

增持

——维持

恩捷股份 (002812)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期: 2021年03月24日
行业: 电气设备和新能源



分析师: 孙克遥
Tel: 021-53686135
E-mail: sunkeyao@shzq.com
SAC 证书编号: S0870520010001

业绩高增长, 产能加速扩张 ——2020 年年报点评

基本数据 (截至 2021 年 03 月 17 日)

报告日股价 (元)	122.80
12mth A 股价格区间 (元)	41.55-168.50
总股本 (百万股)	887.27
无限售 A 股/总股本	68.70%
流通市值 (百万元)	74849.66
每股净资产 (元)	12.42

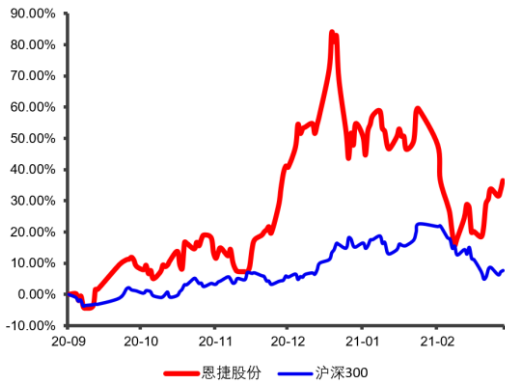
主要股东 (2020A)

Paul Xiaoming Lee	14.22%
玉溪合益投资有限公司	13.46%

收入结构 (2020A)

膜类产品	80.88%
无菌包装	9.42%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: SKY21-EJGF01

首次报告日期:

■ 公司动态事项

公司发布2020年年报。2020年公司实现营业收入42.83亿元,同比增长35.56%;归母净利润11.16亿元,同比增长31.27%;经营性现金流净额10.55亿元,同比增长38.24%。公司20Q4营业收入17.02亿元,同比增62%,环比增49%;归母净利润4.72亿元,同比增117%,环比增47%,均创历史新高。Q4毛利率45.64%,环比提升4.06个百分点。

■ 事项点评

湿法隔膜出货高增长, 收购捷力、纽米协同发展

2020年公司湿法隔膜业务收入28.91亿元,同比增长48.83%。全年湿法隔膜出货约13亿平米,同比增长62.5%,其中下半年出货约9亿平。受益于隔膜出货量的显著增长,20年上海恩捷实现收入26.48亿元,同比增36%,净利润9.62亿元,同比增11%。另外,苏州捷力2020年对上市公司贡献2.23亿元。20年公司隔膜单位收入约2.22元/平米,同比小幅下滑7.2%,剔除补贴后单位净利约0.78元/平,同比下滑16%,主要系受上半年开工率下滑及捷力20Q1亏损拖累。2020年公司收购苏州捷力100%股权和纽米科技76.3574%股权,将公司业务自动力电池隔膜市场拓展至消费类锂电池隔膜市场,预计2021年有望显著增厚公司盈利。

隔膜产能持续扩张, 深度绑定全球大客户

2020年,公司珠海恩捷二期项目4条基膜生产线、江西通瑞8条基膜生产线、无锡恩捷8条基膜生产线逐步完成建设并投产。截至20年底,公司在上海、珠海、江西、无锡、苏州五大基地共有46条湿法隔膜生产线,产能达到33亿平方米,产能规模位全球第一。公司隔膜在产能规模,产品品质,产品研发,市场拓展等方面优势显著,深入绑定全球动力电池龙头企业,CATL和LG化学的合计销售额超四成,另外国轩、比亚迪、松下、亿纬、中航锂电等均是公司客户。2021年下游需求旺盛,公司产能持续扩张,预计21年下半年无锡二期与江西通瑞一期将新增12条产线,预计公司年底总产能有望接近50亿平规模,龙头地位稳固。

传统业务成绩亮眼, 积极拓展新增长点

2020年公司烟膜营业收入2.72亿元,同比增长9.1%,平膜收入3.01亿元,同比下降15.7%。烟标业务收入1.29亿元,同比增长10.1%,无菌包装收入4.04亿元,同比增长39.5%,公司与伊利、蒙牛、光明等大型乳品企业深入合作,把握低温奶市场机遇,实现公司无菌包装

业务快速发展。同时，公司积极布局铝塑膜及水处理膜等业务，目前铝塑膜已形成 3000 多万平米的年产能规模，目前高端动力产品已进入主流电池厂验证环节，预计 2022 年开始贡献。公司与碧水源等企业合作开发水处理膜等产品，目前已进入家用市场，2021 年起将有所体现。

21Q1需求旺盛，公司发布回购计划

公司发布 2021 年一季度业绩预告，预计 21Q1 公司归母净利润 3.9 亿元-4.5 亿元，同比增 182%-226%，环比下滑 4.7%-17.4%。目前行业需求旺盛，一季度公司湿法隔膜出货预计超过 5 亿平，业绩环比下滑主要系 Q1 出货结构环比调整（国内占比上升）以及部分费用集中体现所致。公司同时发布股份回购计划，拟斥资 2-4 亿元，以不超过 180 元/股的价格回购公司股份，回购的股份用于实施股权激励或员工持股计划。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司 2021 年-2023 年营业收入分别为 71.23 亿元、98.40 亿元和 123.89 亿元，增速分别为 66.31%、38.14% 和 25.90%；归属于母公司股东净利润分别为 19.09 亿元、28.77 亿元和 39.07 亿元，增速分别为 71.07%、50.74% 和 35.80%；全面摊薄每股 EPS 分别为 2.15 元、3.24 元和 4.40 元，对应 PE 为 57.09 倍、37.87 倍和 27.89 倍。未来六个月内，我们维持公司“增持”评级。

■ 风险提示

新能源汽车需求不及预期，公司产能投放不达预期，隔膜产品价格下跌幅度超预期等。

■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4283.01	7123.18	9840.03	12389.04
增长率(%)	35.56%	66.31%	38.14%	25.90%
归属母公司股东净利润	1115.60	1908.50	2876.80	3906.71
增长率(%)	31.27%	71.07%	50.74%	35.80%
每股收益(元)	1.26	2.15	3.24	4.40
市盈率(X)	97.46	57.09	37.87	27.89

数据来源：Wind 上海证券研究所（2021 年 03 月 17 日收盘价）

■ 附表
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2375	1425	1968	2478
应收和预付款项	2899	5144	5585	7106
存货	1157	1860	2135	2741
其他流动资产	1877	1877	1877	1877
长期股权投资	3	12	20	29
投资性房地产	9	8	7	6
固定资产和在建工程	10061	9983	10110	9825
无形资产和开发支出	982	928	875	821
其他非流动资产	606	603	599	599
资产总计	20572	22232	23569	25874
短期借款	1796	2513	3415	3048
应付和预收款项	1744	2172	2641	2979
长期借款	3423	3373	933	0
其他负债	983	983	983	983
负债合计	8976	9040	7971	7010
股本	887	887	887	887
资本公积	7229	7229	7229	7229
留存收益	2987	4469	6703	9736
归属母公司股东权益	11103	12585	14819	17852
少数股东权益	493	607	779	1012
股东权益合计	11596	13192	15597	18864
负债和股东权益合计	20572	22232	23569	25874

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动产生现金流量	1055	1137	4532	4144
投资活动产生现金流量	-5276	-1216	-1548	-1291
融资活动产生现金流量	5560	-50	-2440	-2343
现金流量净额	1339	-129	543	510

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4283	7123	9840	12389
营业成本	2457	3869	5123	6252
营业税金及附加	32	54	75	94
销售费用	56	100	138	161
管理费用	156	556	768	948
财务费用	189	323	304	226
资产减值损失	-18	-19	-22	-21
投资收益	9	9	9	9
其他收益	140	150	150	157
营业利润	1317	2399	3613	4895
营业外收支净额	-4	0	0	0
利润总额	1313	2362	3569	4853
所得税	138	339	521	713
净利润	1176	2022	3049	4140
少数股东损益	60	114	172	233
归属母公司股东净利润	1116	1909	2877	3907

财务比率分析

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	42.63%	45.69%	47.94%	49.54%
EBIT/销售收入	34.62%	37.24%	38.91%	40.54%
销售净利率	27.45%	28.39%	30.98%	33.42%
ROE	10.05%	15.17%	19.41%	21.88%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	2.03	1.98	1.76	2.17
速动比率	1.76	1.52	1.35	1.67
总资产周转率	0.26	0.33	0.42	0.49
应收账款周转率	2.28	2.04	2.09	2.57
存货周转率	2.56	2.08	2.40	2.28

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师声明

孙克遥

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。