

**证券研究报告—动态报告**

电气设备新能源

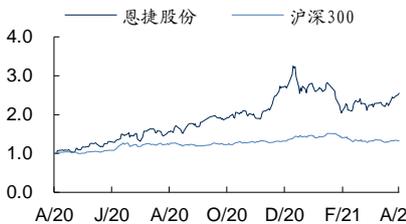
新能源

**恩捷股份**
**增持**

2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 27 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	888/610
总市值/流通(百万元)	115,257/79,213
上证综指/深圳成指	3,443/14,264
12 个月最高/最低(元)	168.50/50.05

**相关研究报告:**

《恩捷股份-002812-2020 年年报点评: 盈利增长强劲, 产能加速释放》——2021-03-19  
 《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号: 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**

# Q1 盈利符合预期, 扩产稳步推进

**● Q1 盈利符合预期, 全年出货量有望高增**

公司 21 年 Q1 实现营收 14.43 亿元, 同比+161%, 环比-15.2%, 归母净利润 4.32 亿元, 同比+213%, 环比-8.5%, 接近业绩预告上限。21Q1 毛利率为 48.51%, 相比 20 年全年水平+5.9pct, 环比+2.9pct, 净利率为 31.62%, 相比 20 年+4.2pct, 环比+2.3pct, Q1 盈利符合预期。预计 Q1 公司隔膜出货近 5 亿平, 全年出货有望超过 20 亿平, 其中涂覆占比有望达到一半。Q1 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 1.7% (+0.4pct)、4.2% (+0.6pct)、5.2% (+1.0pct) 和 3.5% (-0.9pct)。

**● 多条产线年内将投产, 扩产节奏稳步推进**

目前公司无锡恩捷和江西通瑞各有 8 条产线投入运营, 年底将共有 12 条产线投产, 另外 2021 年重庆纽米 3 条产线提供产能增量, 预计 2021 年年底公司隔膜产能有望达到 50 亿平。2021 年 1 月 8 日, 公司控股子公司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, 远期产能储备充足。

**● 进军消费和储能领域, 海外市场+干法布局支撑业绩增长**

1) 公司通过收购苏州捷力和纽米科技进军消费领域市场, 2021 年二者并表将提供业绩新增量, 预计纽米科技全年贡献 1.5 亿平隔膜交付量; 2) 公司与 LG 签订的 5 年 6.17 亿美元大单, 2021Q1 确认的营收为 1.75 亿元, 截止 Q1 末累计收入为 8.79 亿元, 回款进度正常; 3) 公司联手 Polypore 布局干法领域, 有望打通储能和电动二轮车市场。

**● 风险提示: 锂电池需求不达预期; 成本下降低于预期。**
**● 投资建议: 看好公司产能增长和市场延伸, 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、海外市场放量和业务细分领域拓展, 维持原有盈利预测, 预计公司 21-23 年归母净利润 17.56/24.78/37.75 亿元, 同比增加 57.4/41.1/52.3%, 对应 21-23 年 EPS 分别为 1.95/2.75/4.18 元, 当前股价对应 PE 分别为 67/47/31 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	32.76%	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)	103.13	66.70	47.26	31.03
EV/EBITDA	63.23	44.88	33.43	23.96
市净率(PB)	10.36	8.85	7.90	6.77

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

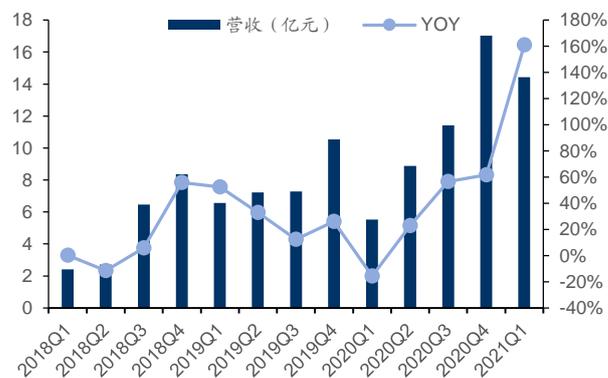
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司 21 年 Q1 实现营收 14.43 亿元，同比+161%，环比-15.2%，归母净利润 4.32 亿元，同比+213%，环比-8.5%，接近业绩预告上限。21Q1 毛利率为 48.51%，相比 20 年全年水平+5.9pct，与 20Q4 环比+2.9pct，净利率为 31.62%，相比 20 年+4.2pct，与 20Q4 环比+2.3pct，一季度盈利符合市场预期。预计公司 Q1 锂电隔膜出货量 5 亿平左右，同比提升约 3 倍，全年出货有望超过 20 亿平，其中涂覆占比预计能达到 50%。

2021Q1 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 1.7% (+0.4pct)、4.2% (+0.6pct)、5.2% (+1.0pct) 和 3.5% (-0.9pct)，销售费用率和管理费用率提升主要是业务规模迅速扩大增加相关费用，财务费用率大幅下降主要系报告期内利息收入增加所致，报告期内公司加大研发力度，研发费用大幅增长 148%。公司 21 年 Q1 经营活动产生的现金流量净额同比大幅增加 473%，短期偿债指标持续向好，Q1 计提资产减值损失 251 万元，冲回信用减值损失 49 万元。

**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、%）**

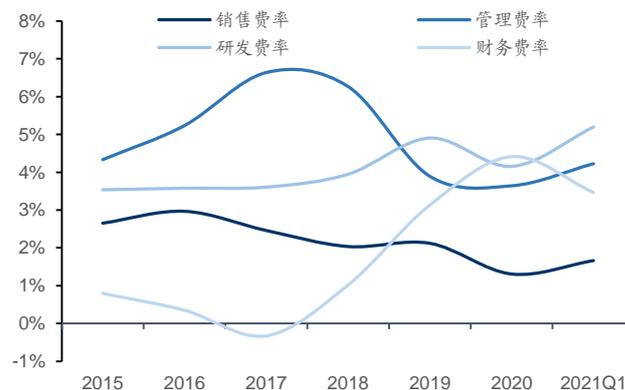

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司毛利率、净利率变化



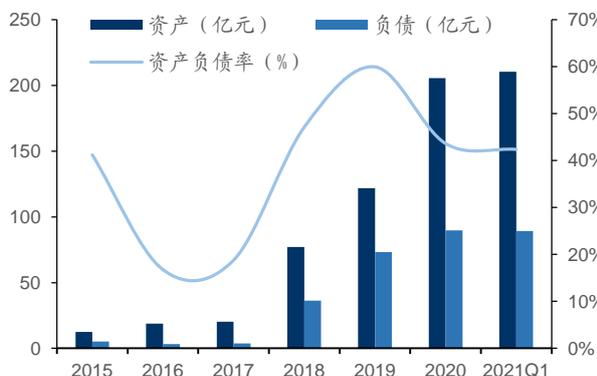
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司四费占比情况变化



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



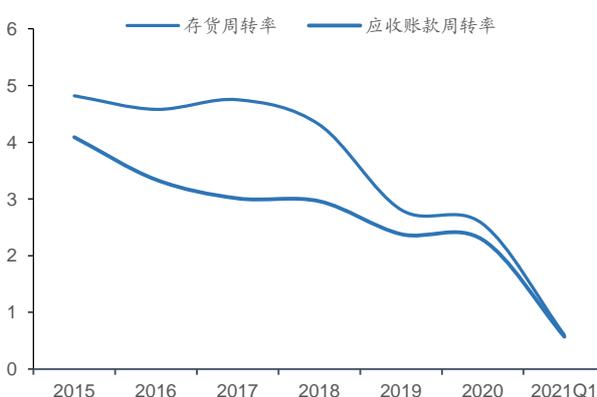
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司现金流指标变化



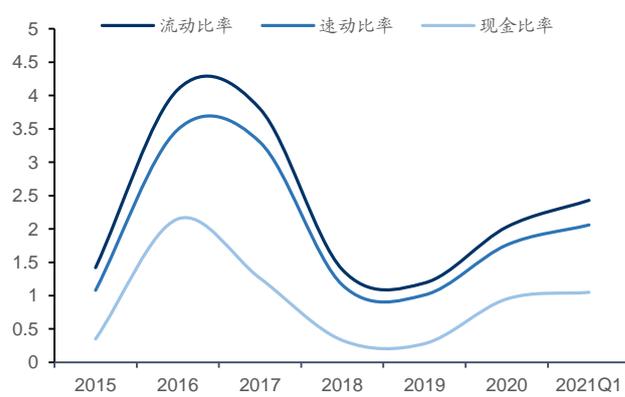
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司营运能力指标变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 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

**产能扩张: 多产线提供产能增量, 持续布局保障后备储能。**

截至 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。目前公司无锡恩捷和江西通瑞各有 8 条产线投入运营, 年底将共有 12 条产线投产, 另外 2021 年重庆纽米 3 条产线提供产能增量, 预计 2021

年年底产能达到 50 亿平。2021 年 1 月 8 日，控股子公司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，远期产能储备充足。

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	58

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

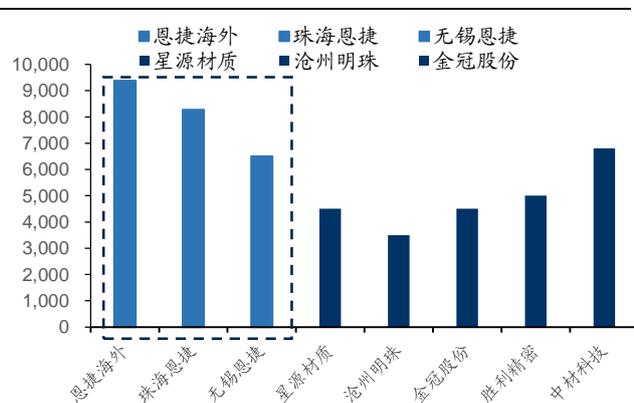
### 成本优化：精细化管理和强强联合并行，成本优势壁垒持续强化

精细化管控是公司的核心竞争力，当前伴随在线涂覆上量，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。

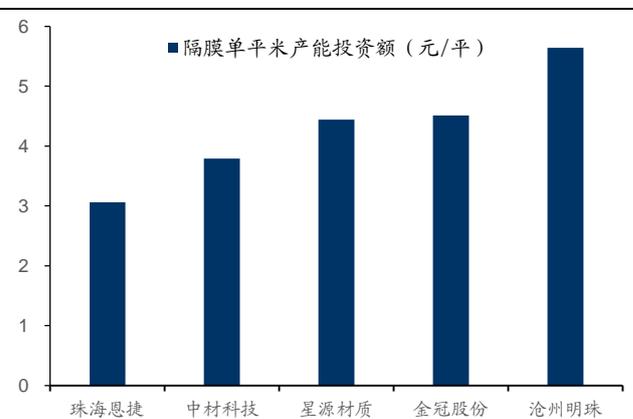
2019 年 11 月公司与帝人进行合作，日本帝人将持有的 PVDF 型涂布材料组成相关专利转让给上海恩捷。帝人是日韩锂电龙头主要涂布供应商，其和恩捷的技术合作有望加速恩捷“基膜-涂布”一体化进展。当前下游宁德时代等锂电池厂商多采用采购基膜，交给涂布厂商加工付代工费的模式，主要是出于价格考虑，随着恩捷一体化涂布膜成本降低，有望吸引下游锂电厂商。

图 11：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 12：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) 公司通过收购苏州捷力和纽米科技进军消费领域市场，2021 年二者并表将提供业绩新增量，预计纽米科技全年贡献 1.5 亿平隔膜交付量，实现盈利 1 亿元左右；

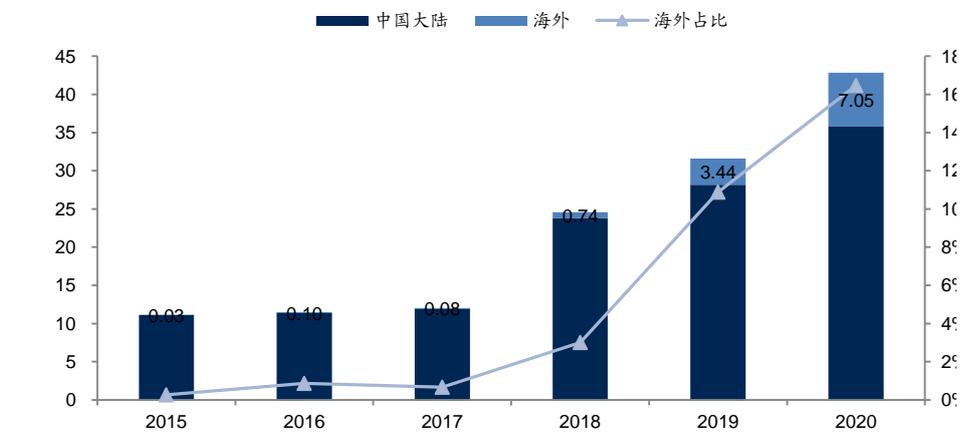
2) 公司海外拥有松下、三星和 LG 等大客户，公司已经通过松下和 LG 进入特斯拉产业链，2019 年 4 月公司与 LG 签订 5 年 6.17 亿美元的隔膜大订单，目前南京 LG-特斯拉项目由公司 100% 供应。公司海外营收占比持续提升，海外客户放量一方面将拉动公司业绩增长，另一方面有望提升公司单平盈利水平。

2021Q1 与 LG 签订的大单确认的营收为 1.75 亿元，截止 Q1 末累计收入为 8.79 亿元，截止 2021 年 Q1 合同应收账款余额为 2.43 亿元，期后已累计回款 0.418 亿元，占比 17.18%，回款进度正常。

3) 公司布局干法隔膜领域，延伸市场空间。公司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。

相比于湿法隔膜，干法隔膜在成本方面具有优势，广泛应用于储能及电动二轮车等领域，公司干法领域布局有望助力其挖掘与打通储能及电动二轮车等市场，市场空间将进一步延伸。

图 13：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、海外市场放量和业务细分领域拓展，维持原有盈利预测，预计公司 21-23 年归母净利润 17.56/24.78/37.75 亿元，同比增加 57.4/41.1/52.3%，21-23 年 EPS 分别为 1.95/2.75/4.18 元，对应 PE 分别为 67/47/31 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) 21.04.27	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
002709	天赐材料	62.47	579.98	0.98	2.78	3.64	4.25	63.7	22.5	17.2	14.7	买入
002812	恩捷股份	129.77	1,152.57	1.26	1.95	2.75	4.18	103.1	66.7	47.3	31.0	增持
300073	当升科技	48.51	220.05	0.85	1.38	1.89	2.33	57.1	35.2	25.7	20.8	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理与预测

## 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
<b>流动资产合计</b>	<b>8708</b>	<b>8739</b>	<b>10352</b>	<b>14303</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>20572</b>	<b>21773</b>	<b>24481</b>	<b>28656</b>	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	<b>利润总额</b>	<b>1313</b>	<b>2096</b>	<b>2971</b>	<b>4491</b>
其他流动负债	801	883	1127	1762	所得税费用	138	244	356	511
<b>流动负债合计</b>	<b>4290</b>	<b>4076</b>	<b>4847</b>	<b>6196</b>	少数股东损益	60	96	136	205
长期借款及应付债券	3423	2381	2381	2381	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1116</b>	<b>1756</b>	<b>2478</b>	<b>3775</b>
其他长期负债	1264	1524	1784	2007					
<b>长期负债合计</b>	<b>4687</b>	<b>3905</b>	<b>4165</b>	<b>4388</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>8976</b>	<b>7981</b>	<b>9013</b>	<b>10585</b>	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
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>20572</b>	<b>21773</b>	<b>24481</b>	<b>28656</b>	公允价值变动损失	(29)	(10)	(10)	(10)
					财务费用	189	120	113	74
					营运资本变动	(947)	199	185	(27)
					其它	56	8	80	131
					<b>经营活动现金流</b>	<b>740</b>	<b>2595</b>	<b>3449</b>	<b>4654</b>
					资本开支	(4131)	(1800)	(1800)	(1000)
					其它投资现金流	(1344)	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(5475)</b>	<b>(1800)</b>	<b>(1800)</b>	<b>(1000)</b>
					权益性融资	5183	0	0	0
					负债净变化	699	0	0	0
					支付股利、利息	(337)	(661)	(889)	(1305)
					其它融资现金流	191	(708)	(114)	0
					<b>融资活动现金流</b>	<b>6098</b>	<b>(1369)</b>	<b>(1003)</b>	<b>(1305)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>1363</b>	<b>(575)</b>	<b>646</b>	<b>2349</b>
					货币资金的期初余额	1012	2375	1800	2446
					货币资金的期末余额	2375	1800	2446	4794
					企业自由现金流	(3263)	931	1791	3785
					权益自由现金流	(2373)	117	1577	3719

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.26	1.95	2.75	4.18
每股红利	0.38	0.73	0.98	1.45
每股净资产	12.52	14.67	16.43	19.17
ROIC	11%	12%	16%	23%
ROE	10%	13%	17%	22%
毛利率	43%	45%	47%	49%
EBIT Margin	33%	35%	37%	40%
EBITDA Margin	46%	45%	46%	47%
收入增长	36%	45%	32%	37%
净利润增长率	31%	57%	41%	52%
资产负债率	46%	39%	39%	40%
息率	0.3%	0.6%	0.8%	1.1%
P/E	103.1	66.7	47.3	31.0
P/B	10.4	8.8	7.9	6.8
EV/EBITDA	63.2	44.9	33.4	24.0

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