.58 亿, 扣非后, 符合预期。归属上市公司的净利润为 4.94 亿。锂电隔膜已经成为上市公司最大主业, 行业内遥遥领先。公司现有上海、珠海两大生产基地, 截止到 2018 年底, 公司已经实现锂电隔膜产能 13 亿平; 江西和无锡基地也在快速扩建中, 无锡基地规划产能 15 亿平, 未来几年, 公司的产能仍会大幅增加。

内外兼修, 客户优异。 公司主打湿法隔膜产品, 均有一致性好、强度高、更薄等优点, 符合高能量密度锂电发展趋势, 已经被广泛应用到三元和磷酸铁锂等主流锂电池市场。公司不论是在技术、产能, 还是在成本上, 均是国内第一, 国际一流。公司不仅配套了国内顶尖锂电池公司包括宁德时代、比亚迪、国轩高科等客户, 还积极开拓海外市场, 得到了日韩等锂电巨头的认可, 公司将成长为世界级的锂电隔膜企业。

不惧降价, 盈利水平稳健。 在新能源汽车补贴大幅退坡的背景下, 锂电池作为电动车成本最高的部件, 降价在所难免, 降价将会向整个产业链传导, 隔膜毛利率较高, 下游客户同样希望议价。从锂电池的成本来看, 隔膜在锂电池的成本占比已经很小, 降价对电池的成本作用并不明显。同时, 公司仍然具有降本能力, 可对冲降价压力。锂电隔膜属于重资产、重技术、重人才的行业, 扩产难度较大, 2018 年内, 行业内其他竞争者的新增产能较少, 2019-20 年, 行业最大的痛点是保证供给。另外, 海外订单将大幅增加, 产品结构将会改善, 公司的盈利水平有望逆势提高。

传统主业稳定向好。 公司原有主业为 BOPP 膜、特种纸、烟包印刷纸等。BOPP 膜由云南红塔塑胶、红塔塑胶(成都)两家公司负责生产, 总产能为 56000 吨。特种纸由德新纸业生产。印刷版块主要由恩捷烟包事业部、液包事业部生产印刷, 拥有年产 30 亿只无菌液体包装盒和卷烟配套 50 万大箱的生产能力。上述产品主要给烟草配套, 行业较为稳定, 但受上游原材料涨价影响, 业绩出现下滑。公司积极拓展无菌

包在食品和药品等领域的应用，向消费市场转移，有望重拾涨势。

投资建议：新能源汽车行业长期景气，公司是锂电隔膜龙头，不论是技术、产能和人才均是国内第一，全球一流；客户优异，海外市场进展顺利，产品结构完善，公司盈利水平稳健。我们预计，公司 2018、2019、2020 年净利润分别为 5.35 亿、9.22 亿和 12 亿元，EPS 分别为 1.13、1.95 和 2.53 元/股，对应 PE45、26 和 20 倍，给予“买入”评级。

风险提示：新能源汽车行业不及预期，公司扩产不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,220	2,400	3,360	4,368
(+/-%)	6.47%	96.70%	40.00%	30.00%
净利润(百万元)	149	535	922	1,200
(+/-%)	-9.80%	259.13%	72.04%	30.20%
摊薄每股收益(元)	0.31	1.13	1.95	2.53
市盈率(PE)	161.99	45.11	26.22	20.14

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

盈利预测表

资产负债表					利润表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	409	24	493	281	营业收入	1,220	2,400	3,360	4,368
应收和预付款项	504	1,351	1,231	2,125	营业成本	892	1,440	1,815	2,359
存货	188	418	346	648	营业税金及附加	13	25	34	45
其他流动资产	302	302	302	302	营业费用	30	60	84	109
长期股权投资	3	3	3	3	管理费用	125	246	344	447
投资性房地产	11	10	9	8	财务费用	-4	-2	-3	-5
固定资产和在建工程	506	392	278	165	资产减值损失	2	2	2	2
无形资产和开发支出	70	61	53	44	投资收益	9	-	-	-
其他非流动资产	9	8	6	6	公允价值变动损益	-	-	-	-
资产总计	2,003	2,569	2,721	3,582	其他经营损益	0	0	0	0
短期借款	0	27	0	0	营业利润	171	630	1,084	1,412
应付和预收款项	348	712	590	1,058	其他非经营损益	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	利润总额	171	630	1,084	1,412
其他负债	0	0	0	0	所得税	22	95	163	212
负债合计	348	739	590	1,058	净利润	149	535	922	1,200
股本	136	136	136	136	少数股东损益	-	-	-	-
资本公积	976	976	976	976	归属母公司股东净利润	149	535	922	1,200
留存收益	543	718	1,019	1,412	每股收益 (EPS)	0.31	1.13	1.95	2.53
归属母公司股东权益	1,655	1,830	2,132	2,524					
少数股东权益	0	0	0	0	营业收入增长率	6.47%	96.70%	40.00%	30.00%
股东权益合计	1,655	1,830	2,132	2,524	归属...净利润增长率	-9.80%	259.13%	72.04%	30.20%
负债和股东权益合计	2,003	2,569	2,721	3,582					
现金流量表									
	2017	2018E	2019E	2020E					
经营性现金净流量	172	-54	1,113	590	销售毛利率	26.86%	40.00%	46.00%	46.00%
投资性现金净流量	-343	0	0	0	销售净利率	12.23%	22.32%	27.43%	27.47%
筹资性现金净流量	-25	-331	-644	-802	净资产收益率 (ROE)	9.01%	29.27%	43.24%	47.55%
现金流量净额	-196	-385	469	-212	市盈率 (P/E)	161.99	45.11	26.22	20.14
					市净率 (P/B)	14.60	13.20	11.34	9.57

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
------	-----	-------------	-------------------

华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
------	-----	-------------	------------------



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。