

恩捷股份（002812）业绩快报点评

全球隔膜龙头份额持续扩大，业绩略好于预期

买入（维持）

2021年02月28日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号：S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3160	4283	6610	8815
同比（%）	29%	36%	54%	33%
归母净利润（百万元）	850	1110	1998	2798
同比（%）	64%	31%	80%	40%
每股收益（元/股）	0.96	1.25	2.25	3.15
P/E（倍）	110.59	84.66	47.04	33.59

投资要点

■ 根据公司业绩快报，公司20年全年业绩11.1亿元，同比增长31%，略好于预期。公司20年营收42.83亿元，同比增长35.56%，归母净利润11.1亿元，同比增长30.65%，略好于预期，预计上海恩捷可完成当年8.5亿业绩对赌。其中Q4公司营收达17.02亿元，同环比+61.57%/+49.18%，归母净利润达4.67亿元，同环比+114.08%/+44.93%，净利率达27.43%，同环比+4.6pct/-1.2pct。

■ 产销两旺，21年公司隔膜业务有望实现翻番增长。公司自20年10月以来持续满产满销，我们预计目前单月有望生产1.8亿平，Q1我们预计出货约5亿平，同比增长250%+，环比提升10%，年中公司新产能释放后，排产将进一步提升，我们预计公司20年出货22亿平，同比翻番，其中海外客户出货量有望达到5亿平，消费类产品出货量4亿平，其余为国内动力类产品。涂覆膜方面，公司联合日本设备厂商联合开发基涂一体化产线，自主拥有知识产权，单平成本有望下降15%，进一步强化公司成本优势。新产线预计春节大规模安装调试，该工艺目前下游大客户认证顺利，有望带动公司涂覆隔膜占比提升，优化产品结构，提高单平盈利水平。

■ 深度布局干法+和帝人强强联合，市场规模有望加速提升。20年3月，恩捷收购东航光电70%股权，干法隔膜年产能8000万平，开始进军储能干法市场。2月公告与Celgard合资，规划生产10亿平产能，加速布局干法市场。目前干法隔膜主要应用领域在于储能、商用车、二轮车、少部分乘用车，均以铁锂电池为主，随着二轮车和储能市场的放量，干法需求有望加速提升。此外，公司此前宣布与日本帝人合作，进一步签署了由专利统括授权协议、合作开发协议、技术支持协议组成的全方位战略合作协议，帝人将进一步授权涂覆专利数百件，两者强强联合，公司涂覆隔膜领域实力进一步增强。

■ 盈利预测与投资评级：我们预计公司2020-2022年预计归母净利润11/20/28亿，同比增长31%/80%/40%，对应PE为85x/47x/34x，考虑到公司为全球隔膜龙头，国内市占率50%，且未来2年持续高增长，我们给与21年65xPE，对应目标价146元，维持“买入”评级。

■ 风险提示：销量低于预期，政策低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	106.01
一年最低/最高价	41.46/168.50
市净率(倍)	9.39
流通A股市值(百万元)	56870.50

基础数据

每股净资产(元)	11.29
资产负债率(%)	47.14
总股本(百万股)	886.57
流通A股(百万股)	536.46

相关研究

- 1、《恩捷股份（002812）：盈利回升，业绩恢复较高增长》2020-10-28
- 2、《恩捷股份（002812）中报点评：捷力并表贡献增量，协同效应显著》2020-08-25
- 3、《恩捷股份（002812）公司点评：拟收购纽米科技，龙头优势再加强》2020-08-10

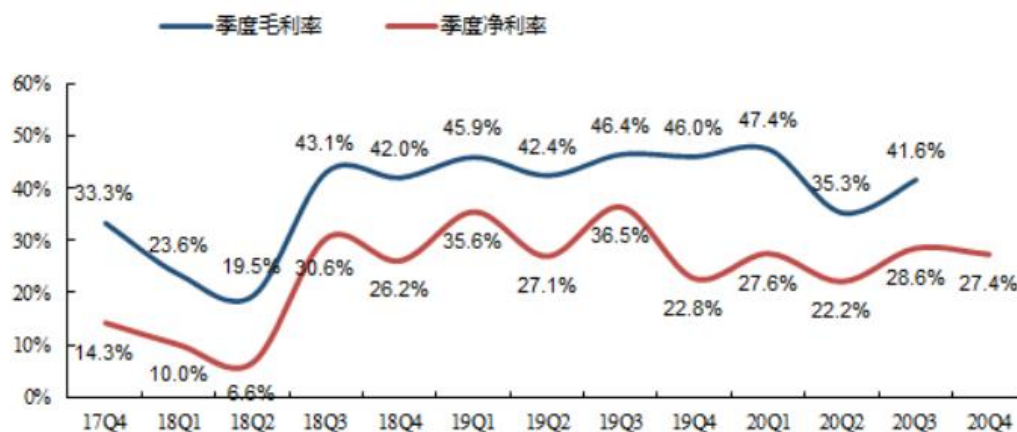
公司 20 年全年业绩 11.1 亿元，同比增长 31%，略好于预期。公司 20 年营收 42.83 亿元，同比增长 35.56%，归母净利润 11.1 亿元，同比增长 30.65%，略好于预期，预计上海恩捷可完成当年 8.5 亿业绩对赌。其中 Q4 公司营收达 17.02 亿元，同环比 +61.57%/+49.18%，归母净利润达 4.67 亿元，同环比+114.08%/44.93%，净利率达 27.43%，同环比+4.6pct/-1.2pct。

表 1：公司分季度业绩

	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4
营业收入(百万)	1701.7	1,140.7	887.8	552.9	1,053.2
-同比	61.57%	56.63%	22.99%	-15.76%	26.03%
毛利率	-	41.57%	35.28%	47.38%	45.98%
归母净利润(百万)	466.8	322.1	183.2	138.2	218.1
-同比	114.08%	32.63%	3.70%	-34.89%	11.38%
净利率	27.43%	28.61%	22.21%	27.60%	22.79%
扣非归母净利润(百万)	-	292.07	162.15	105.34	199.42
-同比	-	26.66%	13.17%	-41.32%	23.59%
扣非归母净利率	-	25.60%	18.26%	19.05%	18.94%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1：公司分季度盈利水平

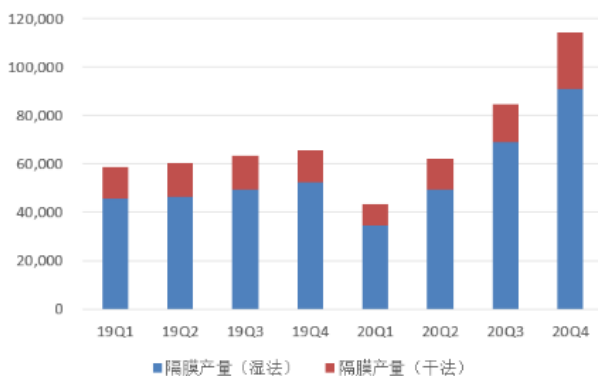


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q4 产销两旺，隔膜业务量利双升。20 年国内湿法隔膜行业产量 24.4 亿平，同比增长 26%，我们预计公司 20 年隔膜出货近 12 亿平，同比增加 40%，预计捷力贡献超过 2 亿平，本部贡献 9 亿平+，同比增近 20%，在国内湿法市占率进一步提升至 50%，龙头地

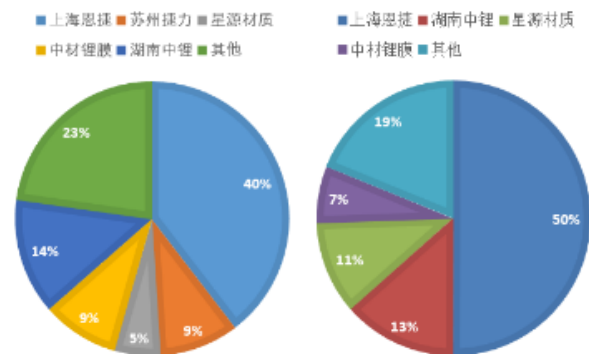
位稳固。其中 Q4 我们预计公司出货 4.6 亿平左右，环比提升近 45%，同比提升 85%，贡献利润 4.2 亿元左右，单平盈利超 0.9 元/平，较 Q3 微增。全年看，公司产品及客户结构进一步优化，我们预计 20 年公司海外出货 2.5-3 亿平，同比翻番，其中 LG 占 2 亿平左右，三星及松下 0.5-1 亿平；同时收购捷力后，公司发力高端消费电池市场，进一步提高盈利水平。

图 2：20 年国内隔膜行业产量情况（万平）



数据来源：物理化学协会，东吴证券研究所

图 3：2019（左）2020（右）湿法隔膜格局



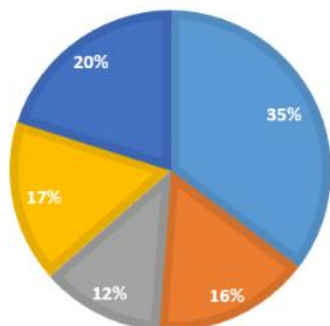
数据来源：物理化学协会，东吴证券研究所

产销两旺，21 年公司隔膜业务有望实现翻番增长。公司自 20 年 10 月以来持续满产满销，我们预计目前单月有望生产 1.8 亿平，Q1 我们预计出货约 5 亿平，同比增长 250%+，环比提升 10%，年中公司新产能释放后，排产将进一步提升，我们预计公司 20 年出货 22 亿平，同比翻番，其中海外客户出货量有望达到 5 亿平，消费类产品出货量 4 亿平，其余为国内动力类产品。涂覆膜方面，公司联合日本设备厂商联合开发基涂一体化产线，自主拥有知识产权，单平成本有望下降 15%，进一步强化公司成本优势。新产线预计春节大规模安装调试，该工艺目前下游大客户认证顺利，有望带动公司涂覆隔膜占比提升，优化产品结构，提高单平盈利水平。

深度布局干法+和帝人强强联合，市场规模有望加速提升。20 年 3 月，恩捷收购东航光电 70% 股权，干法隔膜年产能 8000 万平，开始进军储能干法市场。2 月公告与 Celgard 合资，规划生产 10 亿平产能，加速布局干法市场。目前干法隔膜主要应用领域在于储能、商用车、二轮车、少部分乘用车，均以铁锂电池为主，随着二轮车和储能市场的放量，干法需求有望加速提升。此外，公司此前宣布与日本帝人合作，进一步签署了由专利统括授权协议、合作开发协议、技术支援协议组成的全方位战略合作协议，帝人将进一步授权涂覆专利数百件，两者强强联合，公司涂覆隔膜领域实力进一步增强。

图 4：19 年国内干法隔膜

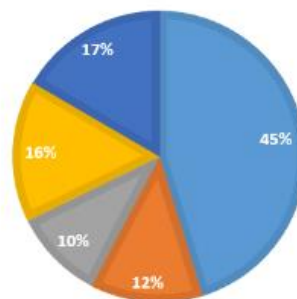
■ 星源材质 ■ 中科科技 ■ 沧州明珠 ■ 惠强新能源 ■ 其他



数据来源：物理化学协会，东吴证券研究所

图 5：20 年国内干法隔膜

■ 星源材质 ■ 中科科技 ■ 沧州明珠 ■ 惠强新能源 ■ 其他



数据来源：物理化学协会，东吴证券研究所

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 11/20/28 亿，同比增长 31%/80%/40%，对应 PE 为 85x/47x/34x，考虑到公司为全球隔膜龙头，国内市占率 50%，且未来 2 年持续高增长，我们给与 21 年 65xPE，对应目标价 146 元，维持“买入”评级。

风险提示：销量低于预期，政策低于预期

恩捷股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,023	7,392	8,840	11,195	营业收入	3,160	4,283	6,610	8,815
现金	1,012	2,362	2,098	2,761	减: 营业成本	1,730	2,505	3,638	4,729
应收账款	1,424	2,205	3,406	4,543	营业税金及附加	15	21	33	44
存货	759	817	1,190	1,549	销售费用	67	86	126	159
其他流动资产	892	1,024	1,094	1,224	管理费用	278	343	489	573
非流动资产	7,170	8,042	8,827	9,307	研发费用	0	0	0	0
长期股权投资	3	3	3	3	财务费用	99	93	34	30
固定资产	4,937	6,118	6,714	6,804	资产减值损失	32	-23	10	11
在建工程	1,554	1,054	1,254	1,654	加: 投资净收益	2	2	2	2
无形资产	299	490	479	469	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	1,931	1,431	1,631	2,031	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	12,193	15,434	17,668	20,501	营业利润	1,063	1,374	2,417	3,385
流动负债	4,229	1,548	2,218	2,862	加: 营业外净收支	-1	0	0	0
短期借款	3,119	0	0	0	利润总额	1,062	1,374	2,417	3,385
应付账款	383	554	805	1,046	减: 所得税费用	126	180	314	440
其他流动负债	728	994	1,413	1,816	少数股东损益	86	84	105	147
非流动负债	3,083	3,083	3,083	3,083	归属母公司净利润	850	1,110	1,998	2,798
长期借款	1,968	1,968	1,968	1,968	EBIT	1,162	1,467	2,451	3,416
其他非流动负债	1,115	1,115	1,115	1,115	EBITDA	1,466	1,894	2,967	3,986
负债合计	7,312	4,631	5,301	5,945	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	330	414	519	666	每股收益 (元)	0.96	1.25	2.25	3.16
归属母公司股东权益	4,551	10,390	11,848	13,891	每股净资产 (元)	5.65	11.72	13.36	15.67
负债和股东权益	12,193	15,434	17,668	20,501	发行在外股份 (百万股)	805	887	887	887
					ROIC (%)	11.0%	12.0%	17.0%	20.9%
					ROE (%)	18.7%	10.7%	16.9%	20.1%
					毛利率 (%)	45.2%	41.5%	45.0%	46.4%
					销售净利率 (%)	29.6%	27.9%	31.8%	33.4%
					资产负债率 (%)	60.0%	30.0%	30.0%	29.0%
					收入增长率 (%)	28.6%	35.6%	54.3%	33.4%
					净利润增长率 (%)	63.9%	30.6%	80.0%	40.0%
					P/E	110.59	84.66	47.04	33.59
					P/B	20.65	9.05	7.93	6.77
					EV/EBITDA	68	52	34	25
现金流量表 (百万元)									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
经营活动现金流	763	1,132	1,607	2,497					
投资活动现金流	-3,074	-1,298	-1,298	-1,048					
筹资活动现金流	2,781	1,517	-574	-786					
现金净增加额	470	1,351	-265	664					
折旧和摊销	304	428	515	571					
资本开支	2,118	1,300	1,300	1,050					
营运资本变动	-605	-558	-1,053	-1,058					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>