

# 22Q3 量增驱动增长

华泰研究

2022年10月25日 | 中国内地

季报点评

新能源及动力系统

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

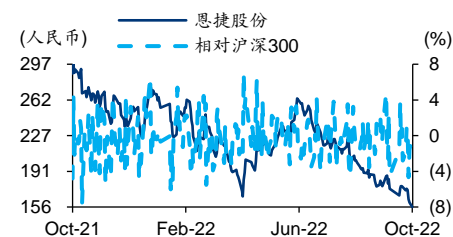
169.48

研究员	申建国
SAC No. S0570522020002	shenjianguo@htsc.com
SFC No. BSK177	+(86) 755 8249 2388
研究员	边文姣
SAC No. S0570518110004	bianwenjiao@htsc.com
SFC No. BSJ399	+(86) 755 8277 6411

## 基本数据

目标价(人民币)	169.48
收盘价(人民币 截至10月24日)	156.00
市值(人民币百万)	139,216
6个月平均日成交额(人民币百万)	1,298
52周价格范围(人民币)	156.00-297.00
BVPS(人民币)	18.91

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 22Q3 业绩同比快速增长, 隔膜龙头盈利能力稳健

22Q3 公司实现营收 35.23 亿元, 同比+81.12%; 归母净利润 12.06 亿元, 同比+71.05%, 符合公司三季报预告 (11.9-12.3 亿元), 整体毛利率为 49.06%, 同比-0.91pct。考虑海外需求较弱, 我们略下修公司 22-24 年隔膜销量假设, 我们预测公司 22-24 年 EPS 分别为 5.30/7.70/9.68 元 (此前预测分别为 5.53/7.93/10.13 元)。参考可比公司 22 年 Wind 一致预期下平均 PE31 倍, 考虑隔膜行业供需展望仍然偏紧, 有望保持较高盈利能力, 给予公司 22 年合理 PE32 倍, 对应目标价 169.48 元, 维持“增持”评级。

## 22Q3 毛利率同比略降, 费用率同比下降

22Q3 公司实现营收 35.23 亿元, 同比+81.12%; 归母净利润 12.06 亿元, 同比+71.05%, 扣非净利润 11.71 亿元, 同比+81.66%, 保持稳健增长。22Q3 整体毛利率同比-0.91pct 至 49.06%, 略有下降, 扣非净利率 33.24%, 同比+0.10pct, 主要得益于公司规模效应以及汇兑损益增加, 费用率同比下降。Q3 期间费用率同比-1.28pct 至 9.18%, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.22pct、+0.09pct、-0.26pct、-0.89pct。

## 同时布局干湿法隔膜, 产能扩张领先

公司今年在重庆、江西等基地新增湿法隔膜产线约 25 条, 明年将在江苏、玉溪、荆门与厦门等基地进一步新增约 30 条产线, 我们预计 22/23 年公司湿法隔膜销量分别有望达到约 50+/70+亿平, 产能扩张速度行业领先。同时, 公司积极推进干法隔膜项目建设, 我们预计与海外干法龙头 Celgard 的合资厂明年将陆续投产销售; 我们预计与宁德时代合资的干法隔膜项目明年将开工建设。公司干法产能陆续释放, 与储能市场的快速发展共振, 有望受益于由储能电池带来的干法隔膜需求的高速增长。

## 行业维持供需紧平衡, 公司盈利能力有望保持稳定

湿法隔膜行业由于设备交付周期较长, 扩产较慢, 我们认为湿法隔膜短期仍然将维持供需紧平衡, 有利于支撑价格。公司通过与海外设备供应商日本制钢所紧密合作, 保障设备供应, 产能扩张行业领先。同时积极推进自研设备, 有助降低设备成本。规模效应, 工艺优化持续降本, 同时推进在线涂覆改造, 高盈利能力的涂覆膜产品收入占比提升优化产品结构, 公司单位净利有望保持稳定。

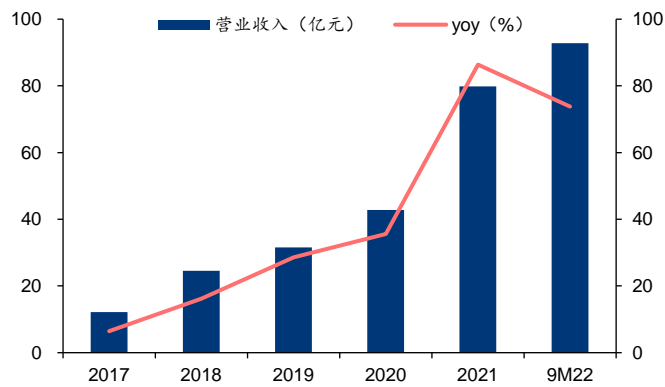
风险提示: 产能扩张节奏不及预期, 下游需求不及预期, 行业竞争加剧导致单平利润低于预期。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	4,283	7,982	12,162	16,550	20,812
+/-%	35.56	86.37	52.36	36.08	25.76
归属母公司净利润(人民币百万)	1,116	2,718	4,726	6,868	8,638
+/-%	31.27	143.60	73.92	45.30	25.78
EPS(人民币, 最新摊薄)	1.25	3.05	5.30	7.70	9.68
ROE(%)	10.14	19.86	25.44	27.38	26.50
PE(倍)	124.79	51.23	29.45	20.27	16.12
PB(倍)	12.54	10.06	7.50	5.51	4.12
EV EBITDA(倍)	69.88	34.84	22.20	15.45	11.60

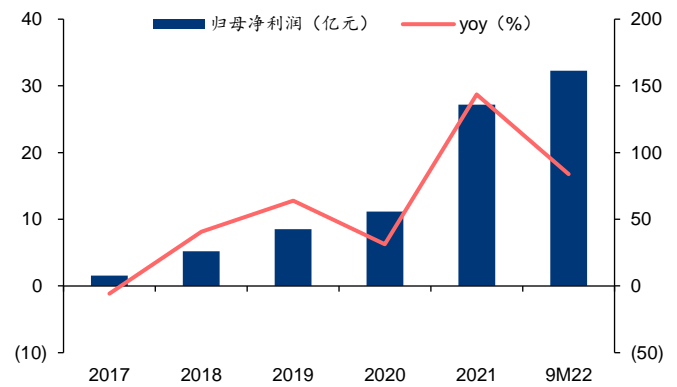
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 营业收入及同比增速



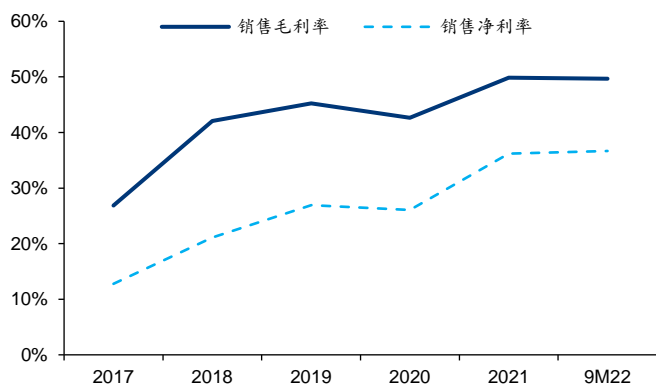
资料来源: Wind、华泰研究

图表2: 归母净利润及同比增速



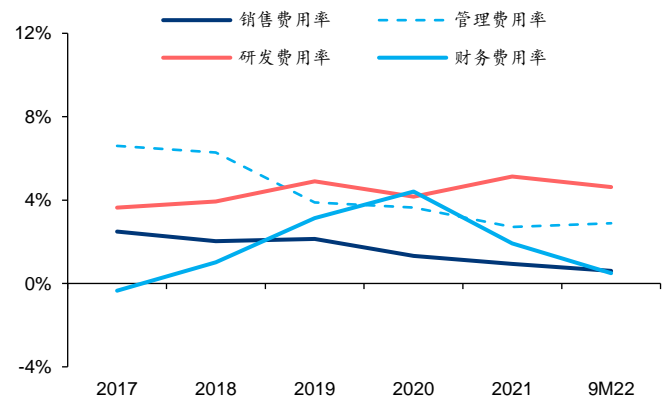
资料来源: Wind、华泰研究

图表3: 综合毛利率与净利率变化



资料来源: Wind、华泰研究

图表4: 各项费用率变化



资料来源: Wind、华泰研究

图表5: 报告提及公司

代码	公司简称
300750 CH	宁德时代
未上市	Celgard

资料来源: Bloomberg, 华泰研究

考虑海外需求较弱, 我们略下修公司 22-24 年隔膜销量假设, 我们预测公司 22-24 年归母净利润为 47.26/68.68/86.38 亿元, 对应 EPS 分别为 5.30/7.70/9.68 元 (此前预测分别为 5.53/7.93/10.13 元)。参考可比公司 22 年 Wind 一致预期下平均 PE31 倍, 考虑隔膜行业供需展望仍然偏紧, 有望保持较高盈利能力, 给予公司 22 年合理 PE32 倍, 对应目标价 169.48 元 (前值为 215.84 元), 维持“增持”评级。

图表6: 可比公司估值 (Wind 一致预期, 2022 年 10 月 24 日收盘价)

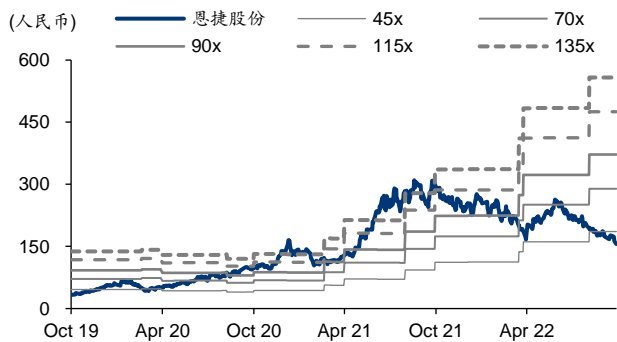
证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603659 CH	璞泰来	53.18	2.21	3.14	4.15	24.03	16.95	12.80
300568 CH	星源材质	19.89	0.63	1.07	1.48	31.64	18.64	13.44
300750 CH	宁德时代	404.02	11.17	17.70	23.93	36.16	22.82	16.89
	平均值					30.61	19.47	14.38
002812 CH	恩捷股份	156.00	5.30	7.70	9.68	29.45	20.27	16.12

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

## 风险提示

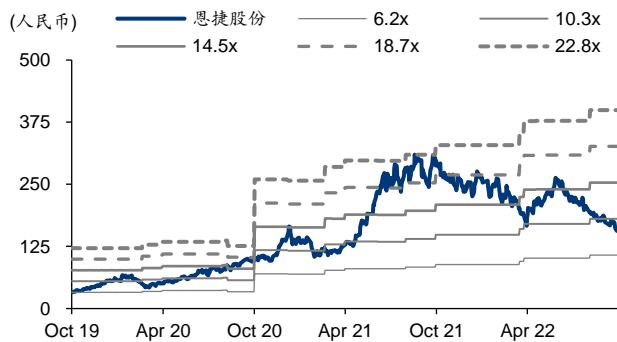
产能扩张节奏不及预期, 下游需求不及预期, 行业竞争加剧导致单平利润低于预期。

图表7: 恩捷股份 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表8: 恩捷股份 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	8,708	9,463	14,862	17,600	28,519
现金	2,375	1,833	2,793	3,933	10,442
应收账款	2,328	4,405	5,324	7,916	8,734
其他应收账款	10.86	8.12	2,019	739.43	2,729
预付账款	180.53	226.47	393.62	450.20	610.98
存货	1,157	1,681	2,242	2,705	3,379
其他流动资产	2,657	1,308	2,091	1,856	2,624
<b>非流动资产</b>	11,864	16,660	20,838	23,534	25,051
长期投资	3.38	3.55	5.22	6.89	8.56
固定投资	8,421	10,878	14,998	17,737	19,073
无形资产	461.90	560.86	644.51	746.03	828.01
其他非流动资产	2,978	5,217	5,190	5,044	5,142
<b>资产总计</b>	20,572	26,122	35,700	41,134	53,571
<b>流动负债</b>	4,290	6,934	11,445	10,030	13,593
短期借款	1,796	4,116	5,476	5,000	5,500
应付账款	471.08	650.55	1,361	1,175	1,944
其他流动负债	2,023	2,167	4,608	3,855	6,149
<b>非流动负债</b>	4,687	4,651	4,759	4,462	3,869
长期借款	2,667	2,803	2,911	2,614	2,021
其他非流动负债	2,020	1,848	1,848	1,848	1,848
<b>负债合计</b>	8,976	11,585	16,204	14,493	17,462
少数股东权益	492.86	705.42	938.14	1,366	2,298
股本	886.57	892.41	892.41	892.41	892.41
资本公积	7,229	7,636	7,636	7,636	7,636
留存公积	2,895	5,462	9,677	16,237	24,885
归属母公司股东权益	11,103	13,832	18,558	25,276	33,811
<b>负债和股东权益</b>	20,572	26,122	35,700	41,134	53,571

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	1,055	1,419	4,237	5,768	9,436
净利润	1,176	2,887	4,959	7,296	9,571
折旧摊销	562.13	801.44	816.10	1,026	1,236
财务费用	188.88	152.98	98.73	94.93	44.22
投资损失	(8.63)	(27.11)	(1.50)	(1.50)	(1.50)
营运资金变动	(907.69)	(2,510)	(1,584)	(2,578)	(1,325)
其他经营现金	44.85	114.17	(51.43)	(69.71)	(87.64)
<b>投资活动现金</b>	(5,276)	(3,715)	(4,990)	(3,718)	(2,747)
资本支出	(2,668)	(3,996)	(4,993)	(3,721)	(2,751)
长期投资	(1,330)	710.79	(1.67)	(1.67)	(1.67)
其他投资现金	(1,278)	(430.30)	4.29	5.01	5.89
<b>筹资活动现金</b>	5,560	1,613	737.04	66.07	(179.96)
短期借款	(874.69)	2,320	1,360	(476.21)	500.00
长期借款	699.10	136.20	107.63	(296.49)	(593.03)
普通股增加	81.20	5.84	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	5,335	406.50	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	318.87	(1,256)	(730.65)	838.77	(86.93)
现金净增加额	1,339	(685.62)	(16.29)	2,116	6,509

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	4,283	7,982	12,162	16,550	20,812
营业成本	2,457	4,002	5,531	6,975	8,578
营业税金及附加	32.49	37.13	76.85	96.31	126.83
营业费用	56.37	74.04	80.11	100.31	115.20
管理费用	155.80	216.33	354.91	440.95	425.76
财务费用	188.88	152.98	98.73	94.93	44.22
资产减值损失	(17.81)	(10.66)	(12.16)	(16.55)	(41.62)
公允价值变动收益	10.95	0.14	2.77	3.47	4.33
投资净收益	8.63	27.11	1.50	1.50	1.50
<b>营业利润</b>	1,317	3,217	5,572	8,198	10,754
营业外收入	1.70	5.35	1.92	2.29	2.82
营业外支出	5.22	2.65	2.25	2.77	3.22
<b>利润总额</b>	1,313	3,220	5,572	8,197	10,753
所得税	137.60	332.72	612.93	901.71	1,183
<b>净利润</b>	1,176	2,887	4,959	7,296	9,571
少数股东损益	60.05	169.23	232.72	427.89	932.10
归属母公司净利润	1,116	2,718	4,726	6,868	8,638
EBITDA	2,045	4,222	6,675	9,500	12,169
EPS (人民币, 基本)	1.34	3.06	5.30	7.70	9.68

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	35.56	86.37	52.36	36.08	25.76
营业利润	23.91	144.30	73.22	47.11	31.18
归属母公司净利润	31.27	143.60	73.92	45.30	25.78
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	42.63	49.86	54.52	57.86	58.78
净利率	27.45	36.17	40.78	44.08	45.98
ROE	10.14	19.86	25.44	27.38	26.50
ROIC	9.70	16.65	21.73	26.09	31.49
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	43.63	44.35	45.39	35.23	32.60
净负债比率 (%)	39.10	49.36	41.18	23.36	(0.88)
流动比率	2.03	1.36	1.30	1.75	2.10
速动比率	1.59	1.03	1.03	1.40	1.77
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.26	0.34	0.39	0.43	0.44
应收账款周转率	2.28	2.37	2.50	2.50	2.50
应付账款周转率	5.76	7.14	5.50	5.50	5.50
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.25	3.05	5.30	7.70	9.68
每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	1.59	4.75	6.46	10.57
每股净资产(最新摊薄)	12.44	15.50	20.80	28.32	37.89
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	124.79	51.23	29.45	20.27	16.12
PB (倍)	12.54	10.06	7.50	5.51	4.12
EV EBITDA (倍)	69.88	34.84	22.20	15.45	11.60

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 申建国、边文姣, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 恩捷股份（002812 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师申建国、边文姣本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 恩捷股份（002812 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司