

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

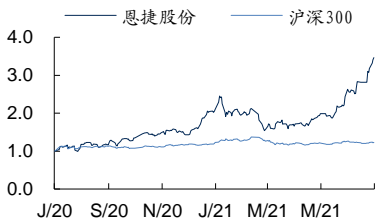
新能源

恩捷股份
增持

2021 年中报业绩预告点评

(维持评级)

2021 年 07 月 01 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)	207,918/142,898
上证综指/深圳成指	3,591/15,162
12 个月最高/最低(元)	242.00/65.51

相关研究报告:

《恩捷股份-002812-重大事件点评-隔膜坚定高速扩产, 启动铝塑膜落子第二成长曲线》——2021-06-21
 《恩捷股份-002812-2021 年一季报点评: Q1 盈利符合预期, 扩产稳步推进》——2021-04-28
 《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

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

单平盈利稳中有升, 新产能落地未来可期

● 公司产能稳步提升, Q2 盈利符合预期

公司公布 21 年半年报预告, 预计 21H1 归母净利润 10-10.9 亿元, 同比增加 211%-239%, 对应 Q2 归母净利润为 5.68-6.58 亿元, 环比增 31%-52%。21H1 扣非归母净利为 9.5-10.5 亿元, 同比增 255%-293%。公司湿法锂电隔膜产能爬坡, 产销持续增长, 售价端需求旺盛隔膜价格止跌, 成本端随着公司在线涂覆上量、规模增长和产线优化等措施成本持续下降, 公司隔膜单平盈利呈上涨趋势。

● 隔膜供需收紧涨价预期强烈, 进口设备限制下行业供给有限

预计当前公司动力隔膜月产能近 2 亿平, 消费类隔膜月产能 0.4-0.5 亿平, Q2 预计公司隔膜出货 6.5-7 亿平, 单平净利预计 0.85-0.9 元, 盈利有望环比上行。我们看好隔膜行业未来 1-2 年供需格局持续向好, 21 年全球预计新增锂电池需求超 100GWh, 对应 18-20 亿平隔膜产能, 当前隔膜供需偏紧, 下半年涨价预期强烈, 22 年在进口设备产线产能的限制下, 行业隔膜供给有限, 供需格局仍有望维持紧平衡。

● 公布铝塑膜扩建项目, 落子第二成长曲线

铝塑膜国产替代空间大, 有望成为公司业绩新增增长点。20 年铝塑膜全球出货 2.4 亿平, 到 25 年有望翻两倍, 市场空间近百亿, 国内企业市占率约 25%, 远低于锂电其他材料, 进口替代空间巨大。公司于 21 年 6 月公告建设 8 条铝塑膜产线, 对应年产能 2.7 亿平。进口替代下公司加大产能布局, 依靠动力电池客户优势铝塑膜有望贡献增量。

● 公司风险提示: 锂电池需求不达预期; 成本下降低于预期。
● 投资建议: 维持原有盈利预测, 维持“增持”评级。

公司持续公布新增产能布局, 保障后备储能和成本优势, 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。我们维持原有盈利预测, 我们预计公司 21-23 年归母净利润 22.9/32.0/46.1 亿元, 同比增长 106%/39%/44%, 对应 21-23 年 EPS 分别为 2.58/3.60/5.19, 当前股价对应 PE 分别为 91/65/45 倍, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

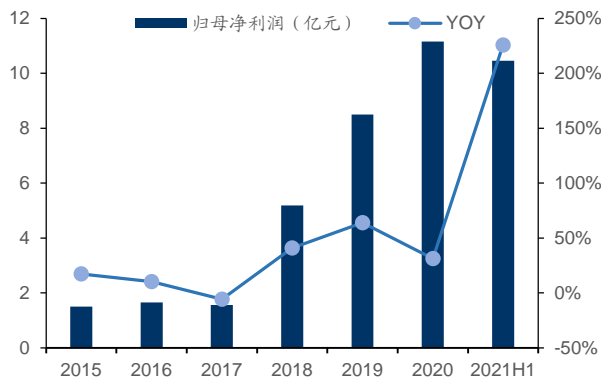
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,283.01	8,924.69	12,014.82	16,433.84
(+/-%)	35.56%	108.37%	34.62%	36.78%
净利润(百万元)	1115.60	2293.38	3198.33	4608.57
(+/-%)	31.27%	105.57%	39.46%	44.09%
摊薄每股收益(元)	1.26	2.58	3.60	5.19
EBIT Margin	32.76%	32.22%	33.40%	34.38%
净资产收益率(ROE)	10.05%	16.90%	20.47%	24.72%
市盈率(PE)	186.04	90.66	65.01	45.12
EV/EBITDA	110.38	60.82	43.18	31.38
市净率(PB)	18.69	15.32	13.31	11.15

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

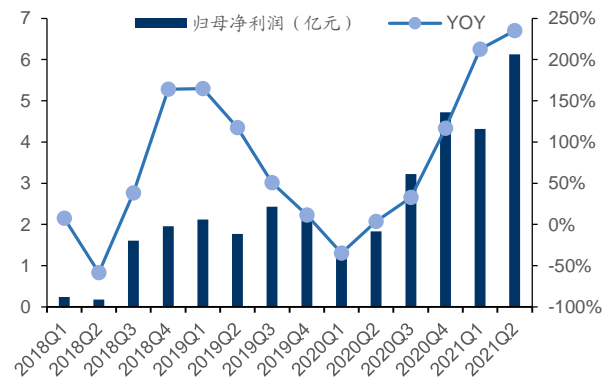
公司产能稳步提升，Q2 盈利符合预期。公司公布 21 年半年报预告，预计 21H1 归母净利润 10-10.9 亿元，同比增加 211%-239%，对应 Q2 归母净利润为 5.68-6.58 亿元，环比增 31%-52%。21H1 扣非归母净利润为 9.5-10.5 亿元，同比增 255%-293%。公司湿法锂电隔膜产能爬坡，产销持续增长，售价端需求旺盛隔膜价格止跌，成本端随着公司在线涂覆上量、规模增长和产线优化等措施成本持续下降，公司隔膜单平盈利呈上涨趋势。

图 1：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
注：21H1 取业绩预告均值

图 2：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
注：21Q2 取业绩预告均值

隔膜供需收紧涨价预期强烈，进口设备限制下行业供给

当前公司动力隔膜月产能近 2 亿平，消费类隔膜月产能 0.4-0.5 亿平，Q2 预计公司隔膜出货 6.5-7 亿平，单平净利预计 0.85-0.9 元，盈利有望环比上行。我们看好隔膜行业未来 1-2 年供需格局持续向好，21 年全球预计新增锂电池需求超 100GWh，对应 18-20 亿平隔膜产能，当前隔膜供需偏紧，下半年涨价预期强烈，22 年在进口设备产线产能的限制下，供需格局仍有望维持紧平衡。

行业供需紧张下，公司加快扩产步伐。21 年 6 月公告了新的 16 条隔膜产线扩产计划，项目投产时间集中在 24-26 年。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。伴随动力隔膜产能扩建和消费隔膜产能改造，预计 2021 年年底公司隔膜产能有望达近 40 亿平。

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	-	39	未披露	58
常州金坛项目 (一期)	2024 年 Q1	4	-	对应涂布线	-	13
常州金坛项目 (二期)	2024 年底	4	-	对应涂布线	-	13
常州金坛项目 (三期)	2026 年中	8	-	对应涂布线	-	26

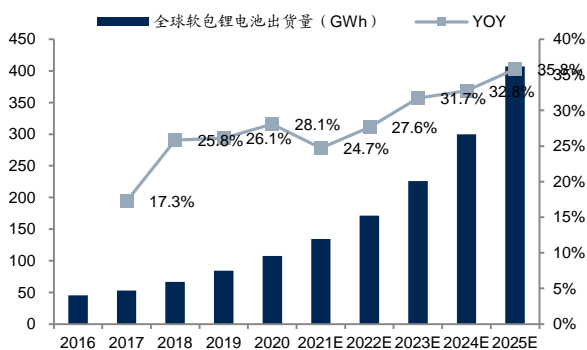
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

放眼未来，公司启动铝塑膜落子第二成长曲线

2021年6月18日，公司控股子公司上海恩捷与常州金坛区政府签订投资合作框架：约定在金坛金城科技园设立项目公司投建铝塑膜项目，计划固定资产投资约16亿元，通过自有资金和自筹资金等解决，计划建设8条铝塑膜产线，对应年产能2.7亿平。全球铝塑膜行业长期被日韩企业垄断，20年国内企业市占率快速提升，但仅为25%，远低于锂电其他材料，行业进口替代空间巨大，公司及早期布局，有望带动业绩新增长。

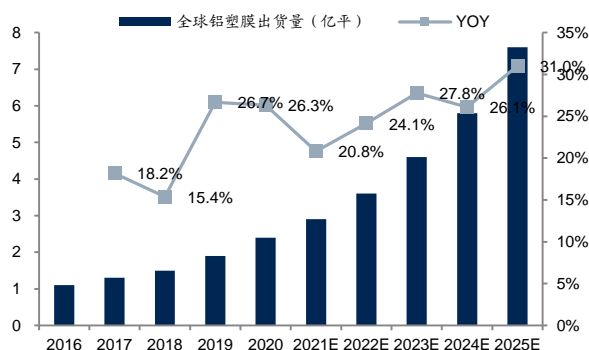
根据EVTank数据，2020年全球软包锂离子电池出货量107.7GWh，同比增长28%，对应全球铝塑膜2020年出货量达到2.4亿平，同比增长23.7%，按照2020年市场价格22元/平测算，铝塑膜整体市场规模达到52.8亿元。EVTank预计，2025年全球软包电池出货量有望达到407GWh，对应铝塑膜出货量7.6亿平，相比于2020年有三倍的需求空间，2025年全球市场空间预计近百亿。

图 3：全球软包锂离子电池出货量及预测（GWh）



资料来源：EVTank、国信证券经济研究所整理

图 4：全球铝塑膜出货量及预测（亿平）



资料来源：EVTank、国信证券经济研究所整理

投资建议：公司持续公布新增产能布局，保障后备储能和成本优势，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。我们预计公司21-23年归母净利润22.9/32.0/46.1亿元，同比增长106%/39%/44%，对应21-23年EPS分别为2.58/3.60/5.19，当前股价对应21-23年PE分别为91/65/45倍，维持原有盈利预测，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) 21.07.01	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
002709	天赐材料	106.6	1,015.6	1.0	1.9	3.1	3.7	108.8	56.7	34.7	28.7	买入
300037	新宙邦	100.1	411.2	1.2	1.7	2.3	2.8	81.4	57.5	43.7	35.2	增持
002812	恩捷股份	234.1	2,079.2	1.3	2.6	3.6	5.2	185.8	90.7	65.0	45.1	增持
603659	璞泰来	136.6	948.6	1.4	2.1	2.7	3.4	101.2	63.8	50.8	39.8	增持
300073	当升科技	56.2	254.9	0.9	1.5	2.2	2.8	66.1	37.2	26.1	20.4	买入

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	1800	1800	营业收入	4283	8925	12015	16434
应收款项	2719	4401	5596	7204	营业成本	2457	5184	6824	9311
存货净额	1157	2005	1931	2200	营业税金及附加	32	80	118	128
其他流动资产	1114	1785	2163	2629	销售费用	56	114	161	214
流动资产合计	8708	11335	12833	15177	管理费用	156	671	899	1131
固定资产	10061	12821	15249	17687	财务费用	189	156	197	186
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
资产总计	20572	25913	29794	34529	营业利润	1317	2737	3834	5483
短期借款及交易性金融负债	2322	4027	4127	3280	营业外净收支	(4)	0	0	0
应付款项	1167	2470	3456	4628	利润总额	1313	2737	3834	5483
其他流动负债	801	1365	1737	2746	所得税费用	138	319	460	624
流动负债合计	4290	7863	9320	10653	少数股东损益	60	125	175	251
长期借款及应付债券	3423	2381	2381	2381	归属于母公司净利润	1116	2293	3198	4609
其他长期负债	1264	1524	1784	2007					
长期负债合计	4687	3905	4165	4388	现金流量表 (百万元)				
负债合计	8976	11768	13485	15042	净利润	1116	2293	3198	4609
少数股东权益	493	571	683	847	资产减值准备	(14)	60	13	14
股东权益	11103	13574	15625	18640	折旧摊销	558	737	1115	1454
负债和股东权益总计	20572	25913	29794	34529	公允价值变动损失	(29)	(10)	(10)	(10)
					财务费用	189	156	197	186
关键财务与估值指标					营运资本变动	(947)	(1014)	132	74
每股收益	1.26	2.58	3.60	5.19	其它	56	18	99	150
每股红利	0.38	0.97	1.29	1.79	经营活动现金流	740	2084	4548	6291
每股净资产	12.52	15.28	17.59	20.99	资本开支	(4131)	(3500)	(3500)	(3850)
ROIC	11%	15%	18%	22%	其它投资现金流	(1344)	0	0	0
ROE	10%	17%	20%	25%	投资活动现金流	(5475)	(3500)	(3500)	(3850)
毛利率	43%	42%	43%	43%	权益性融资	5183	0	0	0
EBIT Margin	33%	32%	33%	34%	负债净变化	699	0	0	0
EBITDA Margin	46%	40%	43%	43%	支付股利、利息	(337)	(864)	(1147)	(1594)
收入增长	36%	108%	35%	37%	其它融资现金流	191	1705	100	(847)
净利润增长率	31%	106%	39%	44%	融资活动现金流	6098	841	(1048)	(2441)
资产负债率	46%	48%	48%	46%	现金净变动	1363	(575)	0	0
息率	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	货币资金的期初余额	1012	2375	1800	1800
P/E	186.0	90.7	65.0	45.1	货币资金的期末余额	2375	1800	1800	1800
P/B	18.7	15.3	13.3	11.2	企业自由现金流	(3263)	(1237)	1278	2686
EV/EBITDA	110.4	60.8	43.2	31.4	权益自由现金流	(2373)	330	1204	1675

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