

恩捷股份 (002812)

公司研究/点评报告

21Q2 业绩高增，龙头扩产提升市占率

—恩捷股份 (002812) 2021 年半年报点评

点评报告/基础化工

2021 年 08 月 30 日

一、事件概述

8月26日，公司发布2021年半年报，上半年实现营收33.94亿元，同比增长135.58%，实现归母净利润10.50亿元，同比增长226.76%，位于此前预告的10-10.9亿范围内，扣非后归母净利润9.84亿元，同比增长267.78%，位于此前预告的9.5-10.5亿范围内，业绩符合预期。

二、分析与判断

➤ 21Q2 营收和归母净利润同环比大增，上半年膜类产品毛利同增 5.1pct

营收和净利：公司2021Q2营收19.51亿元，同比增长119.71%，环比增长35.15%，归母净利润为6.18亿元，同比增长237.46%，环比增长43.05%，扣非后净利润为5.79亿元，同比增长256.95%，环比增长42.93%，主要得益于下游需求同环比大增。**毛利率：**2021Q2毛利率为46.42%，同比增长11.13pct，环比略降2.10pct。**费用率：**公司2021Q2期间费用率为9.77%，同比下降5.80pct，费用管控良好，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为0.82%、2.36%、4.88%、1.71%，同比变动-2.00pct、-1.47pct、0.94pct和-3.26pct。**净利率：**2021Q2净利率为33.38%，同比增长11.17pct，环比增长1.76pct。**现金流：**2021Q2经营活动现金流量净额为47.02亿元，同比减少71.78%，环比减少76.11%，主要原因为下半年需求旺盛，公司大规模购入原材料导致。**分产品看：**公司膜类产品2021H1实现营收29.25亿元，同比增长184.45%，毛利率50.38%，同比增长5.14pct，主要得益于锂电隔膜中涂布占比提升和产能利用率提升。

➤ 隔膜龙头快速扩产有望提升市占率，满足全球优质客户需求

出货和产能：2020年公司出货量13亿平，全球第一，公司21H1出货12亿平，根据GGII数据，21H1国内隔膜出货34.5亿平，占比35%，国内第一。公司下半年持续扩产，2021年全年有望出货30亿平左右，同比增长130%，22年产能将达到45-50亿平；23年产能将达到65-70亿平的产能。上游挤出机主要厂商日本制钢所、德国布鲁克纳和日本东芝等产能有限，公司已锁定部分设备供应，有望持续扩大市场份额。**客户：**公司下游客户优质，包括松下、三星、LGC、特斯拉，以及宁德时代、比亚迪、国轩、孚能、力神等超过20家的国内锂电池企业；此外，公司通过与亿纬锂能合资方式，锁定其16亿平的年需求；通过与LG-通用合资公司签订2.58亿美元合同，锁定了通用汽车BEV3平台的隔膜需求，将充分受益美国新能源车市场的井喷。

➤ 21H1 上海恩捷单平净利提升，未来存涨价预期

子公司上海恩捷21H1实现营收26.83亿元，同比增长365%，净利润9.67亿，同比增长331%，得益于下游需求旺盛叠加苏州捷力2020年上半年并表；上海恩捷21H1净利润为36%，单平净利0.81元，与2020年相比，提升了0.07元。我们预计，全球隔膜未来五年CAGR达46%，2021-2022年全球锂电池隔膜实际需求约73/140亿平方米，产能错配下行业实际供给89/125亿平方米，2022年行业或将出现供不应求，隔膜扩产周期需要2年以上，行业内部分小客户处隔膜已有涨价，未来仍存较强涨价预期。

➤ 在线涂布+设备自主化生产，降低制造成本

公司在线涂布产能快速释放，当前5条线满产，年底10条，明年34条，后年56条线，相比传统离线涂布，良率大幅度提升。公司此前与胜利精密成立合资公司控股苏州富强JOT，有望于22H2实现设备国产化，进一步降低制造成本。公司还通过规模优势降低原材料采购价、停机换线时间，通过提高车速提升效率，有望进一步形成成本壁垒。

推荐

维持评级

当前价格： 279.0 元

交易数据

2021-8-27

近12个月最高/最低(元)	290.88/77.37
总股本(百万股)	892
流通股本(百万股)	861
流通股比例(%)	96.50
总市值(亿元)	2,490
流通市值(亿元)	2,403

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)公司深度研究:强者恒强，隔膜龙头高确定性快速增长
- 2.恩捷股份(002812):龙头持续扩产，铝塑膜业务带来新增量

三、投资建议

公司产能快速增长，市占率有望进一步提升，供需紧张下价格有望上涨，我们预计公司2021-2023年归母净利润为24.84、37.26、50.93亿元，同比分别增长122.7%、50%、36.7%，当前股价对应2021-2023年PE分别为100、67、49倍。参考CS新能源车当前PE-TTM为134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：

全球新能源车需求不及预期；芯片供应不足影响主机厂需求；产能扩张速度不及预期；全球隔膜供应超预期释放。

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	7,984	11,231	15,355
增长率 (%)	35.6	86.4	40.7	36.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,116	2,484	3,726	5,093
增长率 (%)	31.3	122.7	50.0	36.7
每股收益 (元)	1.34	2.79	4.18	5.71
PE (现价)	208.2	100.1	66.8	48.8
PB	22.3	18.0	14.2	11.1

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	7,984	11,231	15,355
营业成本	2,457	4,351	6,010	8,322
营业税金及附加	32	52	73	100
销售费用	56	104	146	200
管理费用	156	192	258	353
研发费用	178	224	314	430
EBIT	1,403	3,062	4,430	5,950
财务费用	189	207	265	258
资产减值损失	(18)	0	0	(0)
投资收益	9	10	10	10
营业利润	1,317	2,973	4,175	5,702
营业外收支	(4)	(108)	0	0
利润总额	1,313	2,865	4,175	5,702
所得税	138	301	438	599
净利润	1,176	2,564	3,736	5,103
归属于母公司净利润	1,116	2,484	3,726	5,093
EBITDA	1,965	3,941	5,471	7,139
资产负债表 (百万元)				
货币资金	2375	982	3402	2513
应收账款及票据	2708	4558	6756	9001
预付款项	181	292	423	572
存货	1157	2088	2497	3781
其他流动资产	537	537	537	537
流动资产合计	8708	12031	15922	20992
长期股权投资	3	13	23	33
固定资产	8421	11421	13421	15421
无形资产	462	549	664	761
非流动资产合计	11864	14692	16392	17928
资产合计	20572	26723	32314	38920
短期借款	1796	1796	1796	1796
应付账款及票据	1167	2171	2926	4102
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	4290	5457	6892	8475
长期借款	2667	5167	5667	5667
其他长期负债	2020	1691	1691	1691
非流动负债合计	4687	6858	7358	7358
负债合计	8976	12315	14250	15833
股本	887	892	892	892
少数股东权益	493	573	583	593
股东权益合计	11596	14408	18064	23087
负债和股东权益合计	20572	26723	32314	38920

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	86.4	40.7	36.7
EBIT 增长率	31.2	118.2	44.7	34.3
净利润增长率	31.3	122.7	50.0	36.7
盈利能力				
毛利率	42.6	45.5	46.5	45.8
净利润率	26.0	31.1	33.2	33.2
总资产收益率 ROA	5.4	9.3	11.5	13.1
净资产收益率 ROE	10.0	18.0	21.3	22.6
偿债能力				
流动比率	2.0	2.2	2.3	2.5
速动比率	1.8	1.8	1.9	2.0
现金比率	0.9	0.4	0.7	0.5
资产负债率	0.4	0.5	0.4	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	2.8	4.2	5.7
每股净资产	12.5	15.5	19.6	25.2
每股经营现金流	1.1	0.3	5.7	2.5
每股股利	0.2	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	208.2	100.1	66.8	48.8
PB	22.3	18.0	14.2	11.1
EV/EBITDA	117.7	61.5	43.9	33.7
股息收益率	0.1	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)				
净利润	1,176	2,564	3,736	5,103
折旧和摊销	580	879	1,041	1,189
营运资金变动	(908)	(3,549)	(36)	(4,376)
经营活动现金流	994	241	5,051	2,239
资本开支	2,666	3,804	2,731	2,715
投资	(2,099)	0	0	0
投资活动现金流	(5,276)	(3,804)	(2,731)	(2,715)
股权募资	5,183	329	0	0
债务募资	1,211	2,171	500	0
筹资活动现金流	5,560	2,171	100	(412)
现金净流量	1,278	(1,392)	2,419	(889)

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：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

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

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。