



材料 材料 II

2019-05-20

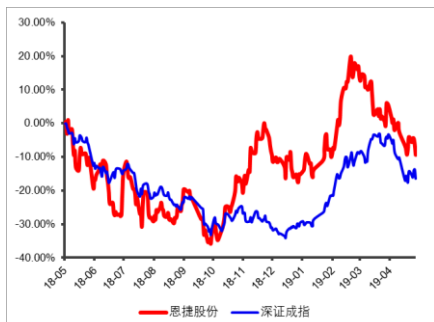
公司点评报告

买入/维持

恩捷股份(002812)

海外大单落地，全球化进程再加速

■ 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)	23,722/6,364
12 个月最高/最低(元)	66.20/35.41

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：公司控股子公司上海恩捷与 LG 化学签订金额为 6.17 亿美元的供货合同，有效期 5 年。

点评：

海外大单落地，全球化加速。恩捷股份主打锂电池湿法隔膜，湿法隔膜具有一致性好、强度高、更薄等优点，符合高能量密度、高安全性锂电池发展方向。不论在技术、产能，还是在成本上，均是国内第一，国际一流，公司的可以生产 5 μm-40 μm 多个系列的产品，被广泛应用在三元、磷酸铁锂等市场。下游客户包括国内外顶尖锂电池公司，如 LG、宁德时代、松下、比亚迪、国轩高科等客户。2018 年，公司对 LG 的同类产品营收为 1.53 亿元，本次与 LG 签订大单，预计 2019 年将有几倍的增长，将大幅增厚公司的利润，充分证明了公司的实力，也表明公司国际化进程加速，我们认为恩捷终将成长为世界顶级锂电隔膜企业。

全球布局，产能快速扩张。截止到 2018 年底，公司布局了四大隔膜生产基地，分布在上海、珠海、赣州和无锡，累计投资了 120 亿元，占地 1800 亩，已经达产的珠海和上海有基膜产能 13 亿平。2019 年以来，公司继续加速扩产，截止目前，赣州基地已经建成 3 条产线，珠海二期和无锡基地也在加速。根据公司规划：珠海基地 2019 年底建成 13 亿平，涂布产线 40 条，产能 8 亿平；江西赣州 2021 年规划建成 24 条基膜产线，产能 18 亿平，已经建成 3 条基膜产线，规划建设 40 条涂布产线，产能 12 亿平；无锡 2020 年规划 12 条基膜产线，产能 12 亿平已建成 2 条产线，7 月底前完成 4 条基膜产线规划 40 条涂布膜产线，产能 10 亿平。因此，到 2020 年，公司可用产能接近 25 亿平，比 2019 年基本翻倍。另外，公司还将在海外扩产。公司已经成为全球锂电隔膜产能最大的公司，预计 2019 年将成为全球产销量最大的公司，并将长期保持。

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。当前，下游需求旺盛、产品价格基本稳定，未来随着高附

加值的产品比例提高，以及海外客户占比持续提升，产能的不断扩大，公司的利润将快速增长。

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，海外市场加速落地，产品结构完善，公司盈利水平稳健。我们预计，公司 2019、2020 和 2021 年净利润分别为 9.24 亿、12 亿和 15.9 亿，EPS 分别为 1.95 元、2.53 元和 3.35 元，对应 PE26、20 倍和 15 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：

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2457.49	3489.64	4536.53	5897.49
(+/-%)	101.39%	42.00%	30.00%	30.00%
净利润(百万元)	518.44	924.82	1205.97	1589.51
(+/-%)	310.21%	66.10%	30.40%	31.80%
摊薄每股收益(元)	1.09	1.95	2.54	3.35
市盈率(PE)	45.76	25.65	19.67	14.92

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				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	138.16	1148.02	924.77	3064.34	营业收入	2457.49	3489.64	4536.53	5897.49
应收和预付款项	1634.32	1057.40	2445.24	2108.19	减：营业成本	1424.16	1919.30	2540.46	3302.60
存货	472.13	372.22	745.39	707.51	营业税金及附加	20.44	29.02	37.73	49.04
其他流动资产	361.17	361.17	361.17	361.17	营业费用	49.82	70.75	91.97	119.56
长期股权投资	3.05	3.05	3.05	3.05	管理费用	154.43	219.29	285.07	370.60
投资性房地产	10.54	9.35	8.16	6.97	财务费用	24.85	55.40	21.85	0.29
固定资产和在建工程	4219.14	3707.02	3194.91	2682.80	资产减值损失	9.95	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	298.82	269.82	240.81	211.81	加：投资收益	9.35	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	360.07	358.52	356.96	356.96	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	7497.38	7286.56	8280.47	9502.81	其他经营损益	-96.65	0.00	0.00	0.00
短期借款	930.16	0.00	0.00	0.00	营业利润	686.55	1195.89	1559.45	2055.40
应付和预收款项	770.97	910.65	1148.68	1374.74	加：其他非经营损益	0.28	0.00	0.00	0.00
长期借款	784.20	784.20	784.20	784.20	利润总额	686.83	1195.89	1559.45	2055.40
其他负债	939.85	939.85	939.85	939.85	减：所得税	74.84	179.38	233.92	308.31
负债合计	3425.18	2634.70	2872.73	3098.79	净利润	611.99	1016.51	1325.54	1747.09
股本	473.87	473.87	473.87	473.87	减：少数股东损益	55.20	91.69	119.56	157.59
资本公积	2147.90	2147.90	2147.90	2147.90	归属母公司股东净利润	518.44	924.82	1205.97	1589.51
留存收益	1209.38	1697.35	2333.67	3172.36	EPS	1.09	1.95	2.54	3.35
归属母公司股东权益	3831.15	4319.12	4955.44	5794.13					
少数股东权益	241.05	332.74	452.30	609.89	销售收入增长率	101.39%	42.00%	30.00%	30.00%
股东权益合计	4072.20	4651.86	5407.74	6404.01	净利润增长率	310.21%	66.10%	30.40%	31.80%
负债和股东权益合计	7497.38	7286.56	8280.47	9502.81					
现金流量表					毛利率	42.05%	45.00%	44.00%	44.00%
经营性现金净流量	171.33	2432.26	368.26	2890.69	销售净利率	24.90%	29.13%	29.22%	29.62%
投资性现金净流量	-1147.82	0.00	0.00	0.00	ROE	13.53%	21.41%	24.34%	27.43%
筹资性现金净流量	783.98	-1422.40	-591.51	-751.11	PE	45.76	25.65	19.67	14.92
现金流量净额	-192.51	1009.86	-223.25	2139.57	PB	6.19	5.49	4.79	4.09

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	liyw@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
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@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。