

恩捷股份 (002812)

公司研究/点评报告

龙头持续扩产，铝塑膜业务带来新增量

—恩捷股份 (002812) 事件点评

点评报告/基础化工

2021年06月23日

一、事件概述

6月18日，公司发布公告，上海恩捷与常州市金坛区人民政府、江苏金坛经开区管委会签订投资合作协议，将在常州金坛投资约52亿元建设三期“恩捷隔膜项目”，分别于24Q1、24Q4、26H2建成4条涂布膜、4条涂布膜和8条基膜膜产线。同时，公司在常州金坛投资约16亿元建设恩捷铝塑膜项目，建成后将新增8条铝塑膜产线，新增年产能约2.7亿平米。

二、分析与判断

➤ 龙头扩产 10 亿平以上，满足优质客户旺盛需求

我们预计公司基膜产能 2021 年年底达到 40.5 亿平米，在线涂布膜产能 2023 年年底达到 46 亿平米。按公司当前基膜单线设计年产能 6250 万平米计算，预计此次扩产到 24、26 年将分别新增涂布膜、基膜产能 5 亿平米以上，此次扩产将再次帮助公司在产能规模、扩产速度上领跑行业。公司快速扩产主要为满足下游旺盛需求，主要客户 LG 中的涂覆膜比例逐步提升，全年出货有望达到 3-4 亿平，此前，上海恩捷还与 Ultium Cells (LG 和通用汽车合资公司) 签署合同，后者将自合同签订日至 2024 年末向恩捷采购 2.58 亿美元以上的隔膜，预计将主供北美地区通用 BEV3 平台电动车。此外，公司主要客户 CATL、国轩、中航、松下等都在稳步增量，我们预计 2021 年公司出货将到 25 亿平左右，2022 年有望超过 35 亿平。

➤ 新建铝塑膜产能，打破日韩垄断，打开增量市场

子公司上海恩捷收购江西睿捷，以其为主体在常州金坛投资 16 亿元建设年产 2.7 亿平铝塑膜项目，包括 8 条铝塑膜产线。铝塑膜是动力软包电芯封装的关键材料，对阻隔性、耐穿刺性、化学稳定性和绝缘性等有高标准要求，行业供给的 90% 以上由日本 DNP 和昭和电工垄断。据中研网估算，铝塑膜价格占软包电池成本的 18% 左右，毛利率高达 50%-80%，国内外产品价差约在 20%~30%。公司 2018 年启动铝塑膜项目，充分发挥铝塑膜与隔膜工艺的协同效应，目前已有 1 亿平左右产能，面向 3C 的应用已实现批量，动力方面正在交样。此次扩产表明公司有望打开软包动力电池市场，受益于软包动力电池渗透率的提升，并实现进口替代，为国内软包电池行业带来优质供给。

三、投资建议

公司目前排产较满，下游需求快速增长，出货有望超出此前我们预期，我们上调了公司 2021-2023 年归母净利润至 22.08、30.49、43.97 亿元（此前为 18.29、23.88、32.77 亿元），同比分别增长 98%、38%、44%，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 77、55、38 倍。参考 CS 新能车当前 PE-TTM 为 137 倍，考虑到公司是锂电池隔膜龙头，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

新能源车销量不及预期；公司产能扩张进度不及预期；公司铝塑膜项目推进不及预期。

推荐

维持评级

当前价格：190.48 元

交易数据

2021-6-15

近 12 个月最高/最低(元)	191.21/59.37
总股本(百万股)	888
流通股本(百万股)	610
流通股比例(%)	68.73
总市值(亿元)	1,692
流通市值(亿元)	1,163

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于潇

执业证号：S0100520080001

电话：021-60876734

邮箱：yuxiao@mszq.com

研究助理：丁亚

执业证号：S0100120120042

电话：021-60876734

邮箱：dingya@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): 业绩符合预期，盈利能力再上台阶
2. 恩捷股份(002812): 隔膜龙头业绩有望持续释放

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	7,723	10,456	14,678
增长率（%）	35.6	80.3	35.4	40.4
归属母公司股东净利润（百万元）	1,116	2,208	3,049	4,397
增长率（%）	31.3	97.9	38.1	44.2
每股收益（元）	1.34	2.49	3.44	4.95
PE（现价）	142.1	76.6	55.4	38.4
PB	15.2	12.7	10.4	8.2

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	7,723	10,456	14,678
营业成本	2,457	4,271	5,782	8,138
营业税金及附加	32	70	94	132
销售费用	56	154	188	235
管理费用	156	247	324	455
研发费用	178	263	345	470
EBIT	1,403	2,718	3,723	5,248
财务费用	189	208	273	282
资产减值损失	(18)	0	0	(0)
投资收益	9	2	4	4
营业利润	1,317	2,511	3,453	4,970
营业外收支	(4)	0	0	0
利润总额	1,313	2,511	3,453	4,970
所得税	138	305	407	576
净利润	1,176	2,205	3,047	4,395
归属于母公司净利润	1,116	2,208	3,049	4,397
EBITDA	1,965	3,597	4,763	6,437
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2375	860	2905	1131
应收账款及票据	2708	4409	6290	8604
预付款项	181	287	407	559
存货	1157	2028	2383	3756
其他流动资产	537	537	537	537
流动资产合计	8708	11634	14724	19131
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	26318	31102	37040
短期借款	1796	1796	1796	1796
应付账款及票据	1167	2131	2815	4012
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	4290	5411	6728	8350
长期借款	2667	5167	5667	5667
其他长期负债	2020	1951	1951	1951
非流动负债合计	4687	7118	7618	7618
负债合计	8976	12528	14346	15968
股本	887	888	888	888
少数股东权益	493	490	488	485
股东权益合计	11596	13790	16757	21072
负债和股东权益合计	20572	26318	31102	37040

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	80.3	35.4	40.4
EBIT 增长率	31.2	93.7	36.9	41.0
净利润增长率	31.3	97.9	38.1	44.2
盈利能力				
毛利率	42.6	44.7	44.7	44.6
净利润率	26.0	28.6	29.2	30.0
总资产收益率 ROA	5.4	8.4	9.8	11.9
净资产收益率 ROE	10.0	16.6	18.7	21.4
偿债能力				
流动比率	2.0	2.2	2.2	2.3
速动比率	1.8	1.8	1.8	1.8
现金比率	0.9	0.4	0.6	0.3
资产负债率	0.4	0.5	0.5	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	0.4	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	1.3	2.5	3.4	5.0
每股净资产	12.5	15.0	18.3	23.2
每股经营现金流	1.1	0.0	5.3	1.5
每股股利	0.2	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	142.1	76.6	55.4	38.4
PB	15.2	12.7	10.4	8.2
EV/EBITDA	80.5	45.7	34.2	25.6
股息收益率	0.1	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,176	2,205	3,047	4,395
折旧和摊销	580	879	1,041	1,189
营运资金变动	(908)	(3,320)	273	(4,559)
经营活动现金流	994	10	4,677	1,353
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	69	0	0
债务募资	1,211	2,431	500	0
筹资活动现金流	5,560	2,171	100	(412)
现金净流量	1,278	(1,515)	2,045	(1,774)

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。

丁亚，多年光伏产业研究经验，曾就职于SOLARZOOM、新时代证券，2020年12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。