

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

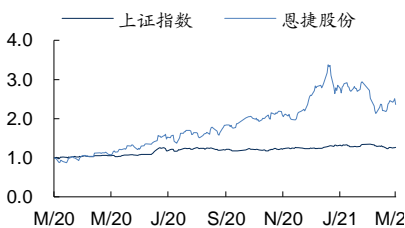
新能源

恩捷股份(002812)
增持

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 19 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)	887/610
总市值/流通(百万元)	102,480/70,400
上证综指/深圳成指	3,463/13,964
12个月最高/最低(元)	168.50/41.55

相关研究报告:

《恩捷股份-002812-2020 年业绩快报点评: 高景气业绩兑现, Q4 盈利超预期》——2021-02-27

《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

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码: S0980520080003

联系人: 万里明

电话: 010-88005329
 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

盈利增长强劲, 产能加速释放

● 产能释放叠加海外放量, 全年业绩持续高增速

公司 2020 年营收 42.83 亿元 (+35.6%), 归母净利润 11.16 亿元 (+31.3%), Q4 归母净利润 4.72 亿元 (同比+117%、环比+47%), 产能高速扩张、海外市场放量和在线涂布量产是公司业绩增长的动力。2020 年毛利率 42.63% (-2.61pct), 净利率 27.45% (-2.16pct), 盈利性下降主要是捷力和钮米并表存货减值损失增加、捷力隔膜毛利率偏低, 和新会计准则下运输费用调整至营业成本中所致。另外公司预计 2021Q1 归母净利润 3.9-4.5 亿元, 同比增长 182-226%, 同时计划使用 2-4 亿元回购公司股票, 用于实施股权激励或员工持股计划。

● 湿法隔膜产能增至 33 亿平, 苏州捷力顺利扭亏为盈

截止 2020 年底公司隔膜产能增至 33 亿平 (46 条产线), 产能全球第一。公司全年隔膜出货约 13 亿平, 营收 28.9 亿元 (+48.83%), 其中上海恩捷营收 26.48 亿元, 净利润 9.62 亿元, 扣除非经常性损益股权激励管理费后归母净利润达到 8.60 亿元, 完成业绩承诺。2020 年苏州捷力实现扭亏为盈, 营收 8.88 亿元, 贡献母公司净利润 2.23 亿元。

● 从动力向消费&储能进军, 海外放量+在线涂布支撑业绩增长

1) 公司 2020 年已完成捷力和钮米的收购, 2021 年并表将加速公司从动力电池向消费和储能市场拓展; 2) 公司海外拥有松下、三星和 LG 等大客户, 伴随海外市场认证结束, 公司海外订单有望持续放量; 3) 公司与日本帝人合作有望加速在线涂布产能建设; 4) 与 Polypore 合作布局干法隔膜, 扩大公司业务版图, 加速开发更低成本的隔膜产品。

● 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: 看好公司长期增长, 维持“增持”评级。

公司作为全球锂电隔膜龙头企业, 我们看好公司产能增长和海外市场放量, 维持 21-22 年盈利预测, 预计公司 21-22 年归母净利润 17.56/24.78 亿元, 净利润同比增速 57.4/41.1%, 增加 2023 年净利润预测为 37.75 亿元 (+52.3%), 对应 21-23 年 EPS 分别为 1.95/2.75/4.18 元, 对应 PE 分别为 59/42/28 倍, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

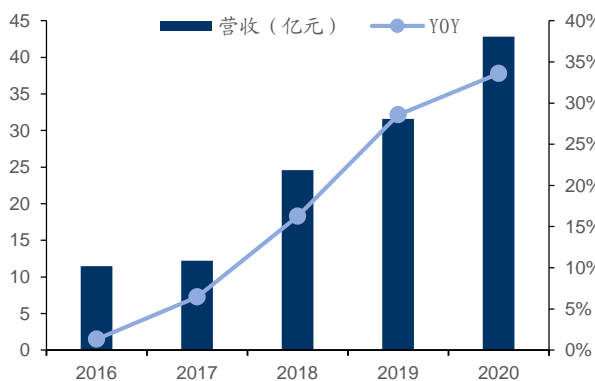
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,283.01	6,225.10	8,242.25	11,315.07
(+/-%)	35.56%	45.34%	32.40%	37.28%
净利润(百万元)	1115.60	1756.08	2478.22	3774.68
(+/-%)	31.27%	57.41%	41.12%	52.31%
摊薄每股收益(元)	1.26	1.95	2.75	4.18
EBIT Margin	36.92%	35.30%	37.20%	40.19%
净资产收益率(ROE)	10.05%	13.26%	16.71%	21.82%
市盈率(PE)	91.79	59.36	42.06	27.62
EV/EBITDA	52.05	40.26	30.01	21.55
市净率(PB)	9.22	7.87	7.03	6.03

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

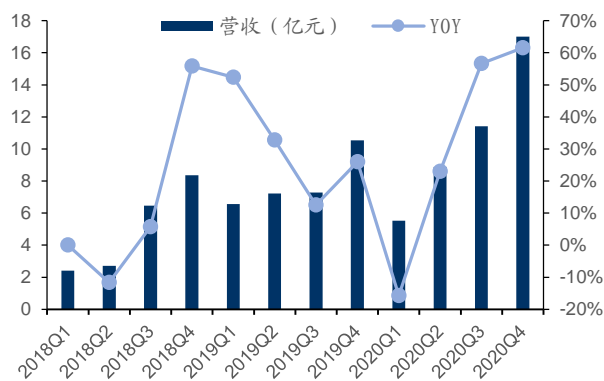
公司 2020 年实现营收 42.83 亿元(+35.6%), 归母净利润 11.16 亿元(+31.3%), 加权 ROE17.15%(-3.21pct), 其中四季度单季度营收 17.02 亿元(同比+62%、环比+49%), 归母净利润 4.72 亿元(同比+117%、环比+47%), 全年业绩超预期。同时公司公布 2021 年 Q1 业绩预告, 预计 Q1 归母净利润 3.9-4.5 亿元, 同比增长 182-226%, 环比略有下降(2020Q4 盈利 4.72 亿元)。公司营收持续增长的动力来自湿法隔膜海外市场的持续放量 and 在线涂布加速量产, 同时不断通过精细化管理和国际巨头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、%)



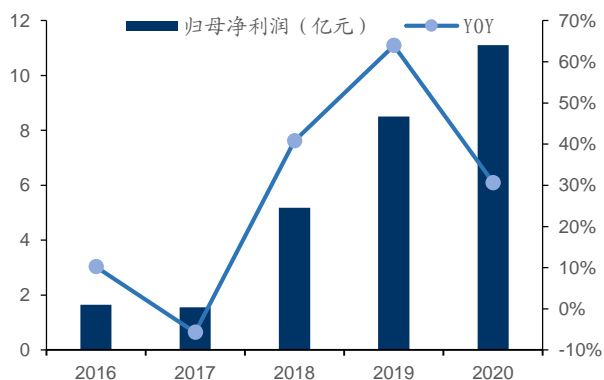
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



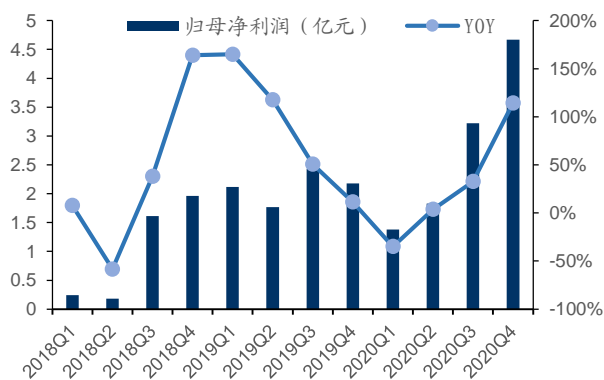
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%)

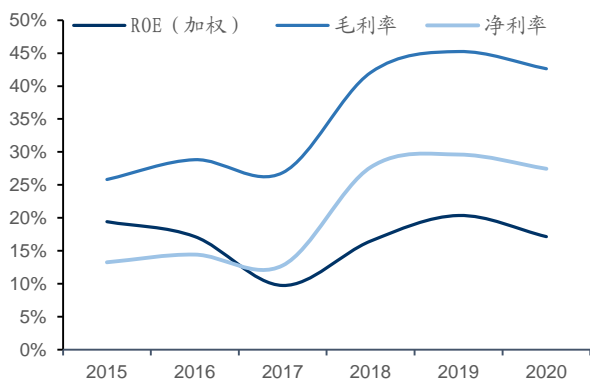


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2020 年毛利率为 42.63% (同比-2.61pct), 净利率为 27.45% (同比-2.16pct), 销售/管理/研发/财务费率分别为 1.3% (-0.8pct)、3.6% (-0.3pct)、4.2% (-0.7pct) 和 4.4% (+1.3pct)。公司毛利率小幅下降一方面是因为苏州捷力并表毛利率低于上海恩捷, 另一方面因为新会计准则下销售费用下的运输费用调整至营业成本中, 财务费用大增主要是隔膜扩产融资规模扩大和苏州捷力并表导致。下半年以来公司净利率显著上行, Q4 伴随营收高增长, 期间费率大幅下滑, 净利率已经环比增至 29.36%。

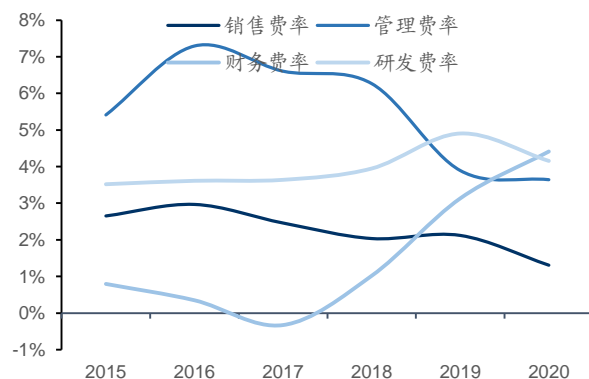
公司在手现金显著增长, 资产负债率大幅下降。2020 年公司经营性活动现金净流量达到 10.55 亿元 (+38.24%)。资产总额增至 205.7 亿元, 资产负债率降至 43.6%, 2020 年公司应收账款增长 63.5%至 23.3 亿元, 应收账款周转率下降, 主要是因为苏州捷力和纽米科技并表所致。公司全年现金分红 1.51 亿元, 分红占比 13.51%, 较上年提升了 1.66pct。

图 5: 公司毛利率、净利率和 ROE 变化



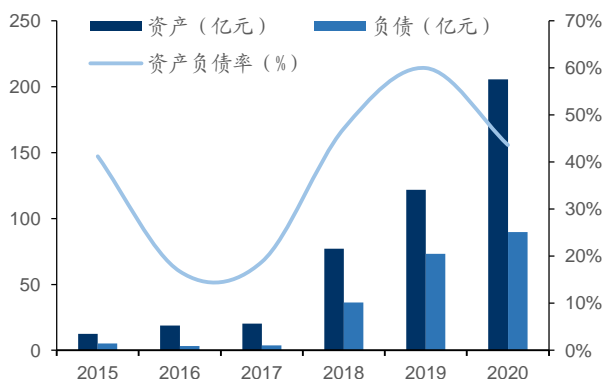
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司三费占比情况变化



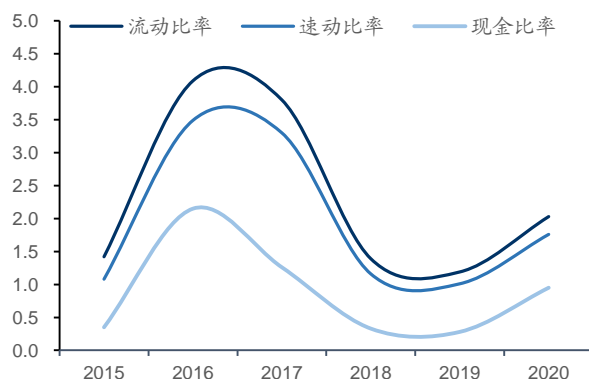
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司资产负债率变化情况



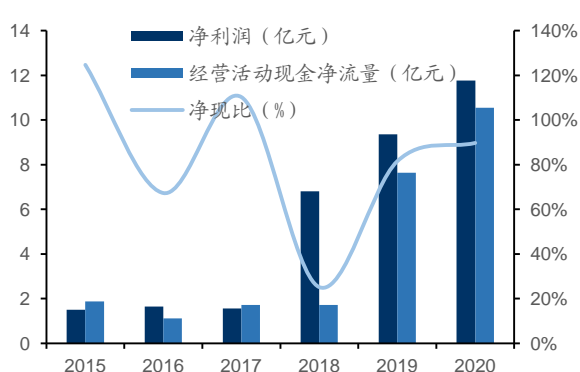
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司短期偿债指标变化



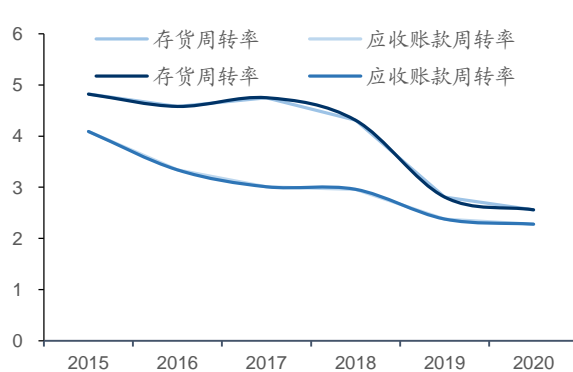
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司经营性现金流持续增长



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司存货和应收账款周转率情况

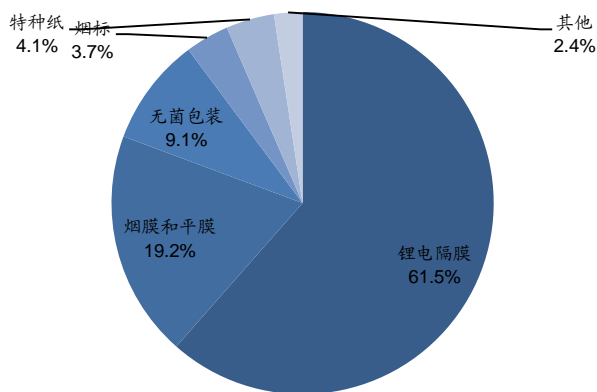


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司锂电隔膜全年实现高增长,2020年公司膜类产品营收34.64亿元(+35.9%),毛利率45.39%(-4.1pct),其中湿法隔膜出货量约13亿平,营收28.9亿元(+48.83%),上海恩捷营收26.48亿元,净利润达到9.62亿元,扣除非经常性损益股权激励管理费后归母净利润达到8.60亿元,超过2020年承诺业绩8.52亿元。2020年苏州捷力实现扭亏为盈,全年营收8.88亿元,合并报表后给母公司贡献净利润2.23亿元。

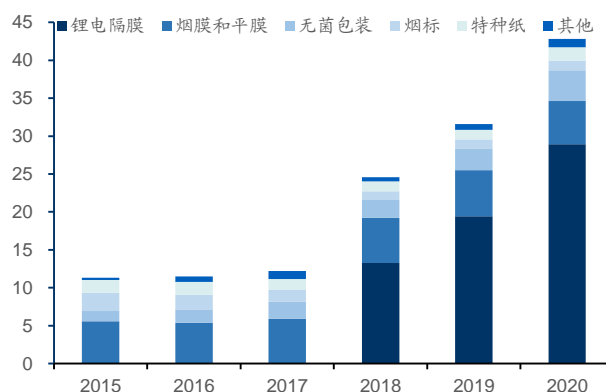
公司传统业务稳步增长,无菌包装和特种纸持续高增速。2020年公司烟膜营收2.72亿元(+9.1%),平膜营收3.01亿元(-15.7%),主要是因为烟膜和平膜共用产线产能几乎满产,烟膜产量上涨挤压了平膜产能。烟标营收1.29亿元(+10.1%),无菌包装营收4.04亿元(+39.5%),特种纸营收1.75亿元(+35.8%)。

图 11: 2020 年公司主营产品营收占比



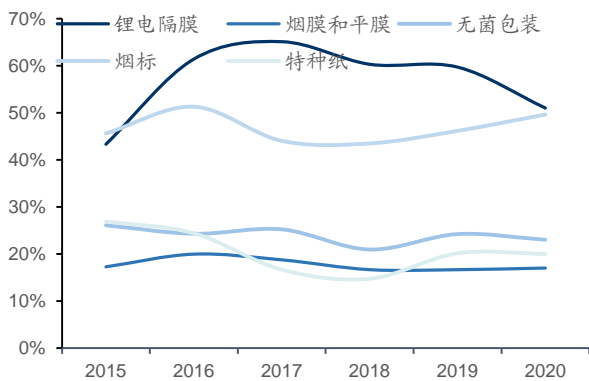
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司主营产品营收增长情况(亿元)



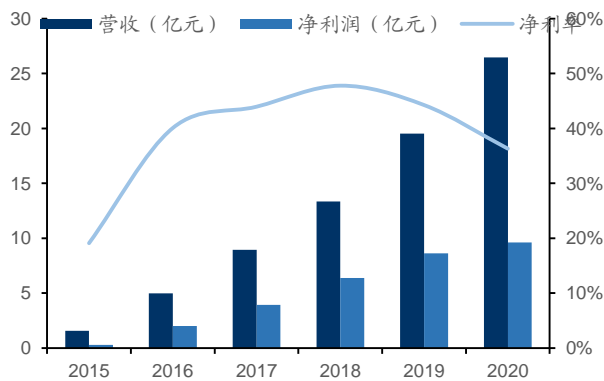
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 公司主营产品毛利率变化



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注:2020 锂电隔膜毛利率选取国信电新估算值

图 14: 上海恩捷子公司营收和净利润情况



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

产能扩张: 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。

2020 年得益于公司珠海恩捷二期、江西通瑞、无锡恩捷等产线逐步建成投产，截止 2020 年底公司湿法隔膜产能已经达到 33 亿平，共有 46 条产线投产，产能全球第一，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 年已投产	4	4			11
江西二期	2020 年底建设进度 21%	8	4	40	12	17.5
无锡二期	2020 年底建设进度 30%	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

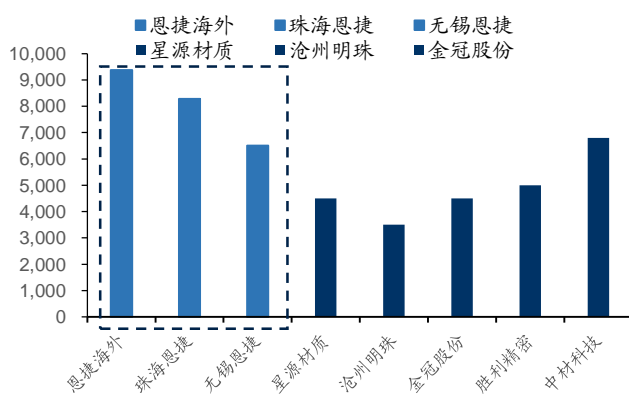
成本优化：精细化管理和强强联合并行，成本优势壁垒持续强化

精细化管理是公司的核心竞争力，当前伴随在线涂覆商量成本优势有望加大。

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。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。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，增加了隔膜强度防止爆筋风险，减少了收尾的废料，提高了良品率；另外在线涂布机幅宽可以做到 5 米，效率将提升 3 倍。

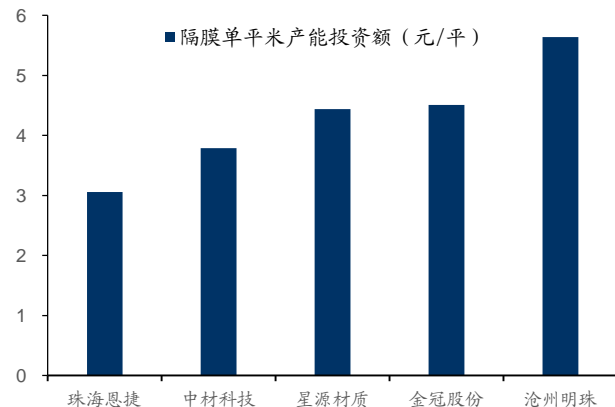
2019 年 11 月公司与帝人进行合作，日本帝人将持有的 PVDF 型涂布材料组成相关专利转让给上海恩捷。帝人是日韩锂电龙头主要涂布供应商，其和恩捷的技术合作有望加速恩捷“基膜-涂布”一体化进展。当前下游宁德时代等锂电池厂商多采用采购基膜，交给涂布厂商加工付代工费的模式，主要是出于价格考虑，随着恩捷一体化涂布膜成本降低，有望吸引下游锂电厂商。

图 15：国内新建隔膜单线设计产能对比（万平/条）



资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

图 16：国内新建隔膜设计单平产能投资额对比



资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

业绩展望：从动力向消费和储能进军，海外市场+干法布局支撑业绩增长

- 1) 公司 2020 年收购苏州捷力和纽米科技已经完成从动力电池领域向消费领域市场延伸的布局，2021 年并表有望持续贡献业绩；
- 2) 公司海外拥有松下、三星和 LG 等大客户，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，伴随海外市场认证结束，公司海外订单有望持续放量。
- 3) 公司布局干法隔膜领域，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，江西名扬投资 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。

图 17：公司海外市场营收占比持续上升（亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：公司作为全球锂电隔膜龙头企业，我们看好公司产能增长和海外市场放量，维持 21-22 年盈利预测，预计公司 21-22 年归母净利润 17.56/24.78 亿元，净利润同比增速 57.4/41.1%，增加 2023 年净利润预测为 37.75 亿元 (+52.3%)，对应 21-23 年 EPS 分别为 1.95/2.75/4.18 元，对应 PE 分别为 59/42/28 倍，维持“增持”评级。

风险提示：

- (1) 全球锂电池需求不达预期的风险；
- (2) 公司成本下降低于预期影响盈利的风险；
- (3) 公司扩产进度不及预期的风险。

表 2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价(元) 21.03.18	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
600884	杉杉股份	15.66	254.95	0.24	0.26	0.62	0.88	65.25	60.23	25.26	17.80	未评级
300073	当升科技	48.83	221.50	-0.48	0.79	1.23	1.58		61.81	39.70	30.91	未评级
002812	恩捷股份	115.50	1,024.80	1.06	1.26	1.95	2.75	108.96	91.67	59.23	42.00	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)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2375	1800	2446	4794	营业收入	4283	6225	8242	11315
应收款项	2719	3070	3839	4960	营业成本	2457	3410	4354	5740
存货净额	1157	1281	1240	1395	营业税金及附加	32	56	81	88
其他流动资产	1114	1245	1484	1810	销售费用	56	80	110	147
流动资产合计	8708	8739	10352	14303	管理费用	156	482	631	793
固定资产	10061	11276	12417	12688	财务费用	189	120	113	74
无形资产及其他	462	416	370	323	投资收益	9	8	8	8
投资性房地产	1338	1338	1338	1338	资产减值及公允价值变动	29	10	10	10
长期股权投资	3	4	4	4	其他收入	(113)	0	0	0
资产总计	20572	21773	24481	28656	营业利润	1317	2096	2971	4491
短期借款及交易性金融负债	2322	1614	1500	1500	营业外净收支	(4)	0	0	0
应付款项	1167	1578	2220	2934	利润总额	1313	2096	2971	4491
其他流动负债	801	883	1127	1762	所得税费用	138	244	356	511
流动负债合计	4290	4076	4847	6196	少数股东损益	60	96	136	205
长期借款及应付债券	3423	2381	2381	2381	归属于母公司净利润	1116	1756	2478	3775
其他长期负债	1264	1524	1784	2007					
长期负债合计	4687	3905	4165	4388	现金流量表 (百万元)				
负债合计	8976	7981	9013	10585	净利润	1116	1756	2478	3775
少数股东权益	493	553	640	774	资产减值准备	(14)	51	7	3
股东权益	11103	13239	14828	17298	折旧摊销	558	590	708	782
负债和股东权益总计	20572	21773	24481	28656	公允价值变动损失	(29)	(10)	(10)	(10)
					财务费用	189	120	113	74
关键财务与估值指标					营运资本变动	(947)	199	185	(27)
每股收益	1.26	1.95	2.75	4.18	其它	56	8	80	131
每股红利	0.38	0.73	0.98	1.45	经营活动现金流	740	2595	3449	4654
每股净资产	12.52	14.67	16.43	19.17	资本开支	(4131)	(1800)	(1800)	(1000)
ROIC	11%	12%	16%	23%	其它投资现金流	(1344)	0	0	0
ROE	10%	13%	17%	22%	投资活动现金流	(5475)	(1800)	(1800)	(1000)
毛利率	43%	45%	47%	49%	权益性融资	5183	0	0	0
EBIT Margin	37%	35%	37%	40%	负债净变化	699	0	0	0
EBITDA Margin	50%	45%	46%	47%	支付股利、利息	(337)	(661)	(889)	(1305)
收入增长	36%	45%	32%	37%	其它融资现金流	191	(708)	(114)	0
净利润增长率	31%	57%	41%	52%	融资活动现金流	6098	(1369)	(1003)	(1305)
资产负债率	46%	39%	39%	40%	现金净变动	1363	(575)	646	2349
息率	0.3%	0.6%	0.9%	1.3%	货币资金的期初余额	1012	2375	1800	2446
P/E	91.8	59.4	42.1	27.6	货币资金的期末余额	2375	1800	2446	4794
P/B	9.2	7.9	7.0	6.0	企业自由现金流	(3104)	931	1791	3785
EV/EBITDA	52.1	40.3	30.0	21.5	权益自由现金流	(2214)	117	1577	3719

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