

恩捷股份 (002812)

公司研究/点评报告

隔膜龙头业绩有望持续释放

—2020 年年报及 2021 年一季报业绩预告点评

点评报告/基础化工

2021 年 03 月 18 日

一、事件概述

3 月 17 日，公司发布 2020 年年报，全年实现营收 42.83 亿元，同比增长 36%，归母净利润 11.16 亿元，同比增长 31%；公司发布了 2021 年一季报业绩预告，一季度预计实现归母净利润 3.9-4.5 亿元，同比增长 182%-226%。

二、分析与判断

➤ 20Q4 营收、净利创历史新高，21Q1 延续趋势

公司 2020 年营收 42.83 亿，同比增长 36%，湿法隔膜全年出货达到 13 亿平。公司 20Q4 实现营收 17.02 亿元，同比增长 62%，环比增长 49%，20Q4 归母净利润为 4.72 亿元，同比增长 117%，环比增长 47%，营收与净利均创历史新高。21Q1 预计实现归母净利润 3.9-4.5 亿元，同比 20Q1 增长 182%-226%，同比 19Q1 增长 84%-112%，预计受春节和需求季节性波动等因素影响，环比 20Q4 下降 5%-17%。

➤ 湿法龙头快速扩产，未来将维持高速增长

公司 20 年隔膜出货量全球第一，湿法隔膜实现营收 28.91 亿元，同比增长 49%，出货达到 13 亿平，公司 20 年收购了苏州捷力 100% 股权和纽米科技 76% 的股权，继续扩张产能，并将业务拓展至消费电池隔膜。我们预计 21Q1 出货量约为 5 亿平以上，全年将出货 20 亿平以上，继续维持高速增长。公司扩产速度较快，截止至 20 年底，公司有 46 条湿法隔膜线，产能达到 33 亿平，预计 21 年底总产能达到 50 亿平左右，将保持较高产能利用率，有效满足下游旺盛需求。

其他业务方面，公司 20 年 BOPP 膜营收为 5.73 亿元，同比下降 5%；无菌包装营收为 4.04 亿元，同比增长 40%；烟标为 1.29 亿元，同比增长 10%；特种纸为 1.75 亿元，同比增长 36%。

➤ 工艺优化叠加结构优化增厚利润

公司 20 年毛利率为 42.63%，同比下降了 2.6 个百分点，主要原因为上半年受疫情影响导致产能利用率较低，膜类产品毛利率下降了 4.1 个百分点到 45.39%。展望未来，公司利润有望逐步回升：工艺上，公司去年推出在线一体化涂覆隔膜产品，减少损耗、提质增效；产能利用率上，下游需求旺盛叠加疫情影响消退，21 年产能利用率有望维持高位，带来成本降低；产品结构上，2020 年公司海外业务占比提升了 6 个百分点，未来预计受益于海外客户 LG、松下、三星等的快速放量，公司涂覆膜占比和海外收入占比有望提升，增厚利润。

➤ 布局干法隔膜，进军储能领域

上海恩捷与 Celgard 子公司的合资公司江西明扬，拟在高安市投资 20 亿元，分两期建设干法隔膜 10 亿平米产能。Celgard 是全球领先的干法隔膜龙头，具有深厚的行业积累和技术优势，恩捷是全球湿法隔膜龙头企业，双方的合作将主要定位于储能市场，有望将 Celgard 的干法隔膜技术优势与恩捷的成本控制能力相结合，我们预计将推进公司的干法隔膜产品快速放量。

推荐

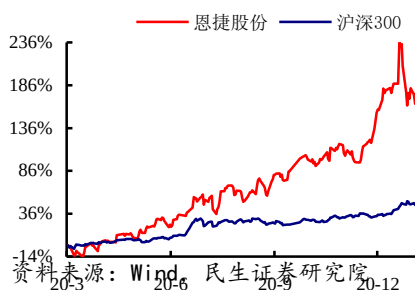
维持评级

当前价格： 122.8 元

交易数据 2021-3-17

近 12 个月最高/最低(元)	165.45/42.5
总股本(百万股)	887
流通股本(百万股)	609
流通股比例(%)	68.69
总市值(亿元)	1,089
流通市值(亿元)	748

该股与沪深 300 走势比较



分析师：于潇

执业证号： S0100520080001
 电话： 021-60876734
 邮箱： yuxiao@mszq.com

研究助理：李京波

执业证号： S0100121020004
 电话： 021-60876734
 邮箱： lijingbo@mszq.com

相关研究

1. 恩捷股份 (002812) 2020 年业绩快报
 点评：业绩高速增长，布局干法隔膜剑指储能市场

► 2020 年期间费用率下降 0.52 个百分点

2020 年期间费用率为 13.53%，得益于收入高增，同比减少了 0.52 个百分点，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.32%/3.64%/4.16%/4.41%，分别同比下降了 0.81%/0.25%/0.74%/-1.28%，其中财务费用率增长主要由融资扩张和捷力并表导致。

三、投资建议

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 18.29、23.88、32.77 亿元，同比增长 64%、31%、37%，对应 2021-2023 年 PE 分别为 60、46、33 倍，参考 CS 新能源车指数 135 倍 PE (TTM)，考虑到公司为湿法隔膜全球龙头，未来业绩持续释放，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

新能源汽车销售不及预期；新产能投产进度不及预期；固态电池技术产业化应用速度快于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,283	6,541	8,453	11,183
增长率（%）	35.6%	52.7%	29.2%	32.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,116	1,829	2,388	3,277
增长率（%）	31.3%	64.0%	30.5%	37.2%
每股收益（元）	1.34	2.06	2.69	3.70
PE（现价）	91.6	59.5	45.6	33.2
PB	9.8	8.5	7.2	5.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,283	6,541	8,453	11,183
营业成本	2,457	3,573	4,630	6,167
营业税金及附加	32	59	76	101
销售费用	56	196	254	290
管理费用	156	242	313	344
研发费用	178	208	250	331
EBIT	1,403	2,263	2,930	3,950
财务费用	189	183	230	250
资产减值损失	(18)	0	0	(0)
投资收益	9	2	4	4
营业利润	1,317	2,080	2,704	3,703
营业外收支	(4)	0	0	0
利润总额	1,313	2,080	2,704	3,703
所得税	138	253	318	429
净利润	1,176	1,827	2,385	3,274
归属于母公司净利润	1,116	1,829	2,388	3,277
EBITDA	1,965	3,141	3,971	5,139
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2375	10	1121	(106)
应收账款及票据	2708	3734	5085	6555
预付款项	181	240	326	424
存货	1157	1507	2025	2627
其他流动资产	537	537	537	537
流动资产合计	8708	9270	11139	14333
长期股权投资	3	5	9	13
固定资产	8421	11421	13421	15421
无形资产	462	549	664	761
非流动资产合计	11864	14684	16378	17908
资产合计	20572	23953	27518	32242
短期借款	1796	1796	1796	1796
应付账款及票据	1167	1783	2254	3040
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	4290	4924	5882	6912
长期借款	2667	3667	3967	4467
其他长期负债	2020	2020	2020	2020
非流动负债合计	4687	5687	5987	6487
负债合计	8976	10611	11869	13399
股本	887	887	887	887
少数股东权益	493	490	488	485
股东权益合计	11596	13343	15648	18843
负债和股东权益合计	20572	23953	27518	32242

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	35.6	52.7	29.2	32.3
EBIT 增长率	31.2	61.3	29.5	34.8
净利润增长率	31.3	64.0	30.5	37.2
盈利能力				
毛利率	42.6	45.4	45.2	44.9
净利润率	26.0	28.0	28.3	29.3
总资产收益率 ROA	5.4	7.6	8.7	10.2
净资产收益率 ROE	10.0	14.2	15.8	17.9
偿债能力				
流动比率	2.0	1.9	1.9	2.1
速动比率	1.8	1.6	1.5	1.7
现金比率	0.9	0.3	0.4	0.2
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	157.7	154.5	156.1	155.3
存货周转天数	140.4	134.2	137.3	135.8
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	1.3	2.1	2.7	3.7
每股净资产	12.5	14.5	17.1	20.7
每股经营现金流	1.1	0.7	4.4	1.9
每股股利	0.0	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	91.6	59.5	45.6	33.2
PB	9.8	8.5	7.2	5.9
EV/EBITDA	52.4	34.5	27.2	21.3
股息收益率	0.0	0.1	0.1	0.1
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,176	1,827	2,385	3,274
折旧和摊销	580	879	1,041	1,189
营运资金变动	(908)	(2,292)	199	(3,017)
经营活动现金流	994	625	3,865	1,706
资本开支	2,666	3,696	2,731	2,715
投资	(2,099)	0	0	0
投资活动现金流	(5,276)	(3,696)	(2,731)	(2,715)
股权募资	5,183	0	0	0
债务募资	1,211	1,000	300	125
筹资活动现金流	5,560	707	(24)	(218)
现金净流量	1,278	(2,364)	1,110	(1,227)

分析师与研究助理简介

于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。

李京波，上海交通大学本硕，5年汽车行业经验，曾就职于国海证券，2021年2月加入民生证券，主要负责新能源汽车产业链研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。