

2021年05月07日

# 恩捷股份 (002812.SZ)

## 公司快报

轻工制造 | 包装 III

投资评级

**买入-B(维持)**

股价(2021-05-06)

134.00 元

### 交易数据

总市值(百万元)	119,013.53
流通市值(百万元)	81,795.30
总股本(百万股)	888.16
流通股本(百万股)	610.41
12个月价格区间	52.41/168.50 元

### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.65	11.22	118.66
绝对收益	14.68	1.81	145.34

### 分析师

 肖索  
 SAC 执业证书编号: S09105180070004  
 xiaosuo@huajinsc.cn  
 021-20377056

### 相关报告

- 恩捷股份: 隔膜出货持续增长, 下半年业绩有望反弹 2020-08-25
- 恩捷股份: 业绩符合预期, 隔膜龙头持续扩张 2020-03-18
- 恩捷股份: 三季报超预期, 明年海外及涂覆膜占比有望提升 2019-10-24
- 恩捷股份: 业绩符合预期, 隔膜龙头持续扩张 2019-08-26
- 恩捷股份: 隔膜业务全球领跑, 中报继续高预增 2019-05-06

### 投资要点

- ◆ **事件:** 公司 2020 年年报及一季报披露, 2020 年公司实现营业收入 42.8 亿元, 同比增长 35.6%; 归母净利润 11.2 亿元, 同比增长 31.3%; 扣非归母净利润 9.9 亿元, 同比增长 31.6%。2021Q1 营业收入 14.4 亿元, 同比+161.1%, 环比-15.2%; 归母净利润 4.3 亿元, 同比+212.6%, 环比-8.5%; 扣非归母净利润 4.0 亿元, 同比+284.4%, 环比-6.0%。
- ◆ **2021 年一季度盈利能力提升, 隔膜业务持续高增长:** 预估公司 21Q1 隔膜收入超 10 亿元, 出货超 5 亿平米, 单价(不含税)约 2.1 元/平, 隔膜毛利率仍在 50% 以上, 估计单位净利润 0.8 元/平左右。21Q1 公司整体毛利率 48.5%, 同比+1.1pct, 环比+2.9pct, 净利率 31.6%, 环比提升 2.3pct, 实现连续三个季度环比提升。
- ◆ **2020 年隔膜出货大幅上升, 隔膜产能持续扩张:** 2020 年湿法隔膜业务收入 28.9 亿元, 同比增长 48.8%。上海恩捷实现营收 26.5 亿元, 同比增长 35.6%, 净利润 9.6 亿元, 同比增长 11.3%。2020 年湿法隔膜出货超 13 亿平, 同比增长约 62.5%, 单价(不含税)约 2.2 元/平, 同比仅下降 5% 左右, 隔膜降价速度明显趋缓。截至 2020 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, 产能规模位居全球第一, 预计 2021 年公司出货将超 20 亿平米。公司以每年 12-15 亿平的速度扩产, 2025 年全球锂电隔膜的市占率有望达 50%。
- ◆ **传统包装印刷业务增长明显, BOPP 薄膜接近满负荷生产:** 2020 年公司烟膜实现营收 2.7 亿元, 同比增长 9.1%; 平膜实现营收 3.0 亿元, 同比下降 15.7%, 主要是平膜和烟膜共用 BOPP 产线所致; 膜类产品整体(包含 BOPP 烟膜、BOPP 平膜及锂电隔膜)毛利率为 45.4%, 同比-4.1pct。烟标实现营收 1.3 亿元, 同比增长 10.1%; 毛利率为 49.9%, 同比+3.9pct。无菌包装实现营收 4.0 亿元, 同比增长 39.5%; 毛利率为 23.0%, 同比-1.2pct。特种纸实现营收为 1.7 亿元, 同比增长 35.8%; 毛利率为 19.8%, 同比-0.7pct。公司无菌包装业务通过研制新产品, 为客户提供定制化服务, 仍以服务大型乳企客户及区域性知名乳企客户为主, 实现无菌包装产品销量增长, 主要客户包括伊利、蒙牛、光明乳业、北京三元食品、达利食品、完达山、欧亚乳业、云南皇氏来思尔乳业等。
- ◆ **海外收入快速增长, 匈牙利产能配套已经启动:** 2020 年境外地区营收 7.0 亿元, 同比上涨 104.8%; 毛利率 55.7%, 同比减少 13.7pct, 但仍高于国内业务毛利率水平。由于海外认证周期在 18-24 个月, 公司 2020 年已经启动了匈牙利湿法锂电池隔离膜生产线及配套工厂项目, 预计总投资额约 1.83 亿欧元, 规划建设 4 条全自动进口制膜生产线和 30 余条涂布生产线, 基膜年产能约为 4 亿平方米, 以满足供应欧洲市场日益增长的锂电池隔离膜需求。
- ◆ **投资建议:** 预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 20.4 亿元、26.9 亿元、35.1 亿元, 相当于 2021 年 59 倍的动态市盈率, 维持“买入-B”的投资评级。

◆ **风险提示：**全球新能源车需求不及预期；产业链价格下滑超预期；海外疫情扩散。

#### 财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,160	4,283	6,749	8,499	10,936
YoY(%)	28.6	35.6	57.6	25.9	28.7
净利润(百万元)	850	1,116	2,035	2,692	3,505
YoY(%)	63.9	31.3	82.4	32.3	30.2
毛利率(%)	45.2	42.6	45.9	46.0	45.3
EPS(摊薄/元)	0.96	1.26	2.29	3.03	3.95
ROE(%)	19.2	10.1	15.8	17.7	18.9
P/E(倍)	140.0	106.7	58.5	44.2	34.0
P/B(倍)	26.2	10.8	9.2	7.8	6.5
净利率(%)	26.9	26.0	30.2	31.7	32.1

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	5023	8708	9257	10483	13285	<b>营业收入</b>	3160	4283	6749	8499	10936
现金	1012	2375	1012	1275	1640	营业成本	1730	2457	3650	4587	5987
应收票据及应收账款	1610	2708	2691	4391	4358	营业税金及附加	15	32	54	51	66
预付账款	105	181	270	297	433	营业费用	67	56	101	119	153
存货	759	1157	1690	1888	2781	管理费用	123	156	256	272	328
其他流动资产	1537	2288	3594	2632	4073	研发费用	155	178	304	340	437
<b>非流动资产</b>	7170	11864	14275	15304	16239	财务费用	99	189	85	6	-137
长期投资	3	3	5	6	8	资产减值损失	-5	-18	40	51	66
固定资产	4937	8421	10306	11162	11874	公允价值变动收益	0	11	5	5	5
无形资产	299	462	528	608	705	投资净收益	2	9	7	7	6
其他非流动资产	1931	2978	3436	3528	3652	<b>营业利润</b>	1063	1317	2421	3185	4148
<b>资产总计</b>	12193	20572	23532	25787	29524	营业外收入	0	2	1	1	1
<b>流动负债</b>	4229	4290	4773	5233	6285	营业外支出	1	5	2	2	2
短期借款	2670	1796	1872	1512	1958	<b>利润总额</b>	1062	1313	2420	3183	4146
应付票据及应付账款	905	1167	1267	1600	2142	所得税	126	138	266	350	456
其他流动负债	654	1327	1634	2121	2186	<b>税后利润</b>	936	1176	2154	2833	3690
<b>非流动负债</b>	<b>3083</b>	<b>4687</b>	<b>5159</b>	<b>4514</b>	<b>3757</b>	少数股东损益	86	60	118	142	184
长期借款	1968	3423	3894	3250	2493	<b>归属母公司净利润</b>	850	1116	2035	2692	3505
其他非流动负债	1115	1264	1264	1264	1264	<b>EBITDA</b>	1628	2139	3227	4128	5161
<b>负债合计</b>	7312	8976	9931	9747	10042	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	330	493	611	753	937	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
股本	805	887	888	888	888	<b>成长能力</b>					
资本公积	1894	7229	7229	7229	7229	营业收入(%)	28.6	35.6	57.6	25.9	28.7
留存收益	1880	2895	4725	7133	10270	营业利润(%)	36.6	23.9	83.8	31.6	30.2
归属母公司股东权益	4551	11103	12989	15287	18544	归属于母公司净利润(%)	63.9	31.3	82.4	32.3	30.2
<b>负债和股东权益</b>	12193	20572	23532	25787	29524	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	45.2	42.6	45.9	46.0	45.3
<b>现金流量表(百万元)</b>						净利率(%)	26.9	26.0	30.2	31.7	32.1
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	19.2	10.1	15.8	17.7	18.9
<b>经营活动现金流</b>	763	1055	901	3362	2495	ROIC(%)	10.9	7.8	11.1	13.5	15.1
净利润	936	1176	2154	2833	3690	<b>偿债能力</b>					
折旧摊销	304	562	627	759	859	资产负债率(%)	60.0	43.6	42.2	37.8	34.0
财务费用	99	189	85	6	-137	流动比率	1.2	2.0	1.9	2.0	2.1
投资损失	-2	-9	-7	-7	-6	速动比率	0.8	1.5	1.3	1.4	1.5
营运资金变动	-616	-908	-1952	-225	-1905	<b>营运能力</b>					
其他经营现金流	42	45	-5	-5	-5	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
<b>投资活动现金流</b>	-3074	-5276	-3025	-1777	-1783	应收账款周转率	2.0	2.0	2.5	2.4	2.5
<b>筹资活动现金流</b>	2781	5560	-610	-962	-793	应付账款周转率	2.5	2.4	3.0	3.2	3.2
						<b>估值比率</b>					
<b>每股指标(元)</b>						P/E	140.0	106.7	58.5	44.2	34.0
每股收益(最新摊薄)	0.96	1.26	2.29	3.03	3.95	P/B	26.2	10.8	9.2	7.8	6.5
每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	1.19	1.01	3.78	2.81	EV/EBITDA	76.5	57.4	38.8	30.1	24.0
每股净资产(最新摊薄)	5.12	12.40	14.52	17.11	20.77						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

肖索声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)