

恩捷股份 (002812.SZ) 从经营数据看隔膜龙头强大竞争力

2020年06月14日

——公司深度报告

投资评级: 买入 (维持)

刘强 (分析师)

李若飞 (分析师)

liuqiang@kysec.cn

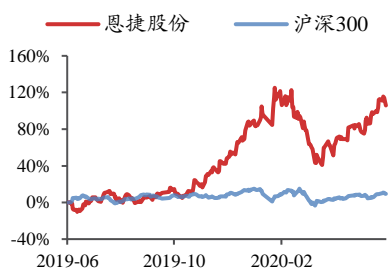
liruofei@kysec.cn

证书编号: S0790520010001

证书编号: S0790520050004

日期	2020/6/12
当前股价(元)	61.90
一年最高最低(元)	69.23/29.32
总市值(亿元)	498.52
流通市值(亿元)	322.57
总股本(亿股)	8.05
流通股本(亿股)	5.21
近3个月换手率(%)	103.15

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-优秀基因铸造隔膜龙头, 海外+涂覆贡献成长新动能》-2020.5.31

● **上海恩捷业绩高速增长, 成本控制良好, 看好后续海外+涂覆带来的业绩贡献**
2019年上海恩捷经营业绩优秀, 成本、费用控制良好, 已获得帝人在涂覆领域的专利授权, 海外业务和涂覆膜业务有望成为公司未来业绩新增长极。预计2020-2022年恩捷股份归母净利润10.71/15.79/20.23亿元, EPS 1.33/1.96/2.51元, 维持此前的盈利预测, 当前股价对应P/E46.5/31.6/24.6倍。维持“买入”评级。

● **盈利能力优秀, 成本进一步下降**

2019年上海恩捷毛利率59.7%, 同比-0.6pct; 净利率44.3%, 同比-3.5pct。我们推算2019年上海恩捷实现隔膜销量7.89亿平方米, 同比+68.6%; 出货均价为2.47元/平方米, 同比-13.3%; 单品生产成本为1.00元/平方米, 同比-11.9%。我们推断成本下降主要得益于: 产能利用率提升、单线产能更高的无锡基地投产。

● **客户集中度高, LG化学、松下有望成为业绩增长新动能**

上海恩捷2019年对前三大客户销售额分别为8.31/3.76/2.22亿元, 占比分别为42.59%/19.28%/11.35%。我们推断前三大客户分别为CATL、LG化学、国轩高科。我们推算出2019年上海恩捷对CATL的基膜半成品销量为4.67亿平方米, 约占2019年CATL湿法基膜半成品消耗量的66%。我们预计LG化学、松下将成为上海恩捷未来业绩增长的新动能。

● **产能扩张积极, 融资需求旺盛, 费用控制良好**

2019年恩捷股份利息费用为0.98亿元。我们推算2019年恩捷股份平均有息负债额为32.22亿元。我们推断公司可能对产线建设期内部分利息支出进行资本化处理。2019年上海恩捷“期间费用等成本”(毛利润-营业利润)为1.72亿元, 占营收比重仅为8.79%, 反映了其优越的费用控制能力。公司已于2020年2月通过可转债募集16亿元进行隔膜扩产, 并于2020年3月披露非公开发行预案拟募集35亿元用于隔膜扩产。如果此次非公开发行进行顺利, 我们预计2020-2023年公司无需额外进行融资, 仅凭借利润留存即可按计划进行扩产。

● **风险提示:** 新能源车销量不及预期; 隔膜出货量不及预期; 隔膜降价超预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,457	3,160	4,560	6,040	7,651
YOY(%)	101.4	28.6	44.3	32.5	26.7
归母净利润(百万元)	518	850	1,071	1,579	2,023
YOY(%)	232.5	63.9	26.1	47.4	28.1
毛利率(%)	42.0	45.2	42.9	44.5	44.3
净利率(%)	21.1	26.9	23.5	26.1	26.4
ROE(%)	16.7	19.2	19.8	22.0	22.5
EPS(摊薄/元)	0.64	1.06	1.33	1.96	2.51
P/E(倍)	92.1	56.2	44.6	30.2	23.6
P/B(倍)	12.5	10.5	8.6	6.8	5.4

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 我们推算 2019 年上海恩捷隔膜销量为 7.89 亿平米.....	4
2、 成本持续下降，产能利用率、良品率回升	4
3、 客户集中度高，LG 化学、松下有望成为业绩新增长极	7
4、 有息负债显著提升，费用控制良好	9
5、 盈利预测与投资建议	12
6、 风险提示	15
附：财务预测摘要.....	16

图表目录

图 1: 2019 年上海恩捷营业收入 19.52 亿元	4
图 2: 2019 年上海恩捷净利润 8.64 亿元	4
图 3: 2019 年上海恩捷毛利率/净利率为 59.7%/44.3%.....	4
图 4: 2019 年上海恩捷隔膜销量达 7.89 亿平米	4
图 5: 2019 年上海恩捷隔膜出货单价为 2.47 元/平米	5
图 6: 2019 年上海恩捷隔膜单品生产成本 1.00 元/平米	5
图 7: 2018 年/2019 年上海恩捷单品直接材料成本分别为 0.48/0.41 (元/平米)	5
图 8: 上海恩捷 2019 年产能利用率 83.45%.....	6
图 9: 2019Q1-Q3 上海恩捷聚乙烯采购均价为 1.76 万元/吨	6
图 10: 2019Q1-Q3 上海恩捷氧化铝采购均价为 2.18 万元/吨	6
图 11: 2019Q4 国内湿法基膜价格并未显著下降.....	8
图 12: 我们推算 2019 年上海恩捷对 CATL 湿法基膜半成品供应量 4.67 亿平米，占 CATL 湿法基膜半成品消耗量的 66%	8
图 13: 据我们推算，恩捷股份 2019 年全年平均有息负债为 32.22 亿元.....	10
图 14: 2015-2017 年恩捷股份财务费用分别为 0.09/0.04/-0.04 亿元.....	11
表 1: 2019 年上海恩捷综合良品率为 78%.....	7
表 2: 上海恩捷 2019 年分别对前三大客户实现销售额 8.31/3.76/2.22 亿元.....	7
表 3: 2019 年 1-9 月上海恩捷供境内市场基膜均价为 1.81 元/平米 (单位: 元/平米)	7
表 4: LG 化学与多家海外车企深度绑定	9
表 5: 上海恩捷 2018 年、2019 年 1-9 月借款平均利率适中	10
表 6: 公司于 2020 年 2 月通过可转债募集 16 亿元用于隔膜扩产 (单位: 万元)	10
表 7: 公司于 2020 年 3 月披露非公开发行预案，拟募集 35 亿元用于隔膜扩产 (单位: 万元)	10
表 8: 上海恩捷 2019 年“期间费用等成本”为 1.72 亿元.....	11
表 9: 上海恩捷 2019 年“期间费用等成本”占比仅 8.79%.....	11
表 10: 恩捷股份 2019 年管理费用同比下降 20.44%	12
表 11: 恩捷股份 2019 年税金及附加同比下降 26.99%	12
表 12: 上海恩捷 (不含苏州捷力) 出货量预测 (单位: 亿平米)	12
表 13: 上海恩捷 (不含苏州捷力) 隔膜价格假设 (单位: 元/平米)	13
表 14: 上海恩捷 (不含苏州捷力) 毛利率假设	13
表 15: 苏州捷力隔膜出货量、单价、营收、毛利率等假设.....	13
表 16: 传统业务营业收入及毛利率假设	14

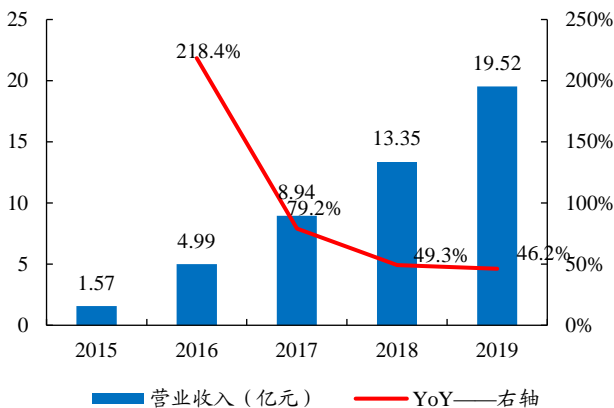
表 17: 恩捷股份与锂电池材料可比公司估值对比 14

1、我们推算 2019 年上海恩捷隔膜销量为 7.89 亿平米

2019 年上海恩捷实现营业收入 19.52 亿元，同比增长 46.2%；实现净利润 8.64 亿元，同比增长 35.5%。2019 年上海恩捷毛利率 59.7%，同比下降 0.6pct（上海恩捷 2019Q1-Q3 毛利率为 61.02%）；净利率 44.3%，同比下降 3.5pct。

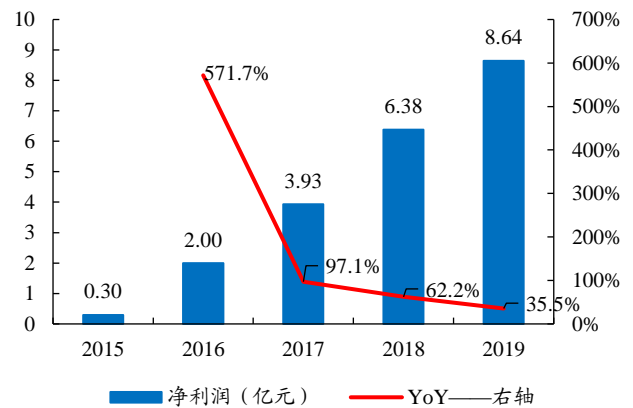
我们推算得出 2019 年上海恩捷实现销量 7.89 亿平米（根据 2019 年销量同比增速和 2018 年销量推算得出），同比增长 68.6%。我们推断，2019 年上海恩捷国内基膜半成品/基膜成品/涂覆膜销量分别为 4.7/0.49/1.5 亿平米，海外基膜（包括半成品、成品）/涂覆膜销量分别为 0.9/0.3 亿平米。

图1：2019 年上海恩捷营业收入 19.52 亿元



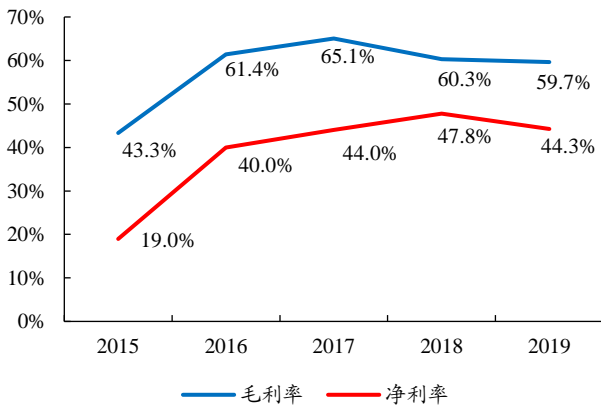
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2019 年上海恩捷净利润 8.64 亿元



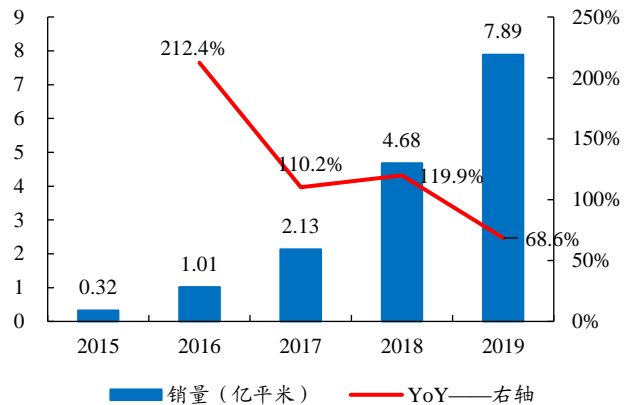
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2019 年上海恩捷毛利率/净利率为 59.7%/44.3%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

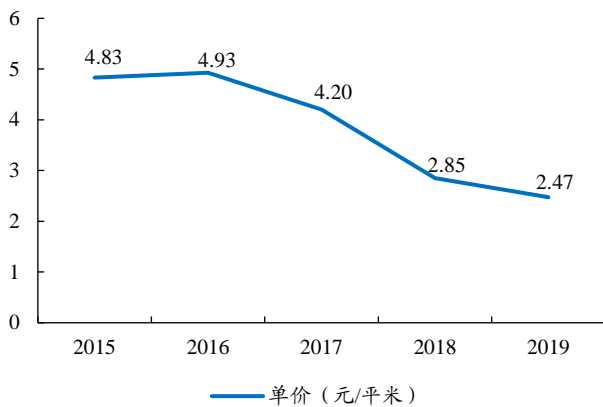
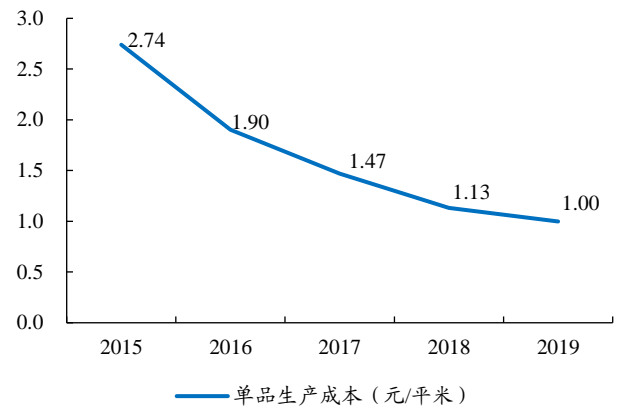
图4：2019 年上海恩捷隔膜销量达 7.89 亿平米



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、成本持续下降，产能利用率、良品率回升

2019 年上海恩捷隔膜出货均价为 2.47 元/平米，同比下降 13.3%；单品生产成本为 1.00 元/平米，同比下降 11.9%。考虑到 2019 年上海恩捷涂覆膜出货占比明显提升（涂覆膜良品率显著低于基膜，且增加了涂覆材料），我们推断单品生产成本降低主要得益于：①2019 年上海恩捷产能利用率提升（2019 年产能利用率 83.45%，同比提升 5.52pct）②单线产能更高的无锡基地投产，进而带动单品对应折旧、燃料动力成本、人工成本进一步下降。

图5: 2019年上海恩捷隔膜出货单价为2.47元/平米

图6: 2019年上海恩捷隔膜单品生产成本1.00元/平米


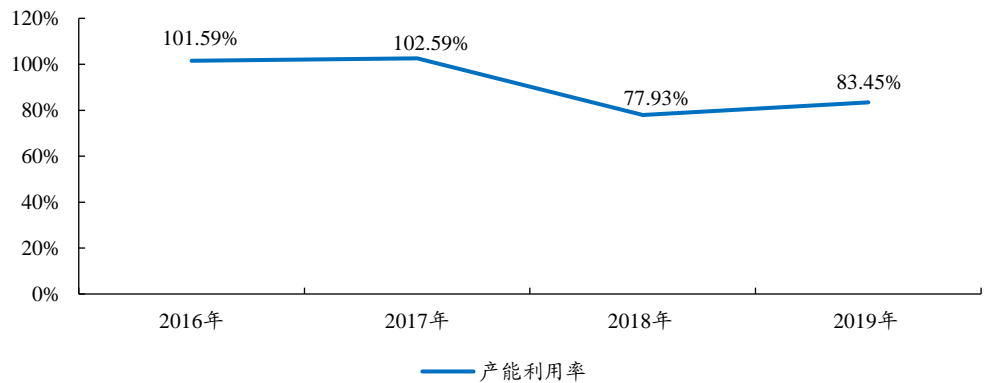
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图7: 2018年/2019年上海恩捷单品直接材料成本分别为0.48/0.41(元/平米)

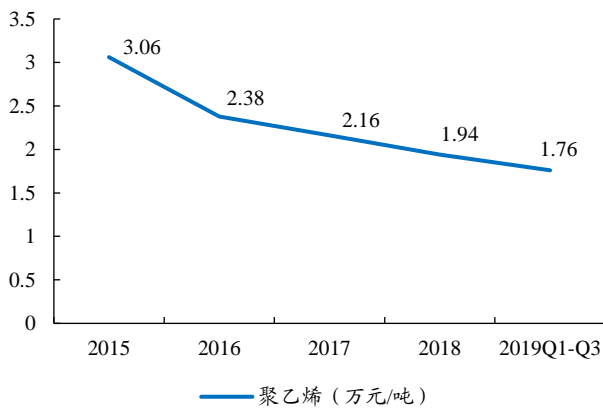
成本	2016	2017	2018	2019
直接材料成本 (亿元)			2.23	3.25
单品直接材料成本 (元/平米)			0.48	0.41
单品生产成本 (元/平米)	1.90	1.47	1.13	1.00
直接材料占生产成本比重			42.1%	41.3%
主要原材料采购量 (吨)	2016	2017	2018	2019Q1-Q3
聚乙烯	1,982.23	3,851.85	7,795.70	11,275.58
白油	389.03	922.67	2,987.71	2,781.23
二氯甲烷	2,711.61	8,390.01	8,984.49	4,111.74
氧化铝	386.68	715.16	930.78	735.2
主要原材料采购价 (万元/吨)	2016	2017	2018	2019Q1-Q3
聚乙烯	2.38	2.16	1.94	1.76
白油	0.82	0.83	0.78	0.7
二氯甲烷	0.3	0.33	0.37	0.29
氧化铝	3.45	3.13	2.41	2.18
主要原材料采购费用 (亿元)	2016	2017	2018	2019Q1-Q3
聚乙烯	0.47	0.83	1.51	1.98
白油	0.03	0.08	0.23	0.19
二氯甲烷	0.08	0.28	0.33	0.12
氧化铝	0.13	0.22	0.22	0.16
合计	0.72	1.41	2.30	2.46
主要原材料采购费用占比	2016	2017	2018	2019Q1-Q3
聚乙烯	65.7%	59.0%	65.7%	80.7%
白油	4.4%	5.4%	10.1%	7.9%
二氯甲烷	11.3%	19.6%	14.4%	4.8%
氧化铝	18.6%	15.9%	9.7%	6.5%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

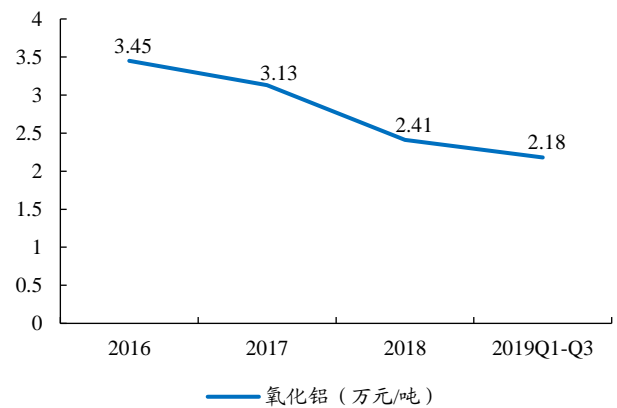
图8: 上海恩捷 2019 年产能利用率 83.45%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2019 年上海恩捷隔膜单品直接材料成本为 0.41 元/平米, 同比下降 13.6%, 直接材料占生产成本的比重为 41.3%, 同比下降 0.8pct。湿法隔膜的主要原材料包括聚乙烯、白油、二氯甲烷、氧化铝(涂覆材料), 2019Q1-Q3 上海恩捷上述四种材料采购费用占比分别为 80.7%/7.9%/4.8%/6.5%。上海恩捷 2019Q1-Q3 聚乙烯采购均价为 1.76 万元/吨, 较 2018 年全年均价下降 9.3%; 2019Q1-Q3 氧化铝采购均价为 2.18 万元/吨, 较 2018 年全年均价下降 9.5%。

图9: 2019Q1-Q3 上海恩捷聚乙烯采购均价为 1.76 万元/吨


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图10: 2019Q1-Q3 上海恩捷氧化铝采购均价为 2.18 万元/吨


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2019 年上海恩捷隔膜综合良品率 78%，基膜良品率小幅下滑，涂布膜良品率显著提升。

1) 2019 年基膜半成品/基膜成品良品率分别为 85%/68%，分别同比下降 3pct/4pct，我们认为主要原因在于：①2019 年上海恩捷共有 12 条新产线投产，产能爬坡期良品率较低；②2019 年海外基膜开始放量，但单型号基膜供应量仍然不多，停机转产次数较多导致单型号产品良品率较低。

2) 2019 年涂布膜良品率为 72%，同比提升 6pct，我们认为主要得益于工艺改进以及涂布膜放量后单型号产品产量提升，减少了停机转产的次数。

表1: 2019 年上海恩捷综合良品率为 78%

产品	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
基膜半成品	85%	89%	88%	85%
基膜成品	60%	69%	72%	68%
涂布膜	65%	69%	66%	72%
综合良品率	73%	78%	77%	78%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、客户集中度高, LG 化学、松下有望成为业绩新增长极

上海恩捷 2019 年对前五大客户实现销售额分别为 8.31/3.76/2.22/0.71/0.43 亿元, 占比分别为 42.59%/19.28%/11.35%/3.66%/2.21%。我们推断前三大客户分别为 CATL、LG 化学、国轩高科。

上海恩捷 2019 年隔膜出货单价区间为 1.03-20.35 元/平米, 境外隔膜出货单价区间为 1.76-20.15 元/平米。我们推断, 上海恩捷实际销售的产品中可能包含了一定数额的 B 品, 不排除境外出货的隔膜中包含了一定数额价值量较高的芳纶涂覆隔膜。

表2: 上海恩捷 2019 年分别对前三大客户实现销售额 8.31/3.76/2.22 亿元

序号	客户名称	销售金额 (亿元)	占比
1	客户一	8.31	42.59%
2	客户二	3.76	19.28%
3	客户三	2.22	11.35%
4	客户四	0.71	3.66%
5	客户五	0.43	2.21%
前五名客户合计		15.44	79.09%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

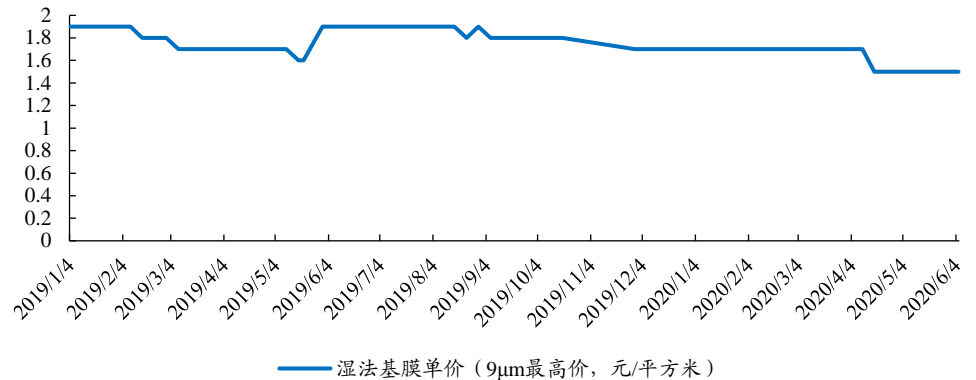
(1) CATL

假定客户一为 CATL, 根据 2019 年 11 月 20 日恩捷股份回复交易所的文件, 2019 年 1-9 月上海恩捷供境内市场基膜均价为 1.81 元/平米, 考虑到上海恩捷供应国内市场的基膜大部分供给 CATL, 且 2019 年四季度国内市场基膜价格并未显著下降, 我们预计 2019 年上海恩捷供给 CATL 的基膜半成品均价为 1.78 元/平米。据此, 我们推算 2019 年上海恩捷对 CATL 的湿法基膜半成品销量为 4.67 亿平米, 约占 2019 年 CATL 湿法基膜半成品消耗量的 66%。

表3: 2019 年 1-9 月上海恩捷供境内市场基膜均价为 1.81 元/平米 (单位: 元/平米)

	基膜		涂覆膜	
	境内	境外	境内	境外
2019 年 1-9 月	1.81	3.89	2.73	10.57
2018 年	2.30	4.76	4.19	9.08
2017 年	3.38	6.03	5.48	8.15
2016 年	3.93	4.72	5.49	9.30
平均值	2.86	4.85	4.47	9.28
江西项目	2.20		4.72	
无锡项目	2.18		4.33	

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图11: 2019Q4 国内湿法基膜价格并未显著下降


数据来源: 鑫椏锂电、开源证券研究所

图12: 我们推算 2019 年上海恩捷对 CATL 湿法基膜半成品供应量 4.67 亿平米, 占 CATL 湿法基膜半成品消耗量的 66%

CATL2019年锂电池产量 (动力+储能, GWh)	47.26
NCM占比假设	66%
NCM产量 (GWh)	31.19
隔膜成品平均消耗量假设 (亿平米/GWh)	0.15
湿法隔膜成品占比假设	100%
湿法隔膜成品消耗量 (亿平米)	4.68
LFP占比假设	34%
LFP产量 (GWh)	16.07
隔膜成品平均消耗量假设 (亿平米/GWh)	0.21
湿法隔膜成品占比假设	40%
干法隔膜成品占比假设	60%
湿法隔膜成品消耗量 (亿平米)	1.35
干法隔膜成品消耗量 (亿平米)	2.02
合计隔膜成品消耗量 (亿平米)	8.05
湿法隔膜成品消耗量 (亿平米)	6.03
干法隔膜成品消耗量 (亿平米)	2.02
湿法隔膜成品消耗量占比	75%
干法隔膜成品消耗量占比	25%
从湿法基膜半成品到涂覆膜的收得率假设	84.7%
湿法隔膜成品中涂覆膜占比假设	100%
湿法基膜半成品消耗量 (亿平米)	7.12
上海恩捷对CATL销售收入 (假定第一大客户为CATL, 亿元)	8.31
上海恩捷供应CATL湿法基膜半成品单价假设 (元/平方米)	1.78
上海恩捷对CATL湿法基膜半成品供应量 (亿平米)	4.67
上海恩捷对CATL供应量占CATL湿法基膜半成品消耗量比重	66%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

注: 假设 2019 年 CATL 从湿法基膜半成品到涂覆膜的收得率等于 2019 年上海恩捷从湿法基膜半成品到涂覆膜的收得率 (CATL 涂覆膜的涂覆工序由东莞卓高和 CATL 负责)

(2) LG 化学

根据恩捷股份《关于深圳证券交易所 2019 年年报问询函的回复公告》，2019 年上海

恩捷向 LG Chem, Ltd. 实现销售收入 2.31 亿元，向 LG Chem, Ltd. 关联公司供应锂电池隔膜实现销售收入超过 1.45 亿元。因此我们推算客户二为 LG 化学，对应销售额为 3.76 亿元。

我们预计 2020-2022 年 LG 化学将成为上海恩捷业绩增长的重要贡献力量。LG 化学与多家海外主流车厂深度绑定，产能布局积极，将充分受益于此轮全球电动化浪潮。上海恩捷已获得 LG 化学自 2019 年 4 月 4 日后五年内不超过 6.17 亿美元的动力电池基膜订单（我们推测还有其他订单），看好双方后续合作（尤其是涂覆膜领域）进一步加深。

表4: LG 化学与多家海外车企深度绑定

	宁德时代	LG 化学	松下	三星 SDI
特斯拉	☆☆	☆☆	☆☆☆	
宝马	☆☆			☆☆
大众	☆☆☆	☆☆☆		☆☆
戴姆勒	☆☆	☆☆☆		☆☆
丰田	☆		☆☆☆	
现代	☆	☆☆☆		☆☆
本田	☆		☆☆	
雷诺日产	☆	☆☆	☆	
福特		☆☆		
通用		☆☆☆		
沃尔沃	☆☆	☆☆☆		

资料来源：公司公告、开源证券研究所

注：☆个数反映电池厂与整车厂的合作深度

（3）松下

相较于 CATL 和 LG 化学，松下在产能布局上偏保守。但考虑到松下与特斯拉、丰田两大龙头整车厂深度绑定，未来增长前景依旧广阔。松下的主要隔膜供应商旭化成、住友、东丽产能布局保守，且售价较高，上海恩捷有望凭借其优越的产品性价比和在工艺上的持续精进，成为松下重要的隔膜供应商。2019 年 11 月日本帝人将其持有的 PVDF 系溶剂型涂布材料组成相关专利以及相分离法涂布生产工艺相关专利授权给上海恩捷，其中芳纶涂覆相关专利较为关键。日本帝人的涂覆专利授权有利于上海恩捷规避海外专利冲突，打开海外涂覆膜市场。如果进展顺利，我们推断 2021 年后，松下有望成为上海恩捷又一业绩增长极（涂覆膜有望放量）。

4、有息负债显著提升，费用控制良好

我们根据恩捷股份各报告期末的短期借款、长期借款、一年内到期的非流动负债金额，推算出 2019 年恩捷股份平均有息负债额为 32.22 亿元（保守起见，有息负债只统计短期借款、长期借款、一年内到期的非流动负债三个项目）。

2019 年恩捷股份利息费用为 0.98 亿元。根据 2019 年 11 月 20 日恩捷股份回复交易所的文件，2019 年 1-9 月上海恩捷一年内借款利率为 4.87%，五年以上借款利率 4.90%。据此，我们推断公司可能对产线建设期内的部分利息费用进行了资本化处理，如果全部费用化，假定平均借款利率为 4.90%，我们推算恩捷股份 2019 年的利息费用为 1.58 亿元（2019 年恩捷股份年报显示当期利息费用为 0.98 亿元）。

图13: 据我们推算, 恩捷股份 2019 年全年平均有息负债为 32.22 亿元

	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31
短期借款 (亿元)	9.3	12.94	19.68	21.89	26.7
环比增量 (亿元)		3.64	6.74	2.21	4.81
全年平均增量 (亿元)					8.83
全年平均短期负债 (亿元)					18.13
长期借款 (亿元)	7.84	7.84	8.95	16.87	19.68
环比增量 (亿元)		0	1.11	7.92	2.81
全年平均增量 (亿元)					4.02
全年平均长期负债 (亿元)					11.86
一年内到期的非流动负债 (亿元)	1.58	1.58	1.94	2.38	4.48
环比增量 (亿元)		0	0.36	0.44	2.1
全年平均增量 (亿元)					0.65
全年平均一年内到期的非流动负债 (亿元)					2.23
全年平均有息负债 (亿元)					32.22
利息费用 (亿元)					0.98

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表5: 上海恩捷 2018 年、2019 年 1-9 月借款平均利率适中

年份	1 年以内	1 年-5 年	5 年以上
2018 年	5.29%	-	4.90%
2019 年 1-9 月	4.87%	-	4.90%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司已于 2020 年 2 月通过可转债募集 16 亿元用于隔膜扩产, 并于 2020 年 3 月披露非公开发行预案, 拟募集 50 亿元资金, 其中 35 亿元用于隔膜扩产。假定公司 2020-2023 年每年新增 10 亿平米湿法基膜母卷产能, 我们预计 2020-2023 年公司资本开支合计超 80 亿元。如果此次非公开发行进行顺利, 我们预计 2020-2023 年公司无需进行额外融资即可按计划进行扩产 (扩产所需其他资金来自利润留存)。

表6: 公司于 2020 年 2 月通过可转债募集 16 亿元用于隔膜扩产 (单位: 万元)

序号	募集资金投资项目	投资总额	拟使用募集资金
1	江西省通瑞新能源科技发展有限公司年产 4 亿平方米锂离子电池隔膜项目 (一期)	175,000	60,000
2	无锡恩捷新材料产业基地项目	220,000	100,000
	合计	395,000	160,000

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

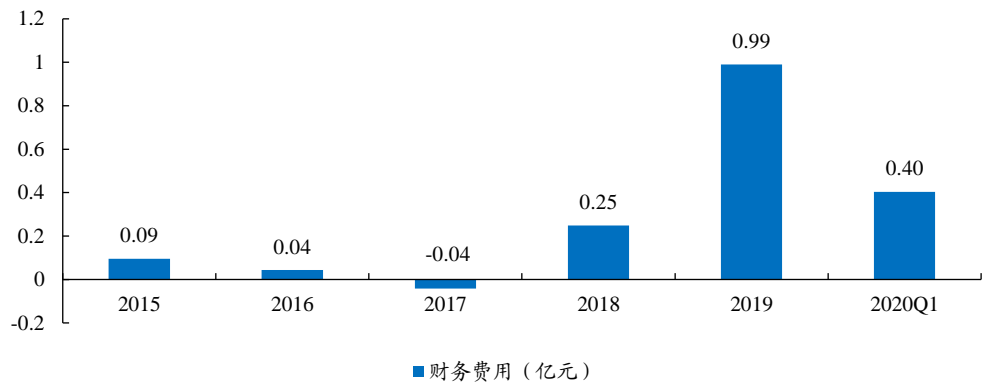
表7: 公司于 2020 年 3 月披露非公开发行预案, 拟募集 35 亿元用于隔膜扩产 (单位: 万元)

序号	募集资金投资项目	投资总额	拟使用募集资金
1	江西省通瑞新能源科技发展有限公司锂离子电池隔膜一期扩建项目	175,000	150,000
2	无锡恩捷新材料产业基地二期扩建	280,000	200,000
3	补充流动资金	150,000	150,000
	合计	605,000	500,000

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2019年上海恩捷“期间费用等成本”（毛利润-营业利润）为1.72亿元，占营收比重仅为8.79%，显著低于同业。考虑到恩捷股份传统业务融资需求较少，而隔膜业务处于快速扩张期，我们推断2019年恩捷股份0.99亿元的财务费用主要来自于上海恩捷（2015-2017年恩捷股份财务费用分别为0.09/0.04/-0.04亿元），假定2019年上海恩捷财务费用为0.90亿元，则上海恩捷“除了财务费用外的期间费用等成本”（毛利润-财务费用-营业利润）仅为0.82亿元。

图14：2015-2017年恩捷股份财务费用分别为0.09/0.04/-0.04亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表8：上海恩捷2019年“期间费用等成本”为1.72亿元

	上海恩捷	星源材质	沧州明珠	金冠股份
营业收入 (亿元)	19.52	6.00	29.96	9.27
毛利润 (亿元)	11.61	2.51	4.82	2.60
减：期间费用等成本 (亿元)	1.72	1.88	2.55	14.70
营业利润 (亿元)	9.90	0.62	2.27	-12.10
加：营业外收支净额 (亿元)	0.00	0.97	0.01	0.01
利润总额 (亿元)	9.89	1.30	1.59	-12.04
减：所得税 (亿元)	1.25	0.29	0.69	-0.06
净利润 (亿元)	8.64	1.30	1.59	-12.04

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表9：上海恩捷2019年“期间费用等成本”占比仅8.79%

	上海恩捷	星源材质	沧州明珠	金冠股份
毛利率	59.50%	41.82%	16.08%	28.03%
减：期间费用等成本占比	8.79%	31.41%	8.52%	158.65%
营业利润率	50.71%	10.41%	7.56%	-130.62%
加：营业外收支净额占比	-0.02%	16.17%	0.03%	0.14%
利润总额比例	50.69%	21.67%	5.29%	-129.88%
减：所得税比例	6.41%	4.90%	2.30%	-0.61%
净利率	44.27%	21.67%	5.29%	-129.88%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2019年恩捷股份管理费用为1.23亿元，同比下降20.44%，股份支付和中介咨询费同比下降是管理费用同比下降的主要原因，两者分别同比下降34.88%/71.23%，我们推测2018年恩捷股份完成了对上海恩捷的收购，进而产生了较多的股份支付和中介咨

询费。2019 年恩捷股份税金及附加为 0.15 亿元，同比下降 26.99%。

表10: 恩捷股份 2019 年管理费用同比下降 20.44%

项目	2019 年	2018 年	同比变动
股份支付	3,099.57	4,760.13	-34.88%
中介咨询费	819.35	2,847.93	-71.23%
其他费用	8,367.86	7,834.71	6.81%
合计	12,286.78	15,442.77	-20.44%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表11: 恩捷股份 2019 年税金及附加同比下降 26.99%

项目	2019 年	2018 年	同比变动
城市维护建设税及教育费附加	621.34	1,092.87	-43.15%
其他税费	870.7	950.8	-8.42%
合计	1,492.04	2,043.67	-26.99%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

我们对公司 2020-2022 年的经营状况作出如下假设：

(1) 隔膜业务

①上海恩捷（不含苏州捷力）隔膜出货量假设：

我们预计 2020-2022 年上海恩捷（不含苏州捷力）隔膜总出货量分别为 10.3/14.6/20.9 亿平米，其中海外出货占比分别为 27%/38%/42%，涂覆膜占比分别为 31%/37%/42%。

表12: 上海恩捷（不含苏州捷力）出货量预测（单位：亿平米）

地区	产品类别	2020E	2021E	2022E
国内	基膜半成品	4.7	5.3	6.8
	基膜成品	0.8	0.9	1.1
	涂覆膜	2	2.9	4.3
	合计	7.5	9.1	12.2
	国内出货占比	73%	62%	58%
海外	基膜（主要为半成品）	1.6	3	4.2
	涂布膜	1.2	2.5	4.5
	合计	2.8	5.5	8.7
	海外出货占比	27%	38%	42%
整体	基膜合计	7.1	9.2	12.1
	基膜占比	69%	63%	58%
	涂覆膜合计	3.2	5.4	8.8
	涂覆膜占比	31%	37%	42%
	合计	10.3	14.6	20.9

数据来源：开源证券研究所

②上海恩捷（不含苏州捷力）隔膜价格假设：

国内市场：我们预计 2020-2022 年上海恩捷供应国内基膜半成品每平米均价分别为

1.40/1.33/1.28 元，基膜成品每平方米均价分别为 1.62/1.53/1.45 元，涂覆膜成品每平方米均价分别为 2.30/2.15/2.05 元。

海外市场：我们预计 2020-2022 年上海恩捷供应海外基膜（主要为半成品）每平方米均价分别为 3.05/2.45/2.15 元，涂覆膜成品每平方米均价分别为 7.20/5.50/4.50 元。

表13：上海恩捷（不含苏州捷力）隔膜价格假设（单位：元/平方米）

地区	产品类别	2020E	2021E	2022E
国内	基膜半成品	1.40	1.33	1.28
	基膜成品	1.62	1.53	1.45
	涂覆膜	2.30	2.15	2.05
海外	基膜（主要为半成品）	3.05	2.45	2.15
	涂覆膜	7.20	5.50	4.50
整体	基膜	1.80	1.71	1.60
	涂覆膜	4.14	3.70	3.30

数据来源：开源证券研究所

③上海恩捷（不含苏州捷力）毛利率假设：

我们预计上海恩捷（不含苏州捷力）2020-2022 年毛利率水平分别为 56.3%/56.2%/53.5%，其中基膜毛利率分别为 50.2%/50.9%/47.8%，涂覆膜毛利率分别为 62.2%/60.5%/57.2%。

④苏州捷力隔膜出货量、单价、营收、毛利率等假设：

我们假设：1）2020 年 4 月起苏州捷力开始并表；2）苏州捷力一季度营收占全年的 17%。收购完成后，上海恩捷将能在融资便利性、成本管控、原材料采购等环节给予帮助；另外，我们预计苏州捷力未来或将着重在单价更高的消费锂电类隔膜和涂覆膜领域发力。我们预计 2020-2022 年苏州捷力隔膜出货量分别为 2.90/3.63/4.17 亿平方米，隔膜每平方米均价分别为 2.66/2.84/2.99 元，营业收入分别为 7.71/10.31/12.45 亿元。

表14：上海恩捷（不含苏州捷力）毛利率假设

产品类别	2020E	2021E	2022E
基膜	50.2%	50.9%	47.8%
涂覆膜	62.2%	60.5%	57.2%
整体	56.3%	56.2%	53.5%

数据来源：开源证券研究所

表15：苏州捷力隔膜出货量、单价、营收、毛利率等假设

	2020E	2021E	2022E
出货量（亿平方米）	2.90	3.63	4.17
YoY		25%	15%
单价（元/平方米）	2.66	2.84	2.99
YoY		7%	5%
营业收入（亿元）	7.71	10.31	12.45
YoY		34%	21%
毛利率	32%	35%	37%

数据来源：开源证券研究所

(2) 传统业务

随着公司新增年产 30 亿个彩印包装盒改扩建项目、年产 1.3 万吨高档环保特种纸项目的落地，我们预计 2020-2022 年公司传统业务将延续平稳增长态势，对应的营业收入分别为 12.90/14.03/15.36 亿元，毛利率分别为 21.9%/21.9%/22.1%。

表16: 传统业务营业收入及毛利率假设

	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)			
BOPP 膜	6.20	6.40	6.60
无菌包装	3.60	4.30	5.20
烟标	1.10	1.03	0.96
特种纸	1.60	1.90	2.20
其他主业	0.40	0.40	0.40
整体	12.90	14.03	15.36
毛利率			
BOPP 膜	16.0%	16.0%	16.0%
无菌包装	25.0%	25.5%	26.0%
烟标	45.0%	44.5%	44.0%
特种纸	20.0%	20.0%	20.0%
其他主业	30.0%	30.0%	30.0%
整体	21.9%	21.9%	22.1%

数据来源：开源证券研究所

综上所述，我们预计 2020-2022 年恩捷股份营业收入分别为 45.60/60.40/76.51 亿元，归母净利润分别为 10.71/15.79/20.23 亿元，对应 EPS 分别为 1.33/1.96/2.51 元。当前公司股价对应 2020-2022 年 P/E 分别为 46.5/31.6/24.6 倍。锂电池材料可比公司当前股价对应 2020-2022 年 P/E 均值分别为 43.2/30.1/23.0 倍。考虑到隔膜是锂电池材料中技术、资金壁垒较高的环节，恩捷股份是湿法隔膜领域的龙头，在研发能力、工艺、成本上较同业具有明显优势，我们看好海外业务和涂覆膜业务增长给公司带来的业绩增量。维持“买入”评级。

表17: 恩捷股份与锂电池材料可比公司估值对比

	收盘价 (元)		归母净利润 (亿元)			P/E			
	2020/6/12	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
星源材质	32.36	2.39	1.89	2.79	3.55	33.9	43.0	29.1	22.8
璞泰来	91.38	6.24	9.00	12.02	15.43	63.8	44.2	33.1	25.8
天赐材料	29.12	0.74	4.18	5.54	6.83	216.5	38.2	28.9	23.4
容百科技	34.75	2.17	3.11	4.93	6.82	71.0	49.5	31.2	22.6
科达利	57.83	1.85	2.96	4.29	6.02	65.6	41.1	28.3	20.2
平均						90.2	43.2	30.1	23.0
恩捷股份	61.90	8.50	10.71	15.79	20.23	58.7	46.5	31.6	24.6

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除了恩捷股份以外，其他公司 2020-2022 年的归母净利润以及 P/E 预测数据来自 Wind 一致预期

6、风险提示

新能源车销量不及预期；隔膜出货量不及预期；隔膜降价超预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2783	5023	6918	8009	10817
现金	314	1012	1824	2114	3352
应收票据及应收账款	1571	1610	2950	3245	4041
其他应收款	8	832	0	40	11
预付账款	58	105	148	207	271
存货	472	759	1114	1300	1764
其他流动资产	361	706	882	1103	1378
非流动资产	4919	7170	9939	12278	13792
长期投资	3	3	5	6	8
固定资产	3175	4937	7431	9984	12250
无形资产	264	299	335	381	438
其他非流动资产	1477	1931	2168	1907	1096
资产总计	7702	12193	16857	20288	24609
流动负债	1997	4229	6331	6781	8282
短期借款	930	2670	3832	3776	4038
应付票据及应付账款	507	905	1264	1567	2057
其他流动负债	560	654	1235	1438	2187
非流动负债	1633	3083	4564	6025	6924
长期借款	784	1968	3223	4412	4984
其他非流动负债	849	1115	1341	1613	1940
负债合计	3630	7312	10895	12806	15206
少数股东权益	241	330	440	509	598
股本	474	805	805	805	805
资本公积	2198	1894	1894	1894	1894
留存收益	1209	1880	2919	4370	6228
归属母公司股东权益	3831	4551	5522	6972	8806
负债和股东权益	7702	12193	16857	20288	24609

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	171	763	1352	1691	2328
净利润	680	936	1181	1648	2111
折旧摊销	167	304	344	501	660
财务费用	25	99	156	192	185
投资损失	-9	-2	-5	-6	-6
营运资金变动	-797	-616	-339	-662	-647
其他经营现金流	106	42	15	19	24
投资活动现金流	-1148	-3074	-3107	-2834	-2168
资本支出	1391	2119	2695	2249	1401
长期投资	300	-820	-1	-2	-1
其他投资现金流	543	-1775	-413	-587	-769
筹资活动现金流	784	2781	1539	2049	1490
短期借款	930	1740	134	561	673
长期借款	784	1184	1255	1189	572
普通股增加	337	332	0	0	0
资本公积增加	1150	-304	0	0	0
其他筹资现金流	-2418	-171	151	300	245
现金净增加额	-193	470	-215	906	1650

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2457	3160	4560	6040	7651
营业成本	1424	1730	2603	3355	4258
营业税金及附加	20	15	37	48	56
营业费用	50	67	110	137	169
管理费用	154	123	177	235	298
研发费用	97	155	224	296	375
财务费用	25	99	156	192	185
资产减值损失	10	-5	9	9	11
其他收益	91	122	107	115	111
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	9	2	5	6	6
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	778	1063	1356	1890	2415
营业外收入	0	0	4	1	2
营业外支出	0	1	1	0	1
利润总额	778	1062	1360	1891	2416
所得税	98	126	178	243	304
净利润	680	936	1181	1648	2111
少数股东损益	162	86	110	69	89
归母净利润	518	850	1071	1579	2023
EBITDA	1019	1562	1882	2611	3299
EPS(元)	0.64	1.06	1.33	1.96	2.51

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	101.4	28.6	44.3	32.5	26.7
营业利润(%)	331.2	36.6	27.6	39.4	27.8
归属于母公司净利润(%)	232.5	63.9	26.1	47.4	28.1
获利能力					
毛利率(%)	42.0	45.2	42.9	44.5	44.3
净利率(%)	21.1	26.9	23.5	26.1	26.4
ROE(%)	16.7	19.2	19.8	22.0	22.5
ROIC(%)	11.4	10.4	9.2	10.4	11.0
偿债能力					
资产负债率(%)	47.1	60.0	64.6	63.1	61.8
净负债比率(%)	58.8	105.1	119.8	115.0	93.8
流动比率	1.4	1.2	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	2.4	2.0	2.0	1.9	2.1
应付账款周转率	3.7	2.5	2.4	2.4	2.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	1.06	1.33	1.96	2.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.95	1.68	2.10	2.89
每股净资产(最新摊薄)	4.76	5.65	6.86	8.66	10.93
估值比率					
P/E	92.1	56.2	44.6	30.2	23.6
P/B	12.5	10.5	8.6	6.8	5.4
EV/EBITDA	49.4	34.1	29.4	21.8	17.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835