

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

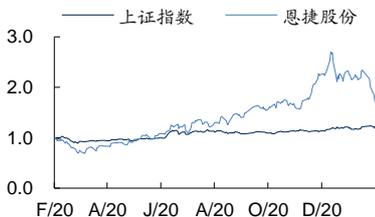
新能源

恩捷股份(002812)
增持

2020 年业绩快报点评

(维持评级)

2021 年 02 月 26 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	887/536
总市值/流通(百万元)	92,265/55,830
上证综指/深圳成指	3,585/14,829
12 个月最高/最低(元)	168.50/41.55

相关研究报告:

《恩捷股份-002812-重大事件快评: 需求旺盛供不应求, 隔膜龙头加速扩产》——2021-01-10
 《国信证券-恩捷股份-002812-深度报告: 电动浪潮涌动, 恩捷蛟龙出海》——2020-12-22
 《创新股份-002812-产能快速扩张, 湿法隔膜龙头浮出水面》——2017-06-20

证券分析师: 王蔚祺

E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080003
联系人: 万里明
 电话: 021-60875172
 E-MAIL: wanliming@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

高景气业绩兑现, Q4 盈利超预期

● 全年业绩增长超预期, 产能进入快速释放期

公司 2020 年全年营收 42.83 亿元 (+35.56%), 归母净利润 11.10 亿元 (+30.65%), 基本每股收益 1.33 元 (+25.47%)。其中四季度单季度营收 17.01 亿元 (同比+62%、环比+49%), 归母净利润 4.67 亿元 (同比+114%、环比+45%), 全年业绩超预期, 公司营收持续增长的动力来自湿法隔膜海外市场的持续放量 and 在线涂布加速量产。

● 精细化管理和强强联合并行, 成本优势壁垒持续强化

公司精细化成本管控不惧行业降价压力, 公司设备单线投资少、良品率高、原料回收和进口替代、一体化涂覆打造了公司超高的成本优势。同时通过强强联合持续降本, 19 年公司与帝人进行合作, 日本帝人将持有的 PVDF 型涂布材料组成相关专利转让给上海恩捷, 该合作有望加速恩捷“基膜-涂布”一体化进展, 随着恩捷一体化涂布膜成本降低, 有望在涂覆膜领域吸引更多的下游锂电厂商。

● 湿法隔膜海外市场快速放量, 与 Polypore 合作布局干法隔膜

海外大客户快速放量支撑公司业绩高速增长, 当前公司已经经过松下和 LG 进入特斯拉产业链, 2019 年 4 月公司与 LG 签订 5 年 6.17 亿美元的隔膜大订单, 海外市场放量将保障公司业绩高速增长。2020 年 1 月公司公告与 Polypore 合作布局干法隔膜领域, 二者下属公司共同增资江西名扬, 江西名扬拟建设 10 亿平干法隔膜产能用于储能和电动车领域, 二者合作有望加速恩捷在干法隔膜上的扩产速度, 加速开发更低成本的隔膜产品, 布局动力和储能锂电领域。

● 风险提示: 锂电池需求不达预期; 成本下降低于预期影响盈利。
● 投资建议: 上调盈利预测, 维持“增持”评级。

公司作为全球锂电隔膜龙头企业, 基于 2020 年公司业绩超预期和行业高速增长, 我们提高了 21-22 年盈利预测, 预计公司 20-22 年归母净利润 11.1/17.56/24.78 亿元 (原盈利 10.33/17.18/24.60 亿元), 净利润同比增速 31/58/41%, EPS 分别为 1.25/1.95/2.75 元, 对应 PE 分别为 85/54/39 倍, 维持“增持”评级。

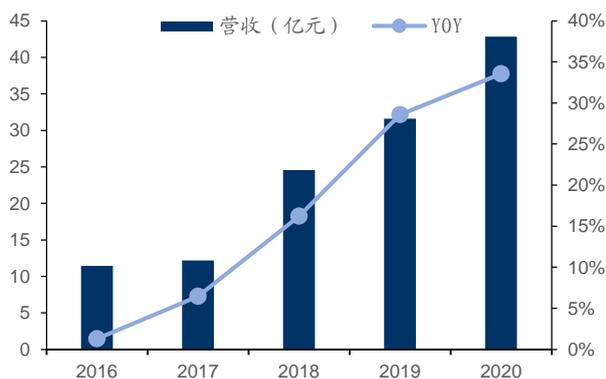
盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,159.56	4,283.06	6,225.18	8,242.36
(+/-%)	28.57%	35.56%	45.34%	32.40%
净利润(百万元)	849.84	1110.35	1756.10	2478.49
(+/-%)	63.92%	30.65%	58.16%	41.14%
摊薄每股收益(元)	1.06	1.25	1.95	2.75
EBIT Margin	38.75%	32.50%	35.45%	37.61%
净资产收益率(ROE)	18.67%	18.02%	24.56%	29.03%
市盈率(PE)	100.46	84.64	54.48	38.60
EV/EBITDA	60.69	56.59	38.22	28.10
市净率(PB)	18.76	15.25	13.38	11.21

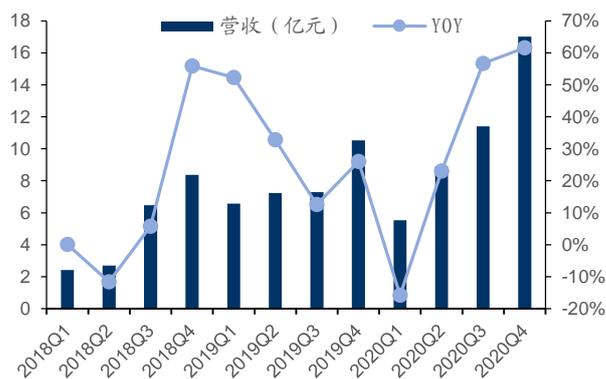
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司公布 2020 年业绩快报，2020 年全年营收 42.83 亿元 (+35.56%)，归母净利润 11.10 亿元 (+30.65%)，基本每股收益 1.33 元 (+25.47%)。其中四季度单季度营收 17.01 亿元 (同比+62%、环比+49%)，归母净利润 4.67 亿元 (同比+114%、环比+45%)，Q4 和全年业绩超预期。公司营收持续增长的动力来自湿法隔膜海外市场的持续放量 and 在线涂布加速量产，同时不断通过精细化管理和国际巨头强强联合增加成本优势。

图 1：公司营业收入及增速 (单位：亿元、%)


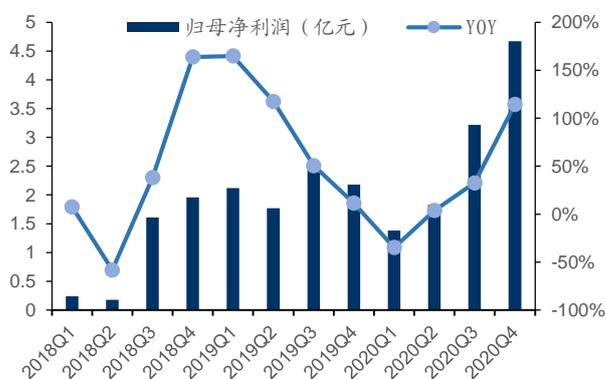
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季营业收入及增速 (单位：亿元、%)


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及增速 (单位：亿元、%)


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度归母净利润及增速 (单位：亿元、%)


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

产能端：伴随下游锂电池企业装机增速加快，公司持续布局保障后备储能。2015-2018 年公司成功把握行业需求爆发机遇，大举前瞻性扩产迅速成为全球隔膜龙头。2015 年公司基膜产能仅为 0.47 亿平，2019 年底就达到 23 亿平，国内湿法隔膜市占率达到 50% 左右。2021 年 1 月 8 日，控股子公司上海恩捷与长寿经济技术开发区管理委员会签订《长寿经济技术开发区项目投资协议书》，上海恩捷拟在重庆长寿经济技术开发区投资建设 16 条高性能锂离子电池微孔隔膜生产线及 39 条涂布线项目，项目投资总额为 58 亿元，项目资金通过自有资金和自筹资金方式解决。我们估计 2020 年底产能有望达到 36 亿平，2021 年底有望达到 50 亿平产能，当前全球电动车需求加速，公司海外需求开始放量，此次扩产将增强公司规模优势。

表 1: 恩捷股份电池隔膜投运产能和规划产能

	建成时间	基膜		涂布膜		规划投资 (亿元)
		产线条数	产能/亿平	产线条数	产能/亿条	
上海恩捷	2018 年底建成	6	3	12	2.4	
珠海一期	2018 年底建成	12	10	40	8	40
无锡一期	2019 年 9 月建成	8	5.2	16	3	22
江西一期	2019 年底建成	8	4			17.5
珠海二期	2020 中报已建设 40%	4	4			11
江西二期	2020 中报已建设 5%	8	4	40	12	17.5
无锡二期	2020 中报已建设 10%	8	5.2	16	3	28
苏州捷力	2020 年并表	8	4.2	12	2.6	14
纽米科技	2020 年 11 月收购	6	1.1			另有 1.5 亿平产能在建
海外基地 (欧洲&美国)	预计 2022 年建成	16	15	40	12	
上海恩捷 (重庆长寿基地)		16	未披露	39	未披露	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

成本端: 精细化管理和强强联合并行, 成本优势壁垒持续强化

成本方面, 在行业大幅降价的趋势下, 恩捷仍能保持 60%左右的毛利率, 精细化成本管控是其核心竞争力。

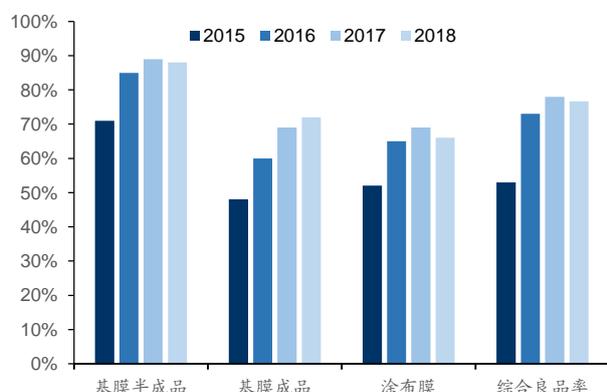
1) 单线隔膜产能高, 单位隔膜设备投资少: 日本制钢所精度高设备+公司具备自主调控能力, 保障了单平隔膜投资额处于行业最低, 从单平投资额来看, 我们测算珠海恩捷可达到 3.06 元/平, 沧州明珠最高达到 5.64 元/平。

2) 产线高良率和高车速, 单位隔膜分摊更少固定资产投资: 公司通过优化设备, 良品率处于行业领先水平, 并且仍处于上升趋势。2017 年公司基膜半成品良率和综合良率都要超过同行, 公司基膜综合良品率从 53% 上升至 78% 左右, 未来公司幅宽、转速还有提升空间。

3) 原材料回收率持续提升, 单位隔膜原材料用量减少; 高密度聚乙烯等原材料进口替代, 降低采购单价;

4) 基膜-涂布一体化增加, 在线涂布显著降低成本: 在线涂布是将基膜制造和涂布改为一条生产线进行生产, 在基膜还没有变软降温之前进行涂布, 增加了隔膜强度防止爆筋风险, 提高了良品率; 在线涂布将基膜和涂布连在一起, 减少了收尾的废料, 提高了良品率; 传统涂布机幅宽只有 1.2 米, 在线涂布机幅宽可以做到 5 米, 效率将提升 3 倍。

图 5: 恩捷股份各环节良品率持续上涨



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 恩捷股份聚乙烯采购单价呈下降趋势 (万元/吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

强强联合降本方面，2019年11月公司与帝人进行合作，日本帝人将持有的PVDF型涂布材料组成相关专利转让给上海恩捷。帝人是日韩锂电龙头主要涂布供应商，其与恩捷的技术合作有望加速恩捷“基膜-涂布”一体化进展。当前下游宁德时代等锂电池厂商多采用采购基膜，交给涂布厂商加工付代工费的模式，主要是出于价格考虑，随着恩捷一体化涂布膜成本降低，有望吸引下游锂电厂商。

业绩端：湿法隔膜海外客户快速放量，与 Polypore 合作布局干法隔膜

海外大客户快速放量支撑公司高速增长。当前公司已经经过松下和 LG 进入特斯拉产业链，2019年4月公司与 LG 签订5年6.17亿美元的隔膜大订单，公司海外有望持续放量。2017年公司海外营收为0.24亿元，占比仅为2.7%，2019前三季度公司海外大客户突破，海外营收达到2.99亿元，占比升至25%。公司出口隔膜售价显著高于国内，2018年上海恩捷出口基膜单价达到4.76元/平，达到国内售价两倍，出口海外的涂布膜2018年均价也达到了9.08元/平，远高于国内，未来随着公司成本端下降，出口隔膜毛利率将持续增长。

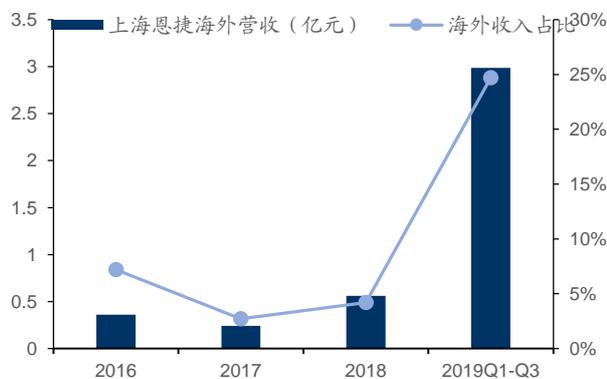
布局干法隔膜领域，延伸市场空间。2020年1月公司发布公告，其全资子公司上海恩捷与旭化成旗下公司 Polypore 展开合作，恩捷将和其全资孙公司 PPO Energy Storage Materials HK 双方共同对江西明扬进行增资，江西明扬投资20亿元建设10亿平产能干法隔膜。Celgard LLC 是 Polypore 的全资子公司，Celgard 专门从事涂布和未涂布干法微孔薄膜的生产和研发，二者合作有望加速恩捷在干法隔膜上的扩产速度，加速开发更低成本的隔膜产品。

表 2: 上海恩捷下游主要客户扩产情况

客户	2019 年底产能 (GWh)	扩产计划
宁德时代	57	2022 年扩产至 208GWh
比亚迪	40	2020 年底达到 60GWh
松下	35	2025 年前计划达到 96GWh
LG 化学	70	2025 年前计划达到 110GWh
三星 SDI	15	2025 年前计划达到 35GWh
国轩高科	16	2020 年底计划达到 30GWh
天津力神	15	2025 年计划达到 50GWh
孚能科技	25	2022 年计划达到 40GWh

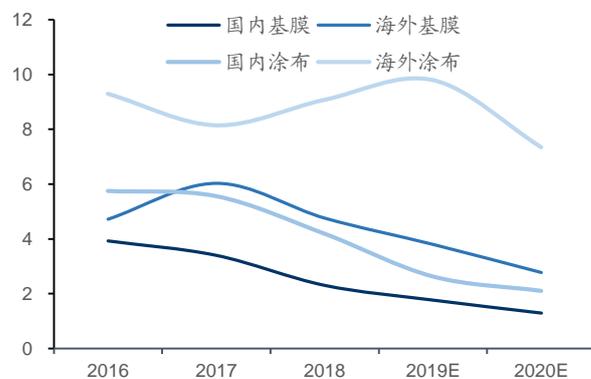
资料来源:各公司官网、国信证券经济研究所整理

图 7: 上海恩捷海外营收大幅增长



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 上海恩捷海外隔膜售价显著高于国内 (元/平)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所预测
注: 2019 年数据跟 2019Q1-Q3 数据合理预测

投资建议：公司作为全球锂电隔膜龙头企业，在技术、成本和客户都有极强的竞争优势，当前锂电市场处于高速发展期，公司把握行业机遇扩产和提升出口占比，业绩可实现持续高成长。基于 2020 年公司业绩超预期和行业高速增长，我们提高了 21-22 年盈利预测，预计公司 20-22 年归母净利润 11.1/17.56/24.78 亿元（原盈利 10.33/17.18/24.60 亿元），净利润同比增速 31/58/41%，EPS 分别为 1.25/1.95/2.75 元，对应 PE 分别为 85/54/39 倍，维持“增持”评级。

表 3：可比公司估值表

代码	公司简称	股价(元) 21.01.26	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
600884	杉杉股份	14.31	232.97	0.24	0.25	0.52	0.71	59.6	57.2	27.5	20.2	未评级
300073	当升科技	48.1	218.19	-0.48	0.78	1.21	1.55		61.7	39.8	31.0	未评级
002812	恩捷股份	106.01	939.85	1.06	1.25	1.95	2.75	100.0	84.8	54.4	38.5	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1012	300	300	300	营业收入	3160	4283	6225	8242
应收款项	2440	2112	2899	3613	营业成本	1730	2405	3410	4354
存货净额	759	913	981	1060	营业税金及附加	15	26	37	49
其他流动资产	812	857	1121	1319	销售费用	67	107	125	165
流动资产合计	5023	4182	5301	6291	管理费用	123	354	447	574
固定资产	6491	7924	9251	9711	财务费用	99	139	150	139
无形资产及其他	299	269	239	209	投资收益	2	2	4	3
投资性房地产	377	377	377	377	资产减值及公允价值变动	5	(2)	(2)	0
长期股权投资	3	3	4	4	其他收入	(69)	150	150	150
资产总计	12193	12755	15172	16592	营业利润	1063	1402	2208	3114
短期借款及交易性金融负债	3119	2526	2792	1754	营业外净收支	(1)	(0)	(0)	(0)
应付款项	905	929	1458	2011	利润总额	1062	1402	2208	3114
其他流动负债	205	421	664	735	所得税费用	126	178	274	384
流动负债合计	4229	3876	4914	4500	少数股东损益	86	113	178	251
长期借款及应付债券	1968	926	926	926	归属于母公司净利润	850	1110	1756	2478
其他长期负债	1115	1375	1635	1897					
长期负债合计	3083	2301	2561	2823	现金流量表 (百万元)				
负债合计	7312	6177	7475	7323	净利润	850	1110	1756	2478
少数股东权益	330	415	547	733	资产减值准备	22	16	8	4
股东权益	4551	6163	7150	8536	折旧摊销	303	378	493	566
负债和股东权益总计	12193	12755	15172	16592	公允价值变动损失	(5)	2	2	(0)
					财务费用	99	139	150	139
关键财务与估值指标					营运资本变动	(998)	645	(79)	(101)
每股收益	1.06	1.25	1.95	2.75	其它	30	69	124	182
每股红利	0.42	0.61	0.85	1.21	经营活动现金流	202	2221	2304	3130
每股净资产	5.65	6.95	7.92	9.46	资本开支	(2595)	(1800)	(1800)	(1000)
ROIC	14%	12%	18%	23%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	19%	18%	25%	29%	投资活动现金流	(2595)	(1800)	(1800)	(1000)
毛利率	45%	44%	45%	47%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	39%	32%	35%	38%	负债净变化	1184	0	0	0
EBITDA Margin	48%	41%	43%	44%	支付股利、利息	(338)	(540)	(769)	(1092)
收入增长	29%	36%	45%	32%	其它融资现金流	1399	(592)	266	(1038)
净利润增长率	64%	31%	58%	41%	融资活动现金流	3091	(1132)	(504)	(2129)
资产负债率	63%	52%	53%	49%	现金净变动	697	(712)	0	0
息率	0.4%	0.6%	0.9%	1.3%	货币资金的期初余额	314	1012	300	300
P/E	100.5	84.6	54.5	38.6	货币资金的期末余额	1012	300	300	300
P/B	18.8	15.3	13.4	11.2	企业自由现金流	(2211)	438	546	2183
EV/EBITDA	60.7	56.6	38.2	28.1	权益自由现金流	372	(276)	680	1024

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032