

# 恩捷股份 (002812.SZ) 与 Polypore 合作布局干法隔膜，巩固龙头地位

2021年01月31日

——公司信息更新报告

**投资评级：买入（维持）**
**刘强（分析师）**
**熊镐（联系人）**

liuqiang@kysec.cn

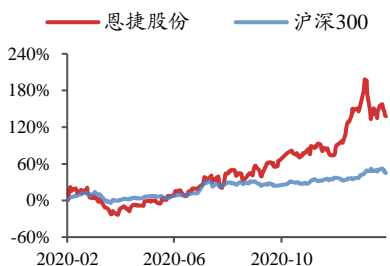
xionghao@kysec.cn

证书编号：S0790520010001

证书编号：S0790120090002

日期	2021/1/29
当前股价(元)	131.97
一年最高最低(元)	168.50/41.55
总市值(亿元)	1,170.00
流通市值(亿元)	707.97
总股本(亿股)	8.87
流通股本(亿股)	5.36
近3个月换手率(%)	96.19

## 股价走势图



数据来源：贝格数据

## 相关研究报告

《公司信息更新报告-Q3 盈利能力环比显著改善，LG 化学订单增长显著》-2020.10.28

《公司信息更新报告-2020H1 业绩符合预期，收购整合巩固龙头地位》-2020.8.25

《公司信息更新报告-拟收购纽米科技，进一步加强 3C 锂电隔膜布局》-2020.8.8

### ● 恩捷股份与 Polypore 合作，拟投资 20 亿元布局干法隔膜，完善隔膜版图

1月31日，恩捷股份发布公告：（1）同意公司与 Polypore 共同对江西明扬（上海恩捷的全资子公司）进行增资，增资后上海恩捷持有江西明扬 51% 的股权，Polypore 持股 49%。（2）江西明扬拟投资 20 亿元建设干法隔膜产线。Polypore 子公司 Celgard 在干法隔膜耕耘深厚，江西明扬可获得 Celgard 干法隔膜制备技术授权，有助于公司快速进军干法隔膜领域。近年公司收购苏州捷力、重庆纽米布局 3C 锂电隔膜，收购东航光电、与 Polypore 合作布局干法隔膜，完善隔膜版图；横向延伸至铝塑膜、水处理膜等领域，打造膜材料平台化公司。自 2020Q4 起隔膜供需偏紧，价格降幅有望放缓，在线涂覆有望显著降本，我们上调 2020-2022 年归母净利润预测至 11.41 (+0.68) / 19.26 (+2.93) / 25.59 (+3.82) 亿元，EPS1.30/2.19/2.91 元，当前股价对应 P/E75.8/44.9/33.8 倍。维持“买入”评级。

### ● Polypore 子公司 Celgard 在干法隔膜领域耕耘深厚，有望与公司充分协同

Polypore 子公司 Celgard 是干法隔膜先驱，后被旭化成收购，是 LG 化学、三星 SDI 的干法隔膜主力供应商，但后续在客户拓展、产能扩张、成本管控等方面不力，份额逐步被星源材质等国内供应商蚕食。此次合作有望将 Celgard 在干法隔膜生产技术的优势与恩捷股份在客户、成本控制、产能扩张等的优势充分协同。

● **磷酸铁锂回潮+储能强劲增长推升干法隔膜需求，公司布局干法隔膜决心坚定** 相较于湿法隔膜，干法隔膜抗穿刺强度较高，成本较低，在对成本要求低、能量密度要求低（例如储能领域）、对倍率性能要求高（例如混动车型）的电池应用广泛，随着磷酸铁锂电池回潮和储能市场的强劲增长，对干法隔膜的需求有望持续增长。公司此次与 Polypore 的合作再一次印证了其对于干法隔膜领域布局的决心（此前收购生产干法隔膜的东航光电 70% 股权）。

● **风险提示：**新能源汽车销量不及预期、干法隔膜扩产进度不及预期、成本降幅不及预期。

## 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	4,763	7,015	9,216
YOY(%)	101.4	28.6	50.8	47.3	31.4
归母净利润(百万元)	518	850	1,141	1,926	2,559
YOY(%)	232.5	63.9	34.3	68.7	32.9
毛利率(%)	42.0	45.2	43.5	46.1	45.9
净利率(%)	21.1	26.9	24.0	27.5	27.8
ROE(%)	16.7	19.2	20.8	25.4	25.8
EPS(摊薄/元)	0.59	0.97	1.30	2.19	2.91
P/E(倍)	166.9	101.8	75.8	44.9	33.8
P/B(倍)	22.6	19.0	15.5	11.7	8.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2783	5023	7278	9442	12260
现金	314	1012	1905	2455	3763
应收票据及应收账款	1571	1610	3153	4041	4736
其他应收款	8	832	0	47	15
预付账款	58	105	159	253	323
存货	472	759	1178	1543	2045
其他流动资产	361	706	882	1103	1378
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	7702	12193	17217	21720	26052
<b>流动负债</b>	1997	4229	6540	7710	8703
短期借款	930	2670	3947	4344	4038
应付票据及应付账款	507	905	1338	1853	2392
其他流动负债	560	654	1255	1513	2273
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	3630	7312	11104	13734	15627
少数股东权益	241	330	447	532	644
股本	474	805	879	879	879
资本公积	2198	1894	1894	1894	1894
留存收益	1209	1880	2987	4756	7107
<b>归属母公司股东权益</b>	3831	4551	5665	7454	9782
负债和股东权益	7702	12193	17217	21720	26052

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	171	763	1246	1517	3009
净利润	680	936	1258	2010	2671
折旧摊销	167	304	344	501	660
财务费用	25	99	158	202	188
投资损失	-9	-2	-5	-6	-6
营运资金变动	-797	-616	-524	-1208	-527
其他经营现金流	106	42	15	19	24
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	784	2781	1611	2031	1446
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	74	0	0
资本公积增加	1150	-304	0	0	0
其他筹资现金流	-2418	-171	149	281	201
<b>现金净增加额</b>	-193	470	-250	714	2287

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	2457	3160	4763	7015	9216
营业成本	1424	1730	2692	3781	4987
营业税金及附加	20	15	39	55	67
营业费用	50	67	114	165	212
管理费用	154	123	185	273	358
研发费用	97	155	234	344	452
财务费用	25	99	158	202	188
资产减值损失	10	-5	9	11	13
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
<b>营业利润</b>	778	1063	1444	2305	3055
营业外收入	0	0	4	1	2
营业外支出	0	1	1	0	1
<b>利润总额</b>	778	1062	1448	2306	3056
所得税	98	126	190	296	385
<b>净利润</b>	680	936	1258	2010	2671
少数股东损益	162	86	117	84	112
<b>归母净利润</b>	518	850	1141	1926	2559
EBITDA	1019	1562	1972	3036	3941
EPS(元)	0.59	0.97	1.30	2.19	2.91

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	101.4	28.6	50.8	47.3	31.4
营业利润(%)	331.2	36.6	35.9	59.6	32.5
归属于母公司净利润(%)	232.5	63.9	34.3	68.7	32.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	42.0	45.2	43.5	46.1	45.9
净利率(%)	21.1	26.9	24.0	27.5	27.8
ROE(%)	16.7	19.2	20.8	25.4	25.8
ROIC(%)	11.4	10.4	9.6	11.8	13.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	47.1	60.0	64.5	63.2	60.0
净负债比率(%)	58.8	105.1	118.8	111.6	81.2
流动比率	1.4	1.2	1.1	1.2	1.4
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4
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
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.97	1.30	2.19	2.91
每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.87	1.42	1.73	3.42
每股净资产(最新摊薄)	4.36	5.18	6.36	8.40	11.05
<b>估值比率</b>					
P/E	166.9	101.8	75.8	44.9	33.8
P/B	22.6	19.0	15.5	11.7	8.9
EV/EBITDA	87.5	58.9	47.7	31.6	24.3

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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn