

21年中报业绩预告点评: Q2 环比高增, 公司量利齐升

买入 (维持)

2021年07月01日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号: S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4283	7867	12221	16900
同比 (%)	36%	84%	55%	38%
归母净利润 (百万元)	1116	2512	4139	5804
同比 (%)	31%	125%	65%	40%
每股收益 (元/股)	1.26	2.83	4.66	6.54
P/E (倍)	186.37	82.76	50.24	35.82

投资要点

■ **公司预计 21Q2 归母净利润 5.68-6.58 亿元, 环比增长 31%-52%, 略超市场预期。**公司预计 21 年 H1 归母净利润 10-10.9 亿元, 同比增长 211%-239%, Q2 归母净利润 5.68-6.58 亿元, 同比增长 210%-260%, 环比增长 31%-52%。公司预计 21H1 扣非归母净利润 9.5-10.5 亿元, 同比增长 255%-293%, Q2 扣非归母净利润为 5.45-6.45 亿元, 同比增长 236%-298%, 环比增长 35%-59%。公司业绩提升主要得益于 Q2 湿法锂电池隔膜产能增加, 且员工奖金等费用已在 Q1 体现, 随着公司持续开拓海内外市场, 湿法锂电池隔膜产销持续稳定增长, 竞争优势不断巩固。

■ **Q2 公司隔膜满产满销, 出货环比增长 20-30%, 维持高盈利水平。**我们预计公司 Q2 隔膜生产 6.5 亿平左右, 环比增长 20-30%, 目前单月排产近 2.5 亿平, 持续满产满销。我们预计 Q2 隔膜单平利润 0.85-0.9 元/平左右, 环比提升近 10%, 主要受益于涂覆比例的提升及客户结构的改善。其中, 我们预计苏州捷力出货 1 亿平+, 贡献净利 1 亿元, 单平净利 1 元/平, 其余子公司东航光电、纽米科技逐步开始放量。Q2 公司传统业务预计贡献 3 亿+收入, 净利润 0.3 亿+, 环比持平。

■ **国内外高景气度+产品结构改善, 公司隔膜业务有望量利双升。**20 年底公司母卷产能达到 33 亿平, 上半年公司出货近 12 亿平, 年中公司新产能释放后, 排产将进一步提升, 下半年环比有望再提升 40%+。公司主要客户, 包括 CATL、lg 等下半年订单旺盛, 需求或超预期, 我们预计公司 21 年出货有望达 27-28 亿平, 同比翻番。产品结构方面, 公司联合日本设备厂商联合开发基涂一体化产线, 有望带动公司涂覆隔膜占比提升, 我们预计到年底公司涂覆隔膜占比有望提升 10pct 至 40%, 提高单平盈利水平。

■ **22 年行业供给紧张, 景气度进一步提升, 公司产能扩张领先, 龙头地位进一步提升。**我们预计 21 年底公司母卷产能 50 亿平, 位列全球第一, 公司锁定设备供应商日本制钢所产能, 每年维持 15 亿平左右的产能扩张, 扩张速度领先同行, 此后产能扩张速度有望再提速。22 年行业供不应求, 行业产能利用率维持高位, 我们预计 2022 年全行业隔膜产能 132 亿平, 需求 120 亿平, 对产能利用率维持 90%+, 恩捷产能扩张领先, 我们预计出货 40-45 亿平, 同比 60%+, 叠加供需紧张情况下部分客户涨价, 公司涂覆比例提升, 产品结构优化, 单平利润有望进一步提升。

■ **投资建议:** 我们上修 21-23 年归母净利至 25.1/41.4/58.0 亿 (原预测 24.3/37.78/50 亿), 同增 125/65/40%, 对应 PE 为 83x/50x/36x, 我们给予 22 年 65xPE, 对应目标价 303 元, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 政策及销量不及预期、销量不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	234.10
一年最低/最高价	60.53/242.00
市净率(倍)	18.23
流通 A 股市值(百万元)	142897.61

基础数据

每股净资产(元)	12.98
资产负债率(%)	42.38
总股本(百万股)	888.16
流通 A 股(百万股)	610.41

相关研究

- 1、《恩捷股份 (002812): 与 LG 签订长期供货合同, 进军美国市场》2021-06-12
- 2、《恩捷股份 (002812): 21Q1 季报点评: 需求旺盛, 隔膜量利齐升》2021-04-28
- 3、《恩捷股份 (002812): 2020 年报及 2021 年一季度业绩预告点评: 销量持续高增, 结构优化将增强盈利水平》2021-03-18

公司预计 21Q2 归母净利润 5.68-6.58 亿元，环比增长 31%-52%，略超预期。公司预计 21 年 H1 归母净利润 10-10.9 亿元，同比增长 211%-239%，其中 Q2 归母净利润 5.68-6.58 亿元，同比增长 210%-260%，环比增长 31%-52%。公司预计 21H1 扣非归母净利润为 9.5-10.5 亿元，同比增长 255%-293%，其中 Q2 扣非归母净利润为 5.45-6.45 亿元，同比增长 236%-298%，环比增长 35%-59%。公司业绩提升主要得益于 Q2 湿法锂电池隔离膜产能的增加，且员工奖金等费用主要已在 Q1 体现，随着公司持续开拓海内外市场，湿法锂电池隔离膜的产量和销量持续稳定增长，竞争优势不断巩固。

图 1: 公司季度业绩情况

	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)		1,443.2	1,701.7	1,140.7	887.8	552.9
-同比		161.05%	61.58%	56.63%	22.99%	-15.76%
毛利率		48.51%	45.64%	41.57%	35.28%	47.38%
归母净利润(百万)	567.91-657.91	432.1	472.1	322.1	183.2	138.2
-同比	210.38%-259.56%	212.59%	-116.51%	32.63%	3.70%	-34.89%
归母净利率		29.94%	27.74%	28.24%	20.63%	25.00%
扣非归母净利润(百万)	545.05-645.05	404.95	430.95	292.07	162.15	105.34
-同比	236%-298%	284.44%	116.10%	26.66%	13.17%	-41.32%
扣非归母净利率		28.06%	25.32%	25.60%	18.26%	19.05%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

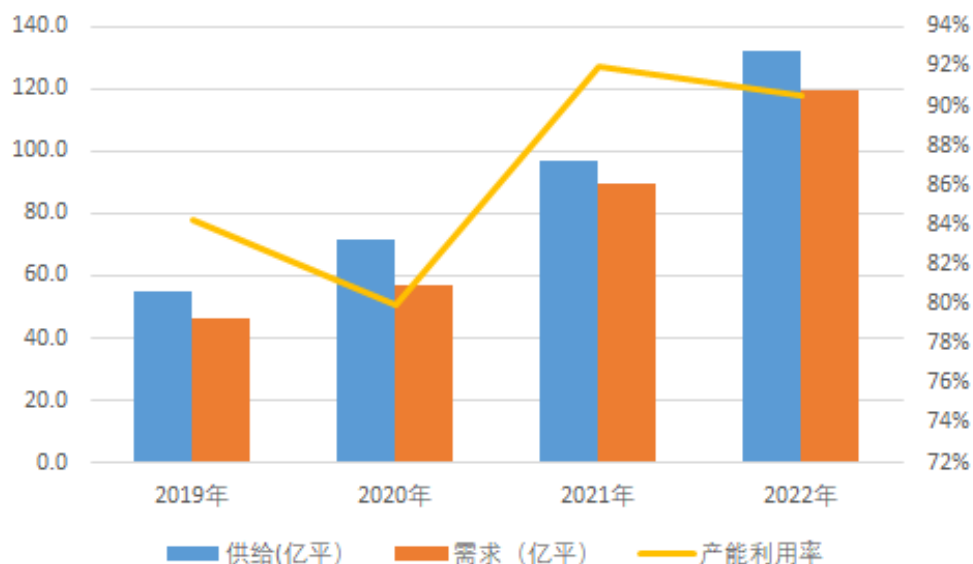
Q2 公司隔膜满产满销，出货环比增长 20-30%，维持高盈利水平。我们预计公司 Q2 隔膜生产 6.5 亿平左右，环比增长 20-30%，持续满产满销。我们预计 Q2 隔膜单平利润 0.85-0.9 元/平左右，环比提升近 10%，主要受益于涂覆比例的提升及客户结构的改善。其中，我们预计苏州捷力出货 1 亿平+，贡献净利 1 亿元，单平净利 1 元/平，其余子公司东航光电、纽米科技逐步开始放量。Q2 公司传统业务预计贡献 3 亿+收入，净利润 0.3 亿+，环比持平。

国内外高景气度+产品结构改善，公司隔膜业务有望量利双升。20 年底公司母卷产能达到 33 亿平，上半年公司出货近 12 亿平，年中公司新产能释放后，排产将进一步提升，下半年环比有望再提升 40%+。公司主要客户，包括 CATL、lg 等下半年订单旺盛，需求或超预期，我们预计公司 21 年出货有望达 27-28 亿平，同比翻番，其中海外客户出货量有望超 5 亿平，消费类产品出货量 5 亿平，其余为国内动力类产品。产品结构方面，公司联合日本设备厂商联合开发基涂一体化产线，将于年中开始逐步投产，有望带动公司涂覆隔膜占比提升，我们预计到年底公司涂覆隔膜占比有望提升 10pct 至 40%，提高单平盈利水平。

22 年行业供给紧张，景气度进一步提升，公司产能扩张领先，龙头地位进一步提升。公司产能扩张领先，我们预计 21 年底公司母卷产能将达到 50 亿平，位列全球第一，隔膜产能扩张受制于设备，扩张速度较慢，公司锁定日本制钢所设备产能，每年维持 15

亿平左右的产能扩张，扩张速度领先同行，此后产能扩张速度有望再提速。22 年行业供不应求，行业产能利用率维持高位，我们预计 2022 年全行业隔膜产能 132 亿平，需求 120 亿平，对用产能利用率维持 90%+，恩捷产能扩张领先，我们预计出货 40-45 亿平，同比 60%+，叠加供需紧张情况下部分客户涨价，公司涂覆比例提升，产品结构优化，单平利润有望进一步提升。

图 2: 全球隔膜供需平衡测算



数据来源: Makrlines, GGII, 东吴证券研究所

投资建议: 我们上修 21-23 年归母净利至 25.1/41.4/58.0 亿 (原预测 24.3/37.78/50 亿), 同增 125/65/40%, 对应 PE 为 83x/50x/36x, 我们给予 22 年 65xPE, 对应目标价 303 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 电动车销量不及预期, 竞争加剧。

恩捷股份三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	8,708	9,854	13,559	18,054	营业收入	4,283	7,867	12,221	16,900
现金	2,375	393	611	845	减: 营业成本	2,457	4,197	6,334	8,898
应收账款	2,328	3,931	6,139	8,533	营业税金及附加	32	39	61	84
存货	1,157	1,918	2,972	4,236	营业费用	56	102	159	220
其他流动资产	2,657	3,292	3,360	3,775	管理费用	334	598	904	1,098
非流动资产	11,864	13,419	14,686	15,848	研发费用	178	295	411	529
长期股权投资	3	3	3	3	财务费用	189	133	205	210
固定资产	8,421	9,293	9,580	9,361	资产减值损失	57	51	59	41
在建工程	1,640	2,140	3,140	4,540	加: 投资净收益	9	2	2	2
无形资产	462	649	632	616	其他收益	140	140	140	140
其他非流动资产	2,978	3,474	4,471	5,868	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	20,572	23,273	28,245	33,902	营业利润	1,317	2,893	4,645	6,495
流动负债	4,290	5,158	7,822	9,201	加: 营业外净收支	-3	0	0	0
短期借款	2,322	2,211	3,654	3,591	利润总额	1,313	2,893	4,645	6,495
应付账款	471	805	1,215	1,706	减: 所得税费用	138	289	465	649
其他流动负债	1,497	2,142	2,954	3,904	少数股东损益	60	91	42	41
非流动负债	4,687	4,687	3,931	3,931	归属母公司净利润	1,116	2,512	4,139	5,804
长期借款	2,667	2,667	2,667	2,667	EBIT	1,506	3,026	4,850	6,705
其他非流动负债	2,020	2,020	1,264	1,264	EBITDA	2,068	3,771	5,683	7,593
负债合计	8,976	9,845	11,753	13,132	重要财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	493	584	626	667	每股收益 (元)	1.26	2.83	4.66	6.54
归属母公司股东权益	11,103	12,844	15,866	20,103	每股净资产 (元)	12.52	14.46	17.86	22.63
负债和股东权益	20,572	23,273	28,245	33,902	发行在外股份 (百万股)	887	888	888	888
					ROIC (%)	9.6%	15.4%	20.3%	23.5%
					ROE (%)	10.0%	19.6%	26.1%	28.9%
现金流量表 (百万 元)	2020	2021E	2022E	2023E	毛利率 (%)	42.6%	46.6%	48.2%	47.4%
经营活动现金流	1,055	1,332	2,951	4,122	销售净利率 (%)	27.4%	33.1%	34.2%	34.6%
投资活动现金流	-5,276	-2,298	-2,098	-2,048	资产负债率 (%)	43.6%	42.3%	41.6%	38.7%
筹资活动现金流	5,560	-1,015	-635	-1,840	收入增长率 (%)	35.6%	83.7%	55.3%	38.3%
现金净增加额	1,339	-1,981	218	234	净利润增长率 (%)	31.3%	125.2%	64.7%	40.2%
折旧和摊销	562	745	833	888	P/E	186.37	82.76	50.24	35.82
资本开支	2,666	2,300	2,100	2,050	P/B	18.73	16.19	13.10	10.34
营运资本变动	-884	-2,199	-2,325	-2,861	EV/EBITDA	104	57	38	28

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>