



Research and  
Development Center

证券研究报告 Research Report

2020年08月24日

# 恩捷股份：受益于全球电动化，隔膜巨头再启航

程远 行业分析师

执业编号：S1500519100002

联系电话：（010）83326755

邮箱：chengyuan1@cindasc.com

武浩 研究助理

联系电话：+86 10 83326711

邮箱：wuhao@cindasc.com

陈磊 研究助理

联系电话：+86 10 83326713

邮箱：chenleia@cindasc.com

## 核心观点

- **隔膜在锂电池中成本占比进一步下降，隔膜龙头议价能力有望提升。**近年来随着产能释放，隔膜价格大幅下降，其在锂电池成本中占比降至5%左右，下游客户对价格敏感性下降。同时行业龙头依托技术及规模优势不断提升市占率，对下游锂电池客户议价能力有望提升。
- **技术、资金密集型属性限制行业产能扩张，龙头份额将进一步集中。**锂电四大材料中，隔膜单位产能投资高，且需在掌握工艺基础上进行设备采购及调试，安装后仍需较长时间爬坡才可保证较高良品率。技术、资金密集型特点限制新进入者进入；高折旧水平意味着行业落后产能将退出市场或被收购，公司作为全球隔膜龙头，市场份额有望进一步提升。
- **长建设期+认证期保障公司先发优势。**当前隔膜生产核心设备仍主要采购自欧日，从下订单到设备安装调试往往需要2-3年时间；同时，隔膜对电池性能及安全指标影响大，一线电池厂认证周期往往在2-3年，之后才可批量供货。从产能规划到实现收入间的长周期保证了龙头的先发优势及规模优势。公司当前已进入CATL、LG、松下、三星等全球龙头供应体系，优质客户结构保障公司先发优势。
- **全球隔膜供应体系由日本向中、韩转移。**早期隔膜供应主要在日本，包括旭化成、东丽、宇部、住友等，近年来随着中韩锂电企业CATL、LG、三星发展，以及日韩国际关系影响，隔膜供应体系向中国恩捷股份及韩国W-Scope、SKI等转移。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2020-2022年实现营收36.8、52.8和67.8亿元，同比增长16.5%、43.6%和28.3%；归母净利9.4、14.8和19.5亿元，同比增长10.0%、57.7%和32.0%，对应PE为63.6、40.3和30.6X，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**新冠疫情等导致全球新能源车产销不及预期风险；产品价格波动导致公司盈利受损风险；原材料价格波动风险；国际贸易风险；技术路线变化风险。

# 目录

1 包装印刷、锂电隔膜双轮驱动发展，资产规模迅速扩大

2 全球隔膜供应由日向中韩转移，大客户+涂覆提升盈利

3 研发为基、客户优质，保障恩捷股份全球行业龙头地位

4 盈利预测及估值

5 风险因素

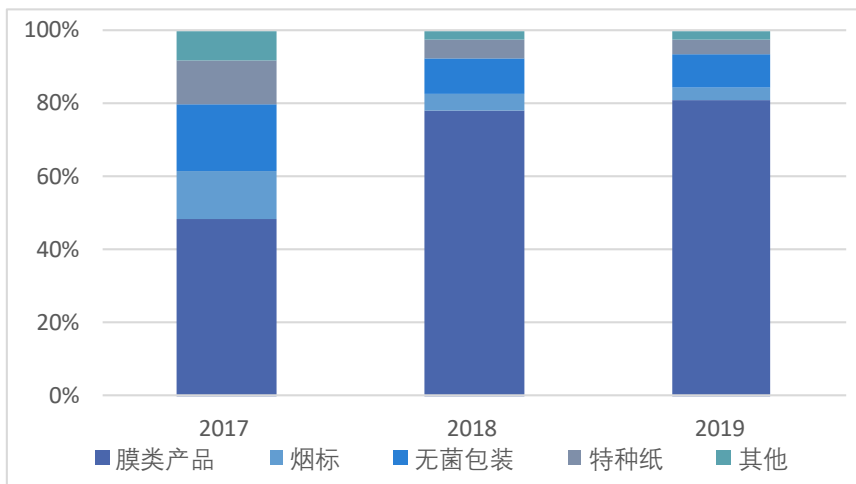
1

## 包装印刷、锂电隔膜双轮驱动发展 资产规模迅速扩大

## 包装印刷、锂电隔膜双轮驱动发展，资产规模迅速扩大

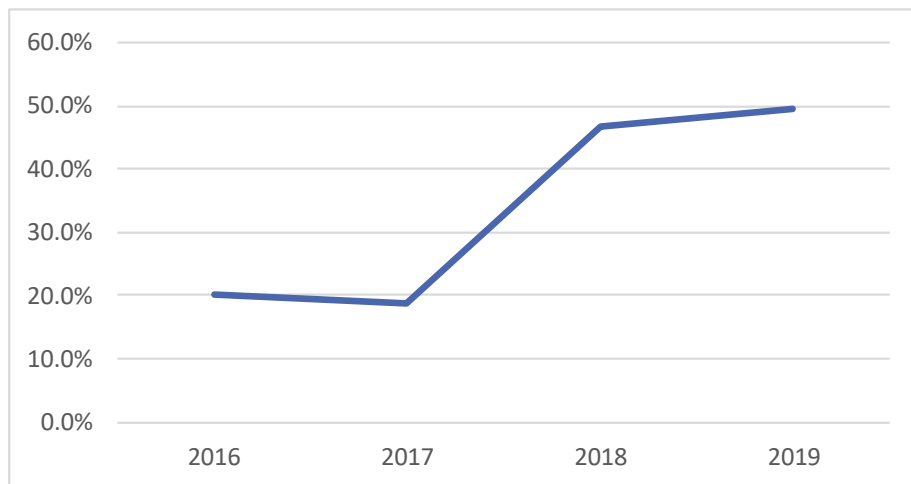
- 早期，公司实控人李晓明家族持有创新股份及上海恩捷两家公司股权。
- 创新股份2016年9月上市，主要从事包装印刷、包装制品等业务，包装印刷包括烟标和无菌包装产品；包装制品包括BOPP薄膜（烟膜、平膜）和特种纸产品。主要针对下游卷烟、食品饮料和塑料包装等行业客户。
- 2018年，上海恩捷注入上市公司，上市公司简称更名为恩捷股份，开拓锂电池隔膜等产品市场。
- 随着上海恩捷的注入，公司营收及资产规模迅速扩大，以锂电隔膜、烟膜、平膜为代表的膜类产品占公司整体营收的比例提升至80%左右，毛利率提升至45%左右。

公司分产品营收结构占比



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

公司膜类产品毛利率变化

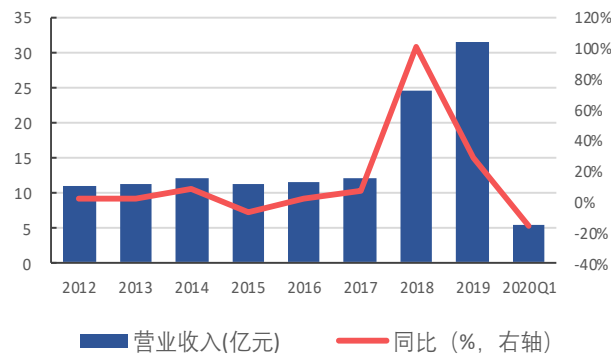


资料来源：Wind, 信达证券研发中心

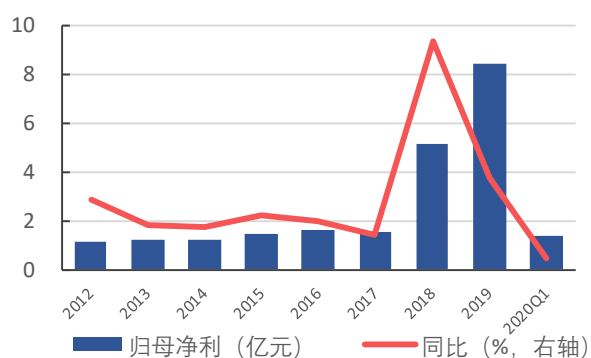
## 包装印刷、锂电隔膜双轮驱动发展，资产规模迅速扩大

- 随着上海恩捷的注入及锂电隔膜产能扩张带来的销量增长，公司营收及净利润规模迅速扩大，2019年公司实现营收31.60亿元，同比增长28.57%；归母净利润8.50亿元，同比增长63.92%。2020Q1受新冠疫情影响，公司分别实现营收及归母净利润5.53亿元和1.38亿元，同比下降15.76%和34.89%。
- 随着高毛利率的锂电隔膜营收占比提升，公司毛利率呈上升趋势，2019和2020Q1分别实现45.24%和47.38%，同比提升3.19和1.51ppt。
- 上海恩捷注入时，2018-2020年业绩承诺5.55、7.63和8.52亿元，其中2018-2019年扣非净利润5.85和7.75亿元，完成业绩承诺。

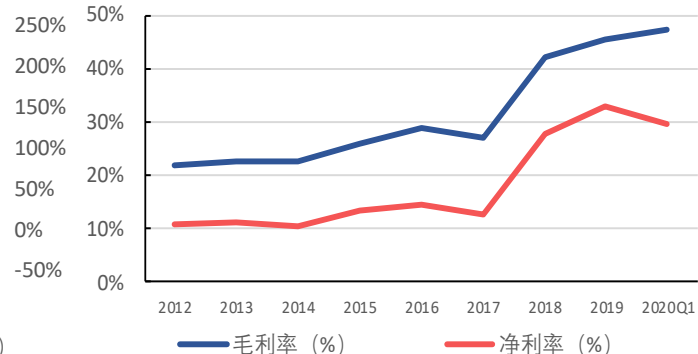
公司分产品营收结构占比



公司分产品营收结构占比



公司分产品营收结构占比

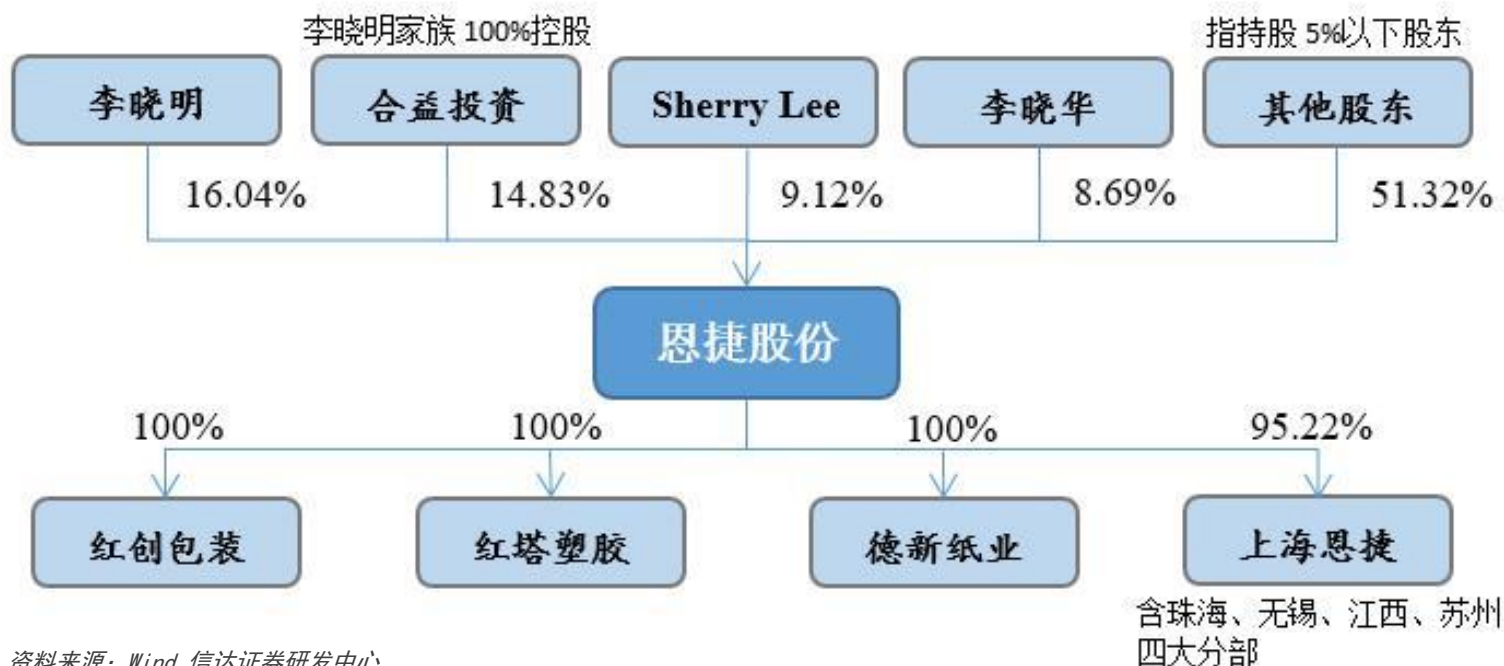


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 包装印刷、锂电隔膜双轮驱动发展，资产规模迅速扩大

- 李晓明家族为公司实际控制人，合计持有公司54.76%股权。
- 在上海恩捷注入上市公司之前，2016年，李晓华、冯保平等成立珠海恒捷，对上海恩捷部分核心管理人员、骨干人员等进行股权激励，以5.50元/股价格购入上海恩捷股权。

### 公司股权结构



资料来源：Wind, 信达证券研发中心

2

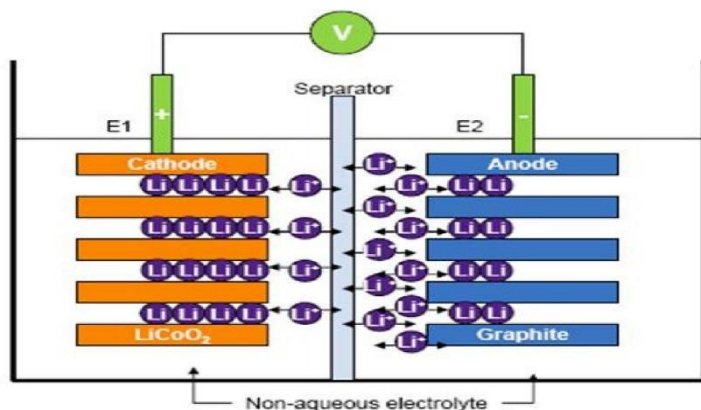
## 全球隔膜供应由日向中韩转移 大客户+涂覆提升盈利



## 湿法隔膜厚度、强度等指标更优，涂覆可改善热稳定性和循环性能

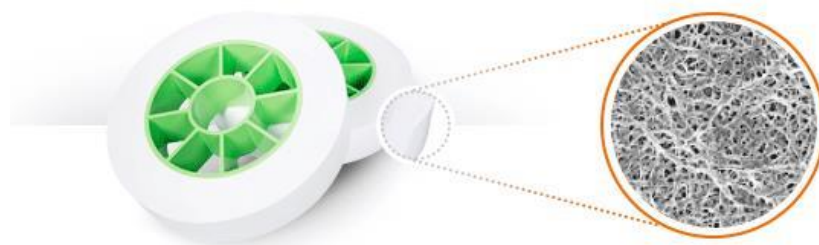
- 锂电隔膜的微孔是实现其功能的重要结构。锂电池隔膜具有大量曲折贯通的微孔，能够保证电解质离子自由通过形成充放电回路；而在电池过度充电或者温度升高时，隔膜通过闭孔功能将电池的正极和负极分开以防止其直接接触而短路，达到阻隔电流传导，防止电池过热甚至爆炸的作用。
- 根据微孔制备技术的不同，锂电隔膜分为干法制备工艺和湿法制备工艺。其中湿法制备工艺需要使用石蜡油与PE混合占位造孔，在拉伸工艺后需要用溶剂萃取移除成孔剂，所以该工艺称为湿法；干法工艺不需要萃取，将基膜经热处理后直接拉伸得隔膜产品。

锂电隔膜功能示意



资料来源：Wind，信达证券研发中心

锂电结构示意图



资料来源：信达证券研发中心

## 湿法隔膜厚度、强度等指标更优，涂覆可改善热稳定性和循环性能

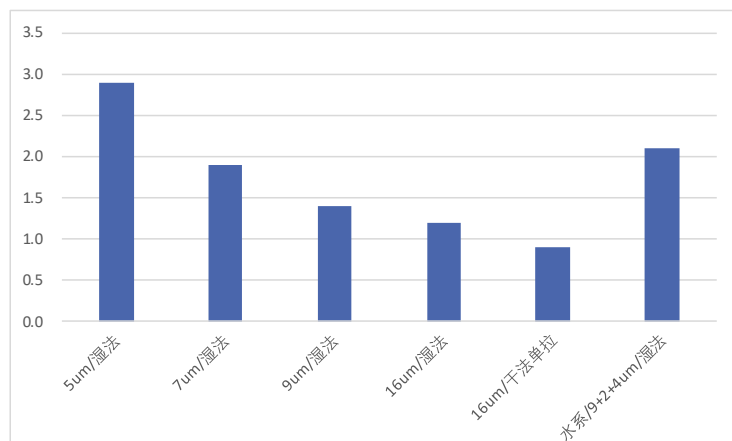
- 湿法隔膜可获得更高孔隙率、更好透气性、更薄厚度和更高机械强度产品，但其热稳定性不足，成本高，投资大。湿法工艺整体工艺难度大，精密程度高，可以获得更高的孔隙率和更好的透气性，能够生产更薄的厚度和更高机械强度的产品。但同时湿法工艺由于采用聚乙烯基材，熔点较低，所以热稳定性较差。干法工艺需要较厚的隔膜增强机械强度。
- 涂覆工艺可明显改善电池的热稳定性和循环性能。通过对隔膜基膜涂覆陶瓷、勃姆石、硫酸钡等无机材料后，涂覆隔膜在充放电过程中发生大面积放热后仍能保持隔膜的完整性，能够良好地解决耐热性能较差的问题，进而提升锂电池的安全性能。
- 不同类型、等级隔膜价格差异大，更薄的基膜及涂覆膜可享受溢价。隔膜受产品厚度、性能及是否涂覆影响，产品价格区别较大。整体来看，更薄的薄膜成组后能量密度更高，且生产难度更高，因而拥有更高的溢价；涂覆隔膜可较好改善湿法隔膜的耐热性问题，因而价格更高。

干法、湿法隔膜性能对比

指标	单位	湿法隔膜	干法隔膜
垂直于机械方向拉伸强度	kg/cm <sup>2</sup>	1500	150
抗穿刺强度	gf	600	250
厚度	μm	5-30	12-30
厚度一致性		较好	较差
孔隙结构一致性		较好	较差
热稳定性		较差	较好
成本		较高	较低

资料来源：Wind, 信达证券研发中心

不同类型隔膜产品价格对比（元/m<sup>2</sup>）

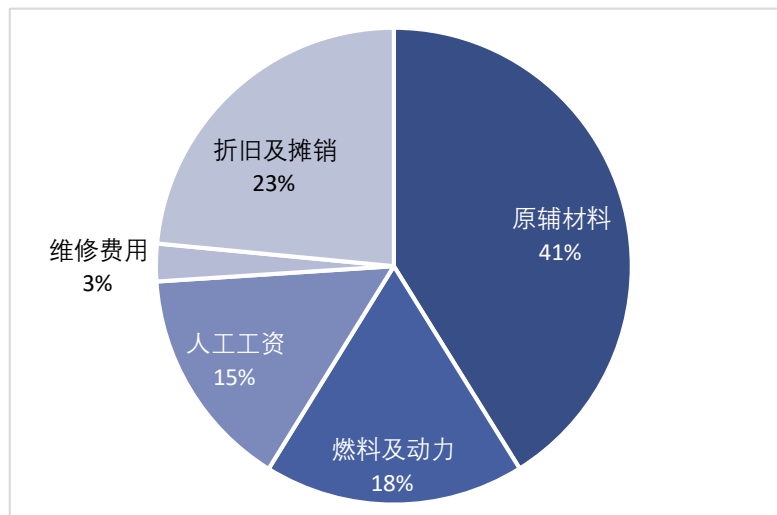


资料来源：百川资讯, 信达证券研发中心

## 隔膜主要生产成本为原材料及设备折旧，恩捷与制钢所合作保障产能建设

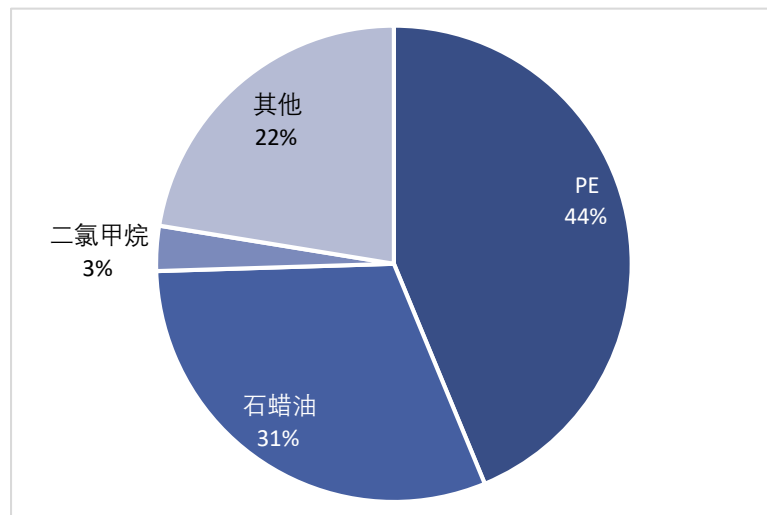
- 隔膜生产主要成本为原材料及设备折旧。其中原辅材料主要包括聚乙烯（PE）、石蜡油（白油）及二氯甲烷等，成本占比在44%、31%和3%左右。同时，隔膜行业具有重资产投资属性，固定资产折旧占生产成本比例较高。
- 恩捷股份近年来持续改进白油、二氯甲烷等辅料回收系统设备，以及对萃取系统进行改进设计提升辅料回收效率，有效降低单位生产成本。

隔膜生产成本拆分



资料来源：Wind，信达证券研发中心

隔膜原材料成本拆分

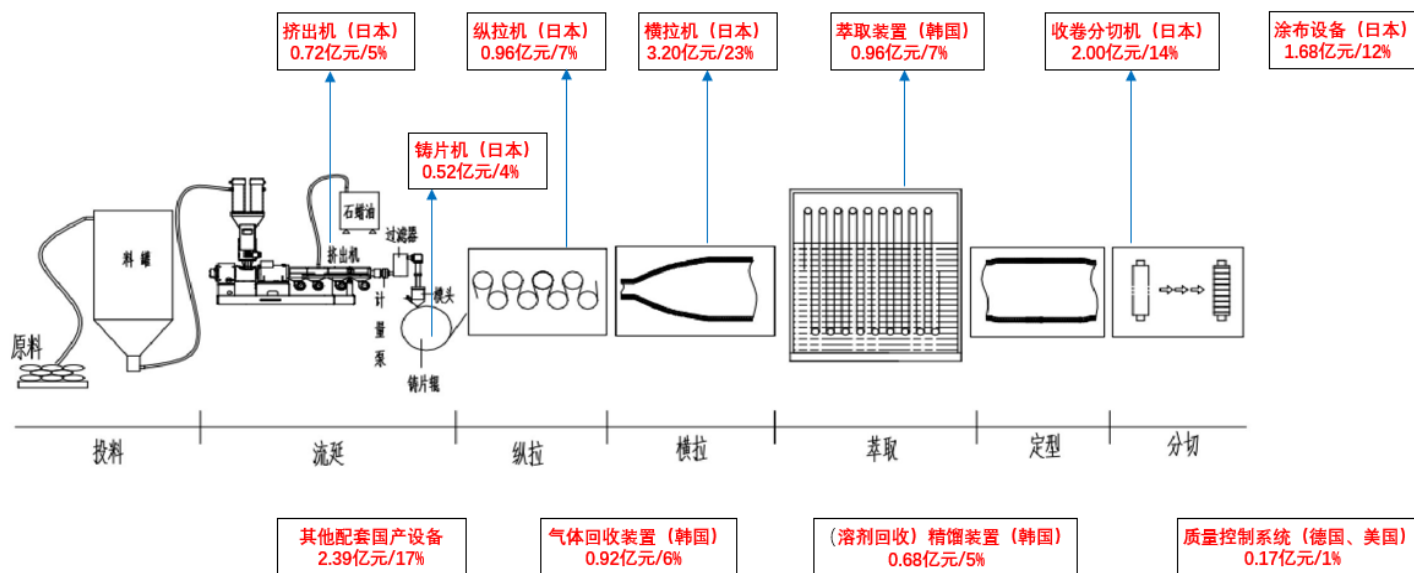


资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 隔膜主要生产成本为原材料及设备折旧，恩捷与制钢所合作保障产能建设

- 隔膜属重资产行业，设备壁垒较高。基膜生产线较为复杂，隔膜生产商需结合自身工艺向各个设备生产厂家定制化采购。设备的生产和调试安装周期在2-3年。
- 恩捷股份核心生产设备进口自日本制钢所（JSW），相比国产设备拥有更好的稳定性及低能耗性。恩捷根据自行设计图纸向制钢所定制，并在收到设备后进行调试改良，保证生产效率和产品质量。
- 恩捷股份自2011年起与制钢所合作，制钢所现有产能每年可为15-20条锂电隔膜产线提供机器设备。其中，每年优先保证恩捷10-15条产线需求，剩余产能主要供应日本东丽和日本旭化成。恩捷股份2019年与日本制钢所共同制定未来3年设备需求计划，保证公司新增产线设备需求。

### 恩捷股份4亿平锂电隔膜项目设备投资情况

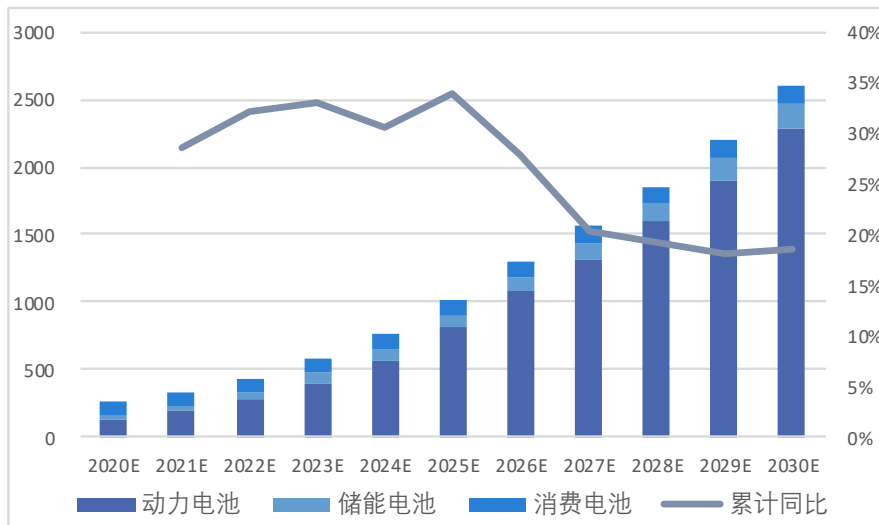


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 锂电出货高增长，隔膜需求空间广阔

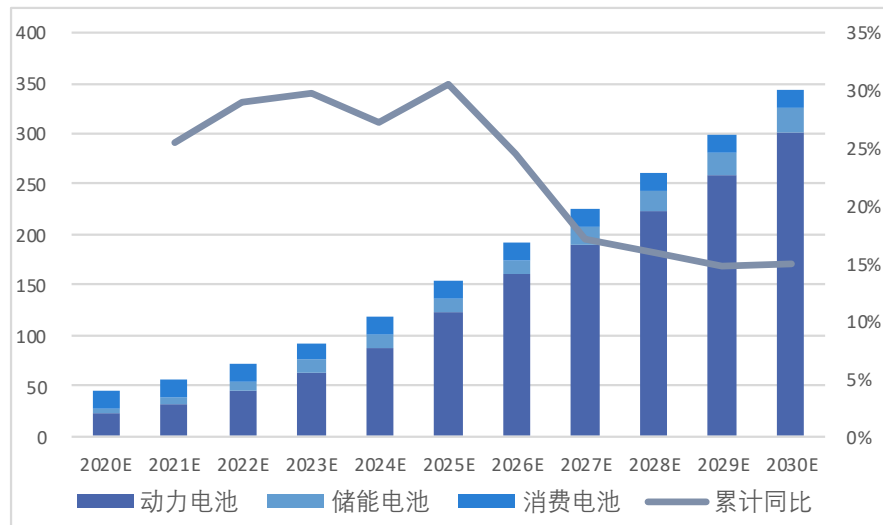
- 未来10年全球锂电池出货复合增速有望达26.1%，其中动力、储能高增长。动力电池受益全球电动化进程，预计未来10年年复合增速32.9%，至2030年出货2280GWh；储能电池受益新能源装机等发电储能需求及5G应用等通信储能需求，年复合增速有望达22.1%，至2030年出货188GWh；3C消费电池需求较为平稳，年复合增速为3%，至2030年出货132GWh。
- 受锂电池出货增长带动，隔膜需求持续提升。至2030年，全球锂电池对应隔膜需求有望达343亿平，较2020年增长6倍，年复合增速22.8%。其中三大领域动力、储能、消费需求分别为301、24.8和17.4亿平。

### 锂电池分类型出货及同比变化



资料来源：高工锂电，信达证券研发中心

### 各类型电池对隔膜需求及同比变化

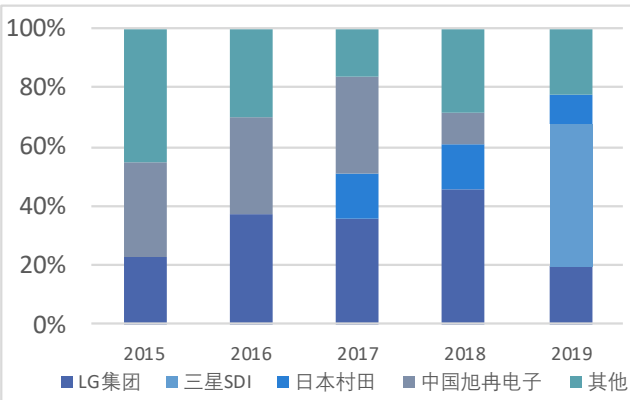


资料来源：高工锂电，信达证券研发中心

## 对比W-scope, 大客户+涂覆将显著提升盈利能力, 受益供应链由日向中、韩转移

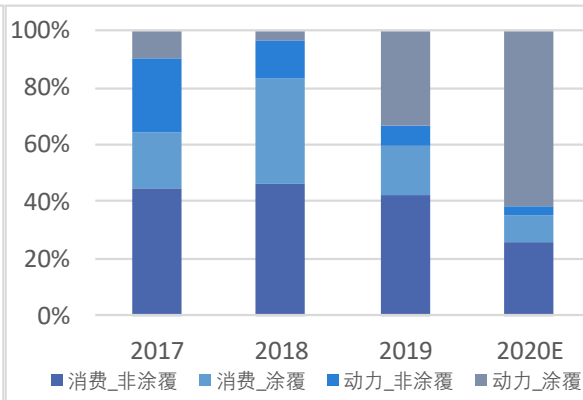
- **W-scope**早期主要针对消费电池市场。2012-2013年, 以旭冉电子为代表的中国市场客户营收占比在90%左右。2015-2016年公司进入LG化学供应体系, 并通过收购LG化学生产线, 迅速实现销量放量及对动力电池的配套。
- 2017-2019年, 公司加速产线建设及升级, 加快员工储备, 以加速消费市场向动力市场、中国客户向韩国客户、基膜产品向涂覆产品转型的策略, 相关支出也导致公司2018-2019年业绩亏损。

### LG、三星出货占比迅速提升



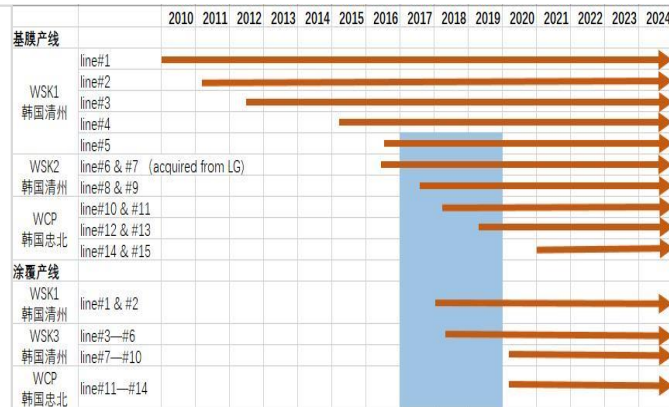
资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

### 动力及涂覆占比迅速提升



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

### 2017-2019年公司加速产线建设

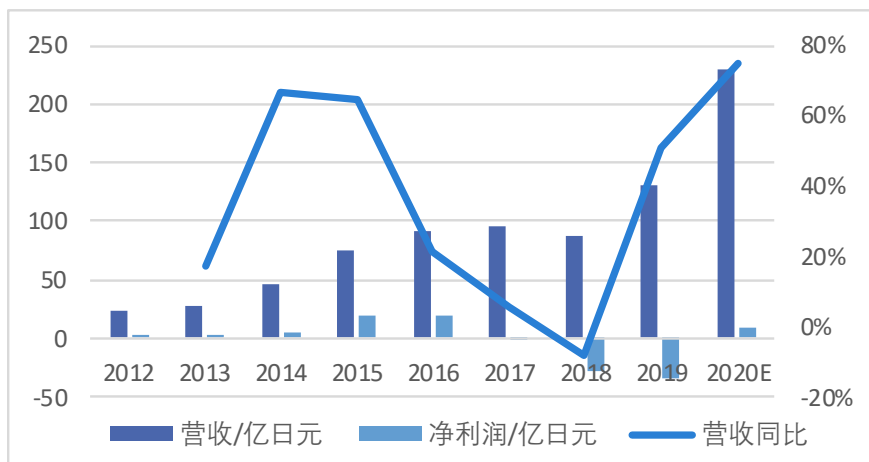


资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

## 对比W-scope, 大客户+涂覆将显著提升盈利能力, 受益供应链由日向中、韩转移

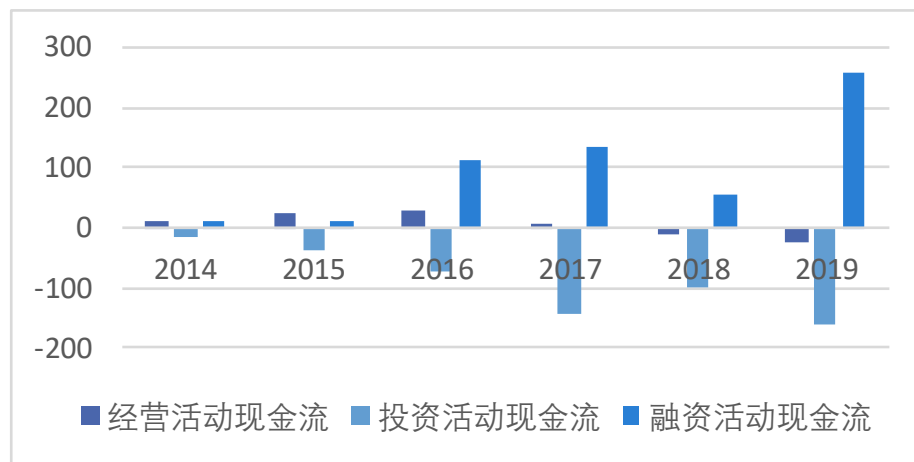
- 2019年, 借日韩国际贸易关系紧张时机, 公司顺利进入三星SDI供应体系, 当年对三星收入占比达48%。同时, 公司公告与全球电池龙头签订2020年起5年合计20亿平供货协议。随着大客户供应体系建立及新产线放量, 公司展望将扭亏为盈并持续增长。

受战略转型影响公司2018-2019年业绩亏损



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

公司近年来战略转型, 投融资现金流相应变化

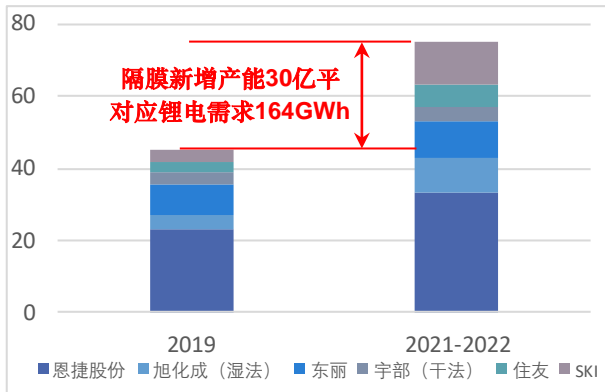


资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

## 锂电龙头加速扩产提升对隔膜需求，恩捷规模优势明显，隔膜供应链由日向中、韩转移

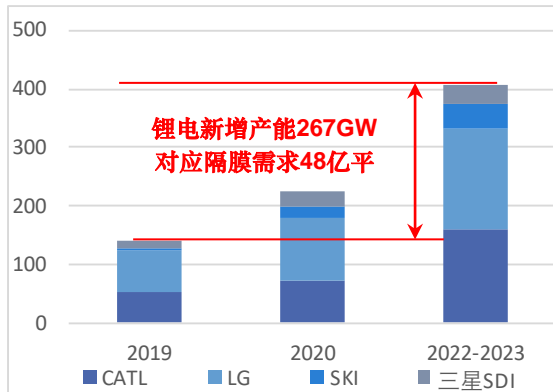
- 在全球汽车电动化背景下，锂电龙头加速产能扩张，我们测算全球四大锂电龙头在2019-2022年间新增产能267GW。隔膜龙头扩产产能约30亿平，对应锂电池规模约164GWh，隔膜产能仍有增长空间以满足下游广阔需求。
- 从绝对量来看，恩捷股份产能仍处领先地位，带来规模及成本优势明显。

全球隔膜龙头产能扩张规划



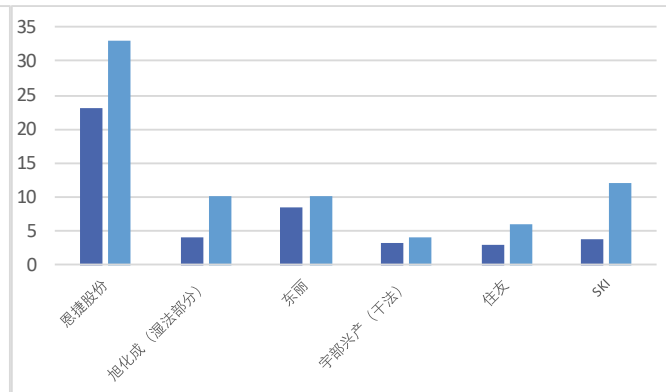
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

全球锂电龙头产能扩张规划



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

全球隔膜龙头产能对比



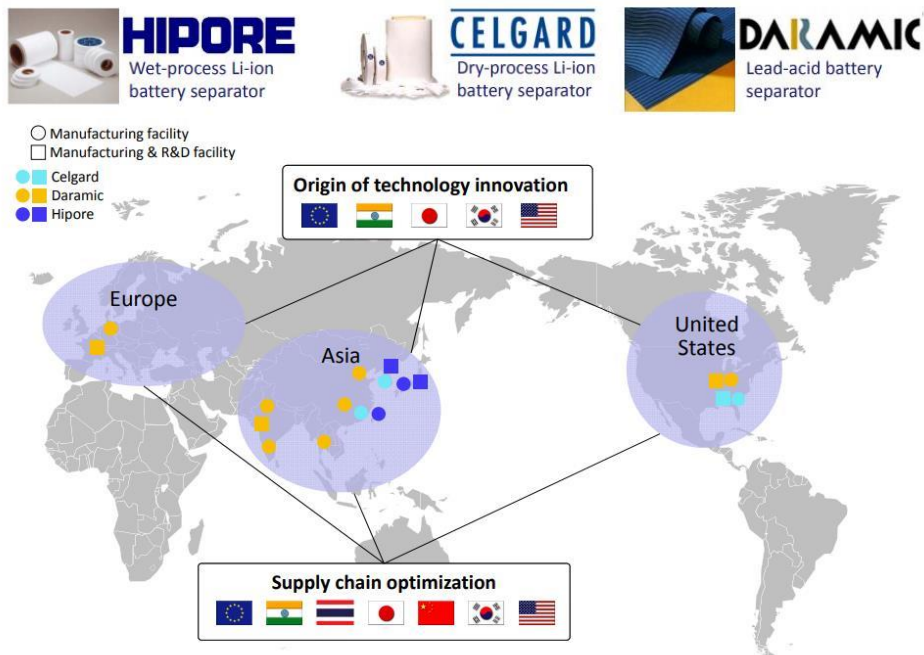
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心



## 锂电龙头加速扩产提升对隔膜需求，隔膜供应链由日向中、韩转移

- 旭化成早期主营Hipore湿法隔膜，2015年收购美国Polypore，获得celgard干法隔膜和Daramic铅酸电池隔膜产能。
- 截至2020年锂电隔膜产能11亿平，其中湿法和干法分别7和4亿平，规划2025年形成30亿平产能。
- 旭化成主要绑定三星SDI，2019年以来随着日韩供应关系紧张等因素，其份额有一定下降趋势。

### 旭化成电池隔膜业务分类及全球布局情况



资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

### 旭化成锂电隔膜产能及分布情况

	合计 (亿平)	Hipore (湿法)	Celgard (干法)
产能分布		日本4个工厂 韩国1个工厂	美国北卡罗来纳
2016	5.5	3.5	2
2017	6.6	4.1	2.5
2018	7.3	4.1	3.2
2020	11	7	4
2021	15.5	10	5.5
2025	30		

资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

## 锂电龙头加速扩产提升对隔膜需求，隔膜供应链由日向中、韩转移

- **东丽**截至2019年底拥有隔膜产能约8.5亿平，位于日本和韩国。2019年其规划在匈牙利建设隔膜产能，预计2022年形成合计约10亿平产能。2015年东丽收购LG化学韩国Ochang隔膜工厂，成为LG化学隔膜主要供应商。
- **宇部兴产**2011年与maxell合资成立Ube maxell从事干法基膜及涂覆膜业务。2014年，宇部兴产获得LG化学SRS隔膜涂覆技术授权，单并未进入LG化学供应体系。至2020年，宇部隔膜产能为3.2亿平，同时2021年规划4亿平。
- **住友化学**2018年隔膜产能3亿平，规划2021年提升至6亿平。其特有芳纶涂覆通过松下供应特斯拉。
- **SKI**韩国隔膜工厂产能3.6亿平，在建中国及波兰产能分别5和3.4亿平，预计2021Q3达产后总体产能12亿平，当前SKI隔膜以自供为主。

东丽锂电隔膜产能扩张规划



东丽锂电产能分布



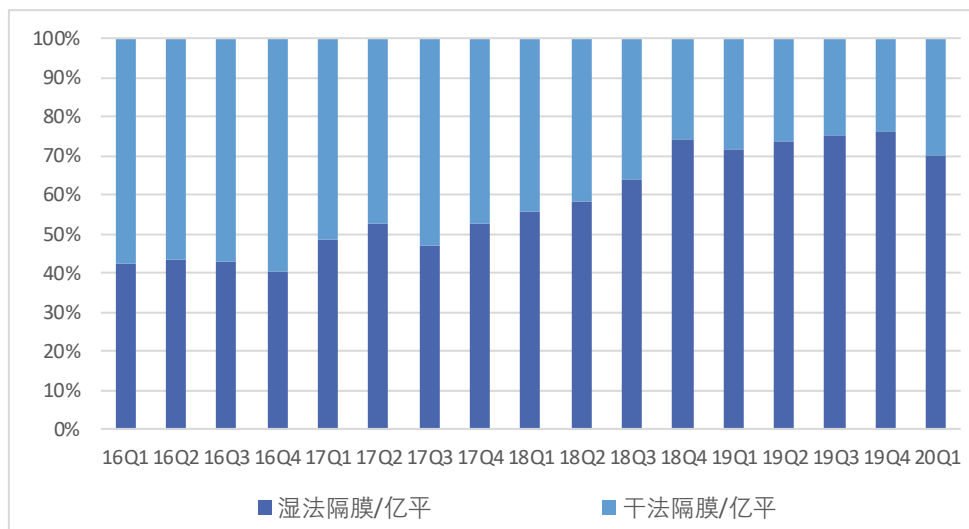
资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

资料来源: Bloomberg, 信达证券研发中心

## 国内隔膜市场集中度高，恩捷股份领先地位明显

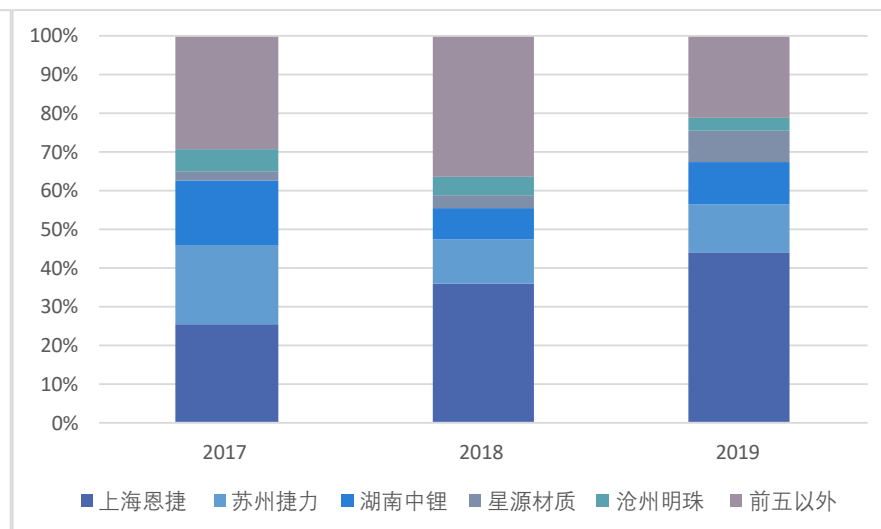
- 近年来我国隔膜产品出货中，湿法隔膜占比逐步提升，2019年湿法隔膜出货占比为74.4%。
- 我国隔膜市场集中度较高。2019年我国湿法隔膜TOP3和TOP5企业出货占比分别为60%和81%，其中上海恩捷和苏州捷力分别为39%和11%，领先优势明显。
- 2019年，上海恩捷、苏州捷力、纽米科技合计湿法隔膜出货市占率为53%，超过国内一半市场份额。

国内历年干湿法隔膜产量占比情况



资料来源：高工锂电，信达证券研发中心

国内历年湿法隔膜市占率



资料来源：高工锂电，信达证券研发中心

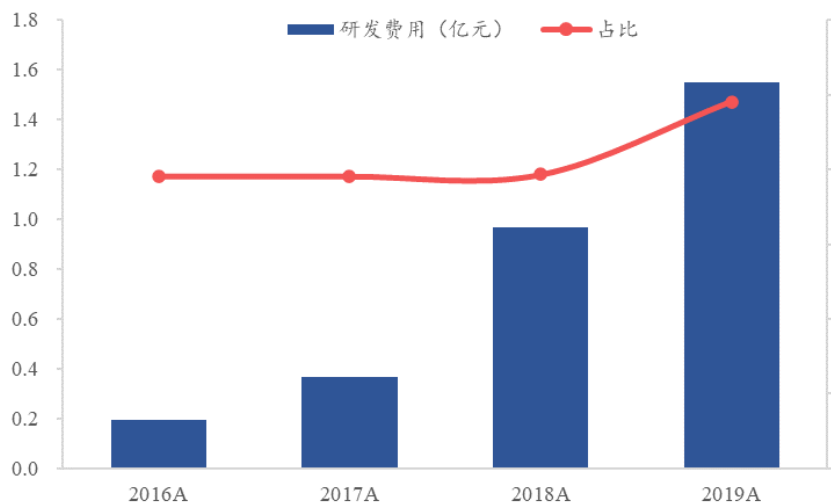
3

研发为基、客户优质，  
保障恩捷股份龙头地位

## 技术研发制霸全球，工艺精湛造就成本优势

- **重视研发，技术团队实力雄厚。**公司研发团队中，隔膜行业相关人才的硕士及以上学历者约70人。研发团队在隔膜的生产效率、产品品质提升以及新品开发等方面不断突破，目前现行有效的专利共有183项，另有219项专利正在申请中。同时，公司自主开发研制出水性锂离子电池隔膜和油性锂离子电池隔膜两种产品体系，以满足客户多样化需求。
- **管理层技术出身，深谙隔膜之道。**公司董事长李晓明于34岁获取University of Massachusetts高分子材料硕士，凸显其在技术领域的造诣；公司副董事长李晓华凭借在BOPP薄膜生产过程中积累的塑料薄膜拉伸工艺经验，于2010年创办上海恩捷，切入湿法隔膜领域。

恩捷股份历年研发费用及其收入占比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

恩捷股份管理层学术背景丰富

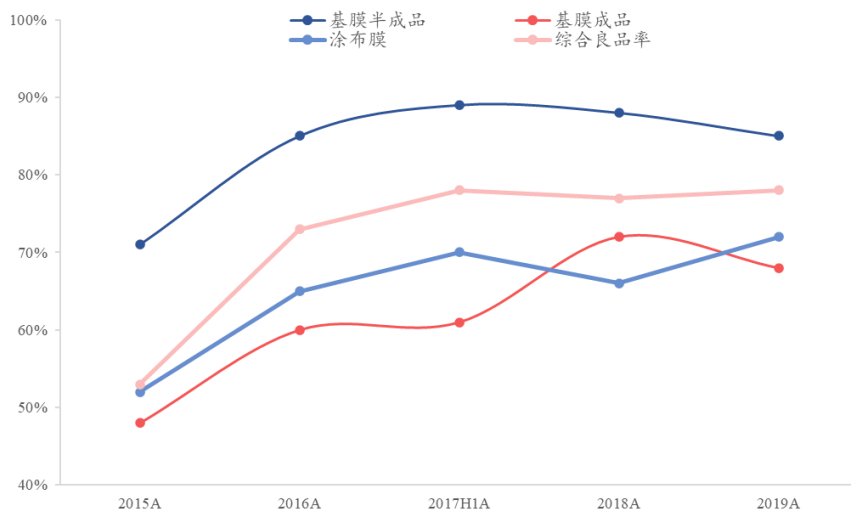
姓名	职务	主要履历
李晓明	董事长	University of Massachusetts 高分子材料硕士。1984-1989年任中国昆明塑料研究所副所长。1992-1995年任美国 Inteplast Corporation 技术部经理。1996年至今,历任红塔塑胶、德新纸业、成都红塔董事长等职务。2006年起加入创新彩印任董事长。现任公司董事长。
李晓华	副董事长、总经理、核心技术人员	University of Massachusetts 高分子材料硕士。1993-1996年任职于美国 World-Pak Corporation。1996年4月起至今,历红塔塑胶副董事长、副总经理,德新纸业副董事长,成都红塔副董事长、总经理等职务;2006年起加入创新彩印任副董事长、总经理。现为公司副董事长、总经理。
Alex Chen g	董事	University of Massachusetts 塑料工程硕士,东北农业大学博士。1993年9月至2011年9月任美国 Inteplast Corporation 技术经理。2012年2月至2019年6月任上海恩捷新材料科技有限公司总经理。现任上海恩捷新材料科技有限公司研究院院长。
许铭	董事、技术总监	1995年至2002年,任环球彩印车间主任;2002年至今,历任创新彩印车间主任、技术总监。现任公司董事、技术总监。

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 技术研发制霸全球，工艺精湛造就成本优势

- **公司极高的良品率造就成本优势。**隔膜生产成本中折旧占比高达23%，属四大材料之首，因此其生产效率及产品良率对成本控制起着至关重要的作用，同时湿法隔膜对环境的要求极高，工艺控制将直接决定产品良率及盈利情况。公司良率一直保持在70%以上，为盈利能力打下较好的基础。
- **娴熟的工艺叠加深度绑定设备厂商打造优质产品。**工艺直接关系性能和收率等技术指标，公司对隔膜生产工艺有非常深入的理解；设备精度直接关系产能和品质，公司与隔膜高端设备供应商日本制钢所深度合作，并根据自主工艺对设备进行改造，在保障产品品质的前提下大幅提升产线产能。

上海恩捷历年良率



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

恩捷股份绑定最优质的设备供应商

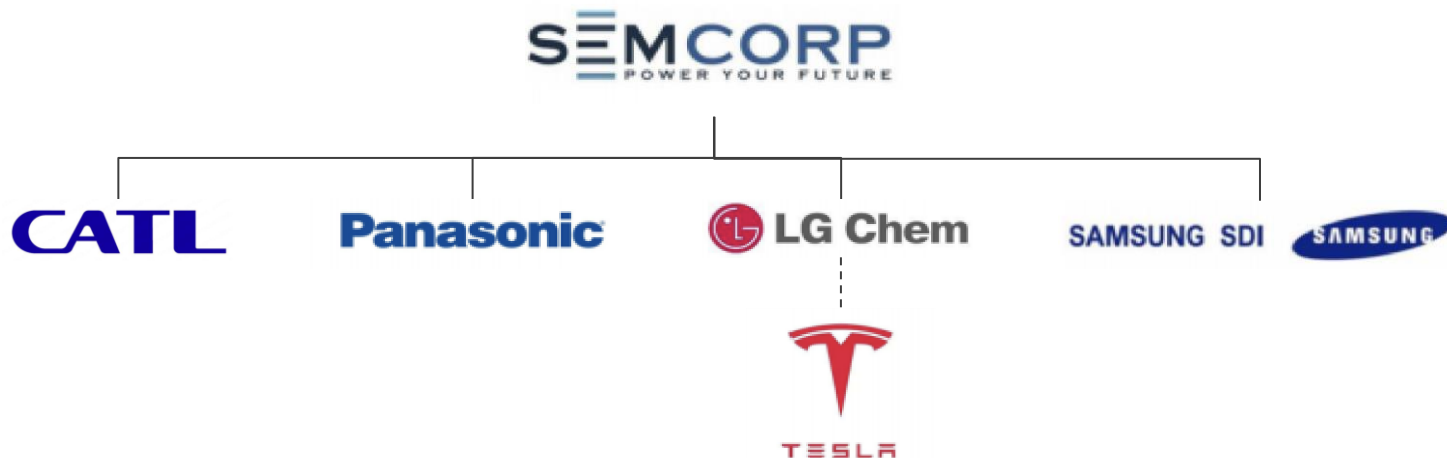
公司	隔膜生产设备
上海恩捷	日本制钢所
湖南中锂	日本东芝
苏州捷力	日本制钢所
星源材质	德国布鲁克纳、法国ESP
辽源鸿图	制钢所韩国分公司、韩国明胜、中科华联
纽米科技	日本制钢所
沧州明珠	德国布鲁克纳
中材科技	法国ESP、大橡塑
天津东皋	桂机所

资料来源：信达证券研发中心

## 优质客户保障产品销售，先发优势确立龙头地位

- **客户涵盖全球电池龙头，尽享锂电盛宴。**公司主要客户为宁德时代、比亚迪、三星、LG、松下、国轩高科等，以上客户截至2020年底锂电池产能将超过350GWh，对应隔膜需求超过50亿平方米，公司作为核心供应商，产能扩张有订单支撑，未来发展确定性更高。
- **较长的认证周期保障公司先发优势。**隔膜对电池性能及安全指标影响较大，国内电池厂商认证时间约为9-12个月，国外电池厂商认证时间约为18-24个月。从产能规划到实现收入之间的长周期保证了先进入公司的先发优势及规模优势。

### 恩捷股份客户结构优异

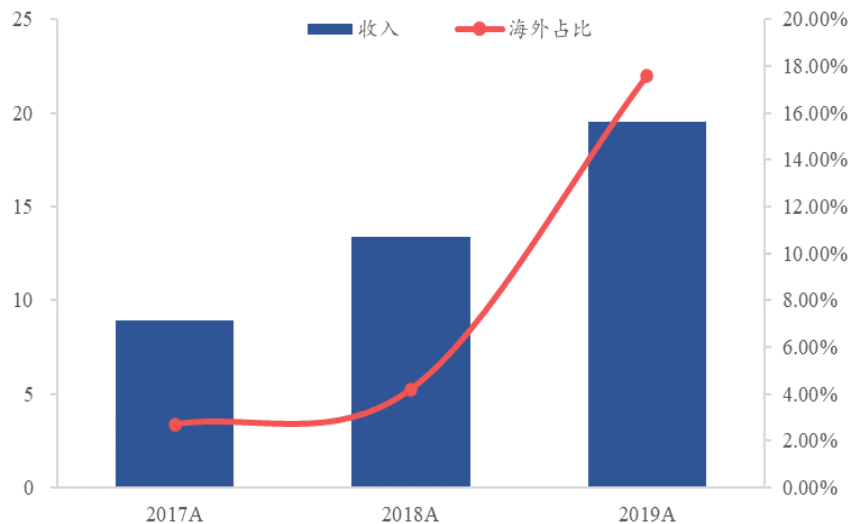


资料来源：公司公告、信达证券研发中心

## 优质客户保障产品销售，坚定扩产巩固龙头地位

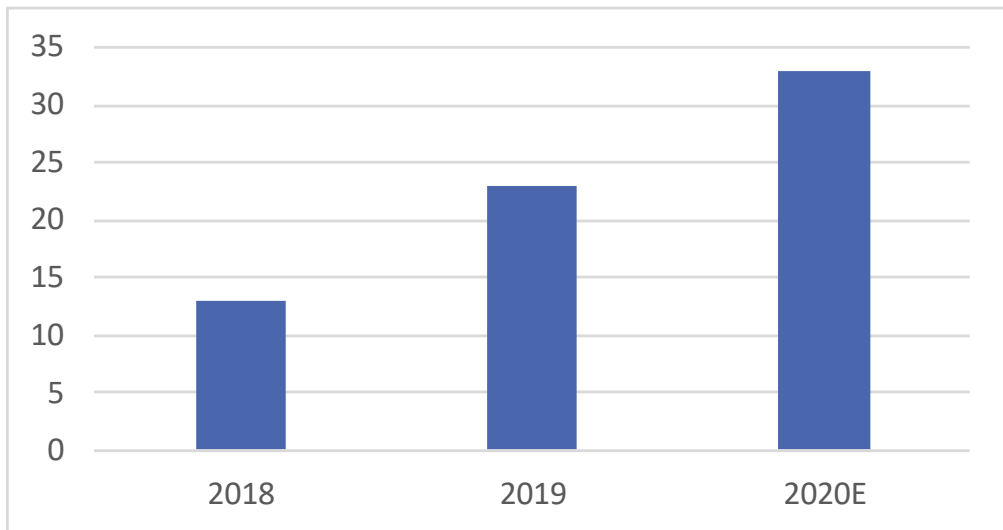
- **持续开拓海外客户，全球份额进一步提升。**公司17-19年隔膜海外收入占比分别 2.7%、4.2%和 17.6%。经过多年开拓，公司目前产品性能已经达到国际一流水平。未来几年，随着公司产能的提升，公司凭借高质量、高性价比的产品以及承接大规模订单的能力，将进一步提高全球市场份额及市场地位。
- **日韩隔膜原供应商与客户脱节。**在汽车电动化的大趋势下，全球锂电池巨头均在加速扩产，但原供应商扩产速度慢而且成本居高不下，在下游锂电池厂商降本压力以及产能匹配的诉求下，全球锂电巨头供应链体系将加速切换为恩捷股份。

### 恩捷股份海外收入占比



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

### 恩捷股份产能情况



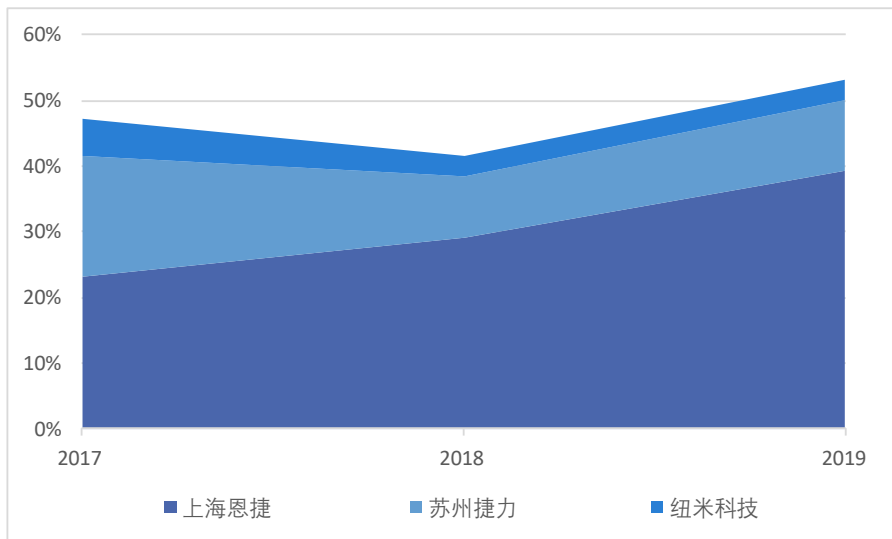
资料来源：公司公告、信达证券研发中心



## 优质客户保障产品销售，横向收购巩固龙头地位

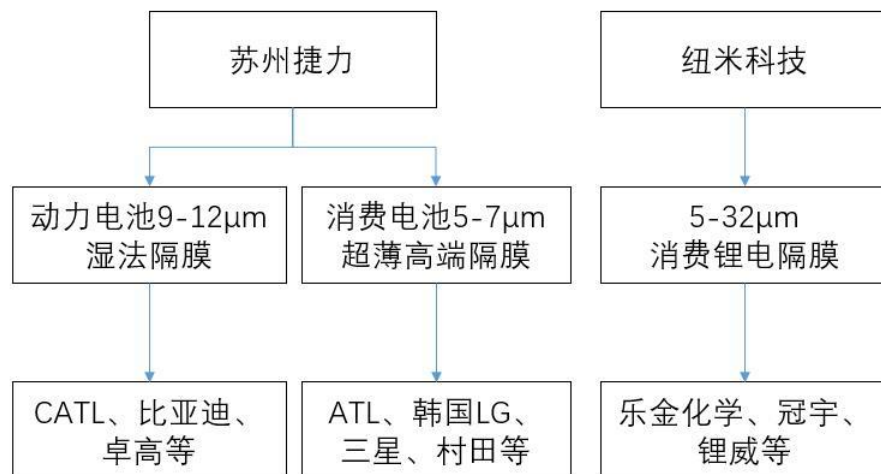
- **收购苏州捷力、纽米科技进一步强化寡头地位。**2019年，上海恩捷、苏州捷力、纽米科技湿法隔膜市占率分别为39%、11%和3%，合计市占率达53%，恩捷股份收购捷力和纽米将显著强化其市场地位，提升议价能力。
- **三家企业设备均来自制钢所，协同效应明显。**恩捷股份收购捷力、纽米可快速提升自有产能，由于捷力、纽米产线设备均来自制钢所，恩捷对其调试优化得心应手，能够大幅提升产品的盈利能力。
- **有效扩展消费电子客户，强化“动力+消费”布局。**捷力和纽米客户以消费电子为主，具备超薄产品生产能力，进一步加快了恩捷股份在消费电子领域的拓展。

恩捷与捷力、纽米市场地位居前列



资料来源：高工锂电、信达证券研发中心

苏州捷力、纽米科技以消费客户为主



资料来源：公司公告、信达证券研发中心

## 盈利能力远超竞争对手

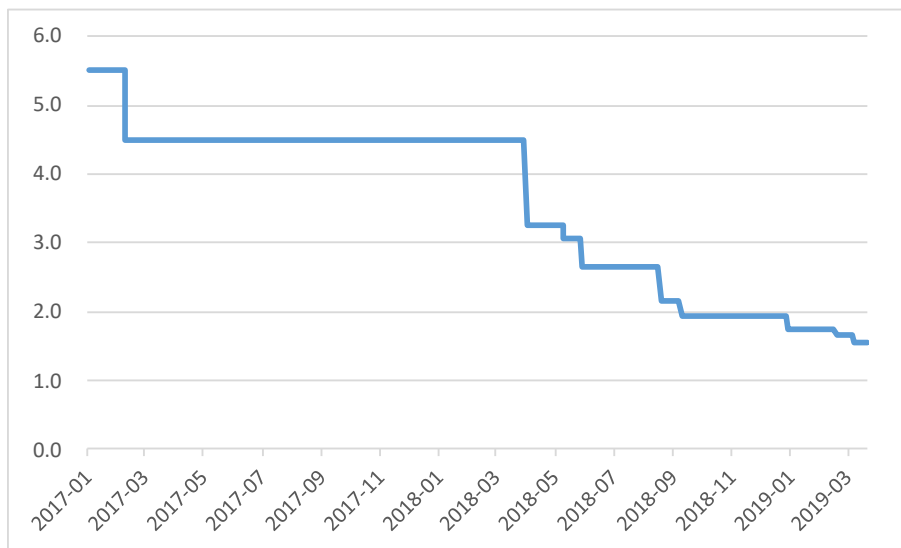
- 隔膜在锂电池中成本占比进一步下降，公司议价能力有望提升。近年来随着产能释放，隔膜价格大幅下降，其在锂电池成本中占比降至5%左右，下游客户对价格敏感性下降。同时行业龙头依托技术及规模优势不断提升市占率，对下游锂电池客户议价能力有望提升。
- 技术、资金密集型属性限制行业产能扩张，龙头份额将进一步集中。锂电四大材料中，隔膜单位产能投资高，且需在掌握工艺基础上进行设备采购及调试，安装完成后仍需较长时间运行才可保证较高良品率水平。技术、资金密集型特点限制新进入者进入；目前行业内盈利状况恩捷股份一枝独秀，随着价格下降，公司市场份额有望进一步提升。

### 隔膜企业毛利率

	2016A	2017A	2018A	2019A
上海恩捷	61.39%	65.05%	60.28%	44.00%
苏州捷力	49.02%	29.62%	30.54%	24.93%
湖南中锂	61.89%	42.28%	-24.39%	
星源材质	60.60%	50.68%	48.39%	41.80%
沧州明珠	63.61%	47.75%	-5.50%	-51.80%
辽源鸿图	53.35%	55.35%	52.04%	32.45%
盈博莱	61.51%	50.58%	39.43%	30.01%
旭成科技	62.69%	51.03%	-23.05%	-70.74%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

### 隔膜价格走势



资料来源：百川资讯，信达证券研发中心

## 4

## 盈利预测及估值

## 盈利预测及估值

- 公司客户已覆盖CATL、LG Chem、国轩高科、松下等全球一线锂电厂商，受益汽车电动化带来的锂电龙头加速扩产，以及公司产能持续释放，预计2020-2022年上海恩捷隔膜销量9.9、17.1和24.3亿m<sup>2</sup>。
- 涂覆隔膜可明显改善隔膜性能具备更高价值量。公司在国内外客户处涂覆隔膜占比逐步提升，保障司盈利能力。预计2020-22年上海恩捷含税单价2.4、2.2和2.1元/m<sup>2</sup>，毛利率53.0%、51.9%和50.9%。
- 成本方面，公司持续扩产规模优势明显；公司持续推动白油、二氯甲烷等辅料回收利用以降低生产成本，预计2020-2022年上海恩捷单位成本0.99、0.92和0.89元/m<sup>2</sup>。
- 公司已收购及规划收购苏州捷力及纽米科技，加速开拓消费电池隔膜市场。三家企业均采用日本制钢所设备，可在较短时间内实现良好协同效应，增厚公司业绩。
- 综合来看，预计2020-2022年公司整体实现营收36.8、52.8和67.8亿元，同比增长16.5%、43.6%和28.3%；归母净利9.4、14.8和19.5亿元，同比增长10.0%、57.7%和32.0%。

恩捷股份整体盈利预测

		2020E	2021E	2022E
<b>公司整体</b>				
营收	亿元	36.8	52.8	67.8
	YOY	16.5%	43.6%	28.3%
毛利率		40.2%	41.5%	42.0%
归母净利	亿元	9.4	14.8	19.5
	YOY	10.0%	57.7%	32.0%

资料来源：高工锂电、信达证券研发中心

子公司上海恩捷盈利预测

		2020E	2021E	2022E
<b>上海恩捷</b>				
营收	亿元	20.8	32.6	44.1
整体均价	元/m <sup>2</sup> ，含税	2.4	2.2	2.1
销量	亿平	9.9	17.1	24.3
单位成本	元/m <sup>2</sup>	1.0	0.9	0.9
毛利率		53.0%	51.9%	50.9%

资料来源：高工锂电、信达证券研发中心

## 盈利预测及估值

- 我们选择国内锂电隔膜企业星源材质及锂电池龙头宁德时代作为可比公司，可比公司2020-2022年Wind一致预期下平均市盈率为65.7、48.8和37.3x；恩捷股份2020-2022年盈利预测对应市盈率为63.6、40.3和30.6x，公司是全球锂电隔膜龙头，与全球各锂电池龙头企业建立了合作关系；公司持续推进产能扩张及技术研发升级，首次覆盖给予公司“买入”评级。

### 恩捷股份及可比公司估值情况

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE(倍)			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
星源材质	300568.SZ	18.83	84.5	0.61	0.39	0.55	0.73	30.9	48.8	34.5	25.7
宁德时代	300750.SZ	188.42	4389.2	2.09	2.28	2.99	3.86	90.2	82.5	63.1	48.8
行业平均								60.5	65.7	48.8	37.3
恩捷股份	002812.SZ	73.88	595.0	1.06	1.16	1.83	2.42	70.0	63.6	40.3	30.6

资料来源：高工锂电、信达证券研发中心，注：股价采用2020.08.20收盘价

## 盈利预测及估值

利润表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>3160</b>	<b>3681</b>	<b>5284</b>	<b>6779</b>
%同比增长	29%	17%	44%	28%
营业成本	1730	2200	3093	3935
毛利	1429	1481	2192	2844
%营业收入	45%	40%	41%	42%
税金及附加	15	17	25	32
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	67	71	102	130
%营业收入	2%	2%	2%	2%
管理费用	123	138	191	245
%营业收入	4%	4%	4%	4%
研发费用	155	177	249	312
%营业收入	5%	5%	5%	5%
财务费用	99	76	70	64
%营业收入	3%	2%	1%	1%
资产减值损失	-5	-3	-4	-5
信用减值损失	-26	0	0	0
其他收益	122	142	204	262
投资收益	2	2	3	4
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1063</b>	<b>1144</b>	<b>1759</b>	<b>2322</b>
%营业收入	34%	31%	33%	34%
营业外收支	-1	7	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1062</b>	<b>1151</b>	<b>1758</b>	<b>2321</b>
%营业收入	34%	31%	33%	34%
所得税费用	126	137	209	276
净利润	936	1014	1549	2045
%营业收入	30%	28%	29%	30%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>850</b>	<b>935</b>	<b>1475</b>	<b>1947</b>
%同比增长	64%	10%	58%	32%
少数股东损益	86	79	74	98
EPS (元/股)	1.06	1.16	1.83	2.42

基本指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	1.06	1.16	1.83	2.42
BVPS	5.65	8.06	11.45	15.71
PE	47.86	63.63	40.34	30.55
PEG	0.75	6.34	0.70	0.95
PB	8.94	9.16	6.45	4.70
EV/EBITDA	32.57	57.79	38.40	29.13
ROE	19%	14%	16%	15%
ROIC	9%	8%	10%	11%

资产负债表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1012	1821	1457	1311
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	1610	1875	2692	3454
存货	759	965	1357	1727
预付账款	105	111	172	209
其他流动资产	1537	813	876	915
流动资产合计	5023	5586	6554	7615
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	3	3	3	3
投资性房地产	10	9	9	8
固定资产合计	4937	6045	7421	9057
无形资产	299	401	512	594
商誉	44	44	44	44
递延所得税资产	95	95	95	95
其他非流动资产	1783	2243	2729	3202
<b>资产总计</b>	<b>12193</b>	<b>14427</b>	<b>17366</b>	<b>20619</b>
短期借款	2670	2235	1459	531
应付票据及应付账款	905	967	1489	1812
预收账款	9	11	16	20
应付职工薪酬	20	28	38	50
应交税费	77	125	154	214
其他流动负债	547	574	625	673
流动负债合计	4229	3941	3781	3301
长期借款	1968	2468	2768	2968
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	61	61	61	61
其他非流动负债	1054	1054	1054	1054
<b>负债合计</b>	<b>7312</b>	<b>7524</b>	<b>7664</b>	<b>7383</b>
归母公司的所有者权益	4551	6494	9220	12654
少数股东权益	330	409	483	581
<b>股东权益</b>	<b>4881</b>	<b>6903</b>	<b>9703</b>	<b>13235</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>12193</b>	<b>14427</b>	<b>17366</b>	<b>20619</b>

现金流量表 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>763</b>	<b>1512</b>	<b>941</b>	<b>1382</b>
投资	-957	0	0	0
资本性支出	-2118	-665	-730	-713
其他	2	2	3	4
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-3074</b>	<b>-663</b>	<b>-727</b>	<b>-709</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	5427	65	-476	-728
筹资成本	-338	-105	-102	-92
其他	-2309	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2781</b>	<b>-40</b>	<b>-579</b>	<b>-819</b>
<b>现金净流量</b>	<b>470</b>	<b>809</b>	<b>-364</b>	<b>-146</b>

5

风险因素

## 风险因素

- 新冠疫情等导致全球新能源汽车产销不及预期风险
- 产品价格波动导致公司盈利受损风险
- 原材料价格波动风险
- 国际贸易风险
- 技术路线变化风险



## 研究团队简介、机构销售联系人

- **武浩**，研究助理，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。
- **陈磊**，研究助理，吉林大学硕士，2018年7月加入信达证券研发中心，从事新能源行业研究。

### 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyupei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

# 免责声明

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时，提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。

## 评级说明

### 投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起6个月内。

### 股票投资评级

**买入**：股价相对强于基准20%以上；

**增持**：股价相对强于基准5%~20%；

**持有**：股价相对基准波动在±5%之间；

**卖出**：股价相对弱于基准5%以下。

### 行业投资评级

**看好**：行业指数超越基准；

**中性**：行业指数与基准基本持平；

**看淡**：行业指数弱于基准。