

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

新能源

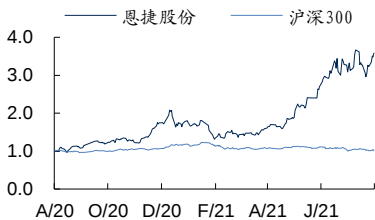
恩捷股份
增持

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 27 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)	892/861
总市值/流通(百万元)	253,113/244,254
上证综指/深圳成指	3,502/14,415
12 个月最高/最低(元)	308.18/76.66

相关研究报告:

《恩捷股份-002812-2021 年中报业绩预告点评: 单平盈利稳中有升, 新产能落地未来可期》——2021-07-02
 《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

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

公司隔膜扩产加速, 行业供需持续收紧
● 21H1 盈利 10.50 亿元, 中报业绩符合预期

公司 21H1 实现营收 33.94 亿元, 同比+136%; 对应 Q2 营收 19.51 亿元, 环比+35%。21H1 公司实现归母净利润 10.50 亿元, 同比+227%, 对应 Q2 归母净利润 6.18 亿元, 环比+43%。21H1 公司毛利率为 47.31%, 同比+7.38pct; 净利率为 32.63%, 同比+8.36pct。21H1 公司出货快速增至近 12 亿平, 下游需求旺盛隔膜价格止跌, 公司产能利用率持续提升, 规模增长、涂覆上量等助力盈利能力持续提升。

● 隔膜盈利维持高位, 扩产节奏持续加速

隔膜出货高速增长, 盈利能力环比提升。公司 21H1 膜类业务营收 29.25 亿元, 同比+184%; 毛利率为 50.38%, 同比+5.14%。公司紧密携手下游 LG、宁德时代等客户, 受益锂电需求旺盛出货高增。21H1 公司在国内隔膜市占率持续提升, 稳居国内第一。公司高产能利用率、产线技改有效降低折旧与能耗, 持续降低单位成本。我们预计, 公司 Q2 单平净利预计 0.8-0.85 元, 环比有所提升。全年来看, 无锡二期基地有望年底建成贡献业绩, 在线涂覆下半年或将产能释放增厚利润。我们预计公司全年隔膜业务有望量利齐升, 21 年出货预计近 30 亿平。

● 设备限制隔膜扩产, 看两年隔膜供需持续紧平衡

全球主流隔膜设备商整体产能有限, 设备购买交付和调试需要至少二年时间, 隔膜设备供应显著影响隔膜扩产。日本制钢所扩产节奏保守, 公司也计划自行研发设备加速扩产, 预计每年新增 20 亿平隔膜产能。按照当前全球隔膜扩产节奏, 预计未来 2 年全球隔膜有望维持紧平衡。

● 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: 上调盈利预测, 维持“增持”评级

基于下游需求持续高景气和涂覆隔膜下半年有望持续上量, 我们上调原有盈利预测。我们预计公司 21-23 年归母净利润 24.5/43.5/60.4 亿元 (原有预测 22.9/32.0/46.1 亿元), 同比增长 119%/78%/39%, 对应 21-23 年 EPS 分别为 2.74/4.87/6.77, 当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 103/58/42 倍, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

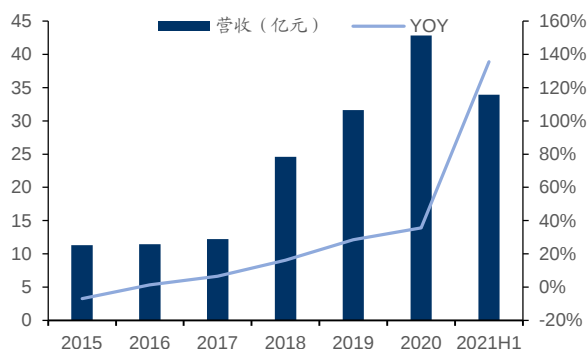
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,283.01	9,682.90	14,824.11	20,440.92
(+/-%)	35.56%	126.08%	53.10%	37.89%
净利润(百万元)	1115.60	2446.35	4347.49	6044.42
(+/-%)	31.27%	119.28%	77.71%	39.03%
摊薄每股收益(元)	1.26	2.74	4.87	6.77
EBIT Margin	36.92%	31.65%	36.20%	35.96%
净资产收益率(ROE)	10.05%	17.65%	25.72%	28.60%
市盈率(PE)	225.40	103.47	58.22	41.88
EV/EBITDA	121.71	59.51	36.84	27.79
市净率(PB)	22.65	18.27	14.98	11.98

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

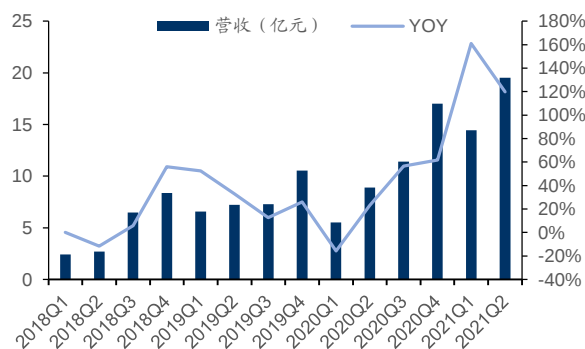
公司 21H1 实现营收 33.94 亿元，同比+136%；对应 Q2 营收 19.51 亿元，环比+35%。21H1 公司实现归母净利润 10.50 亿元，同比+227%，对应 Q2 归母净利润 6.18 亿元，环比+43%。21H1 公司毛利率为 47.31%，同比+7.38pct；净利率为 32.63%，同比+8.36pct。下游需求旺盛隔膜价格止跌，公司产能利用率持续提升，规模增长、涂覆上量等助力盈利能力提升。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



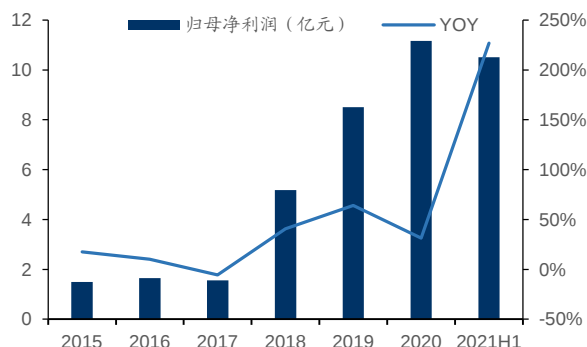
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



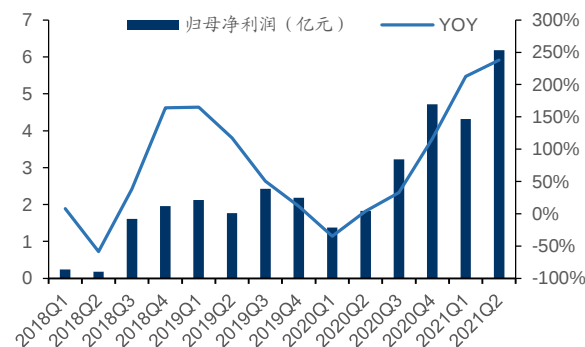
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：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

图 4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

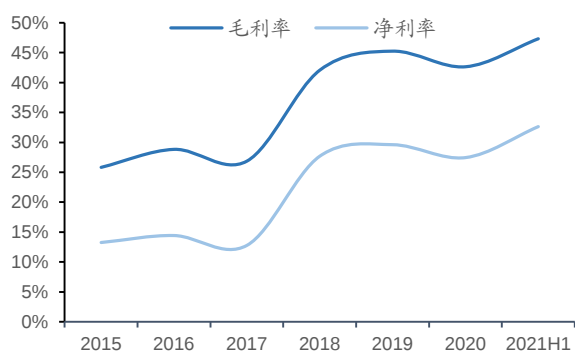


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 Q2 费用率显著降低。21H1 公司期间费用率为 11.81%，同比-6.46pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 1.19%（-1.80pct）/3.14%（-1.75pct）/5.00%（+0.48pct）/2.47%（-3.40pct）；费用率同比降低主要系销售费用中运输费调整至营业成本以及营收基数高所致。公司 21Q2 期间费用率为 9.77%，环比下降 4.78pct，主要系效率提升管理费用下降所致。21H1 公司经营性现金净流量为 2.44 亿元，同比+21%，主要系销售回款增加所致。21H1 公司计提资产减值损失 0.13 亿元，冲回信用减值损失 0.01 亿元，主要系应收账款收回所致。

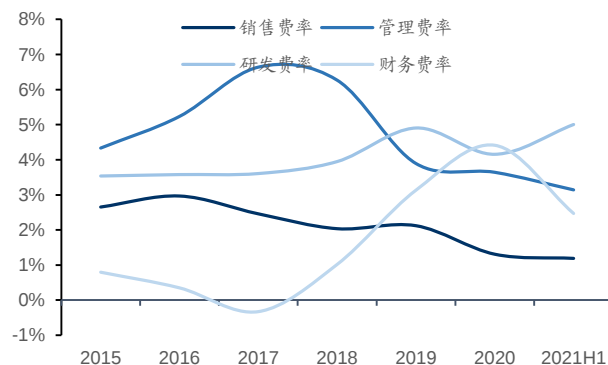
公司偿债能力略有下降，周转能力同比回升。公司 21H1 流动比率、速动比率、现金比率分别为 1.92、1.57、0.62，整体呈下行态势；应收账款周转率和存货周转率略降至 1.21、1.34，较去年同比显著回升。

图 5：公司毛利率、净利率和 ROE 变化



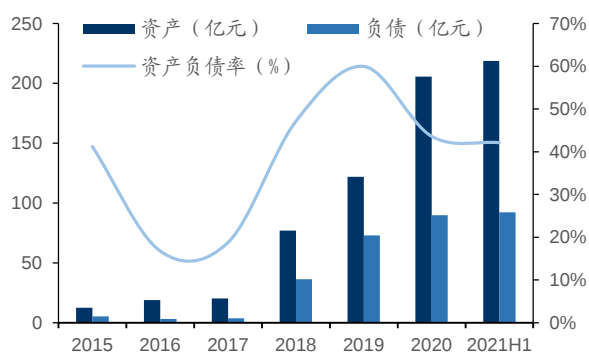
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司四费占比情况变化



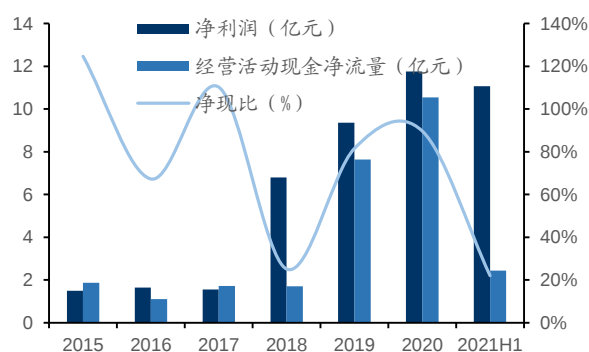
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：公司资产、负债和资产负债率情况



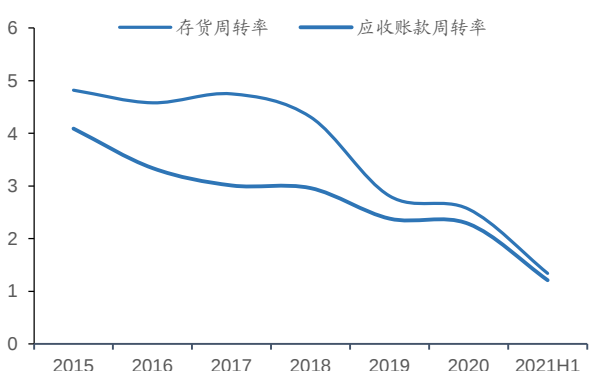
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：公司经营活动现金流情况



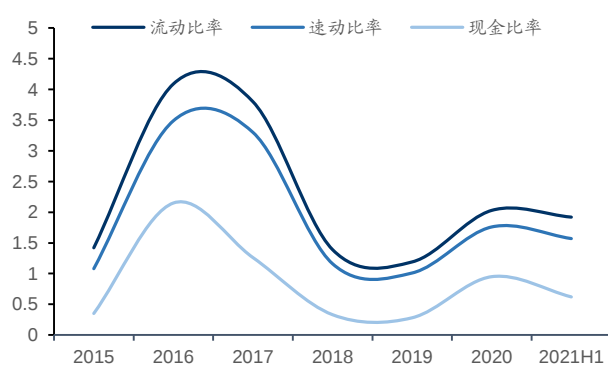
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9：公司营运能力指标变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

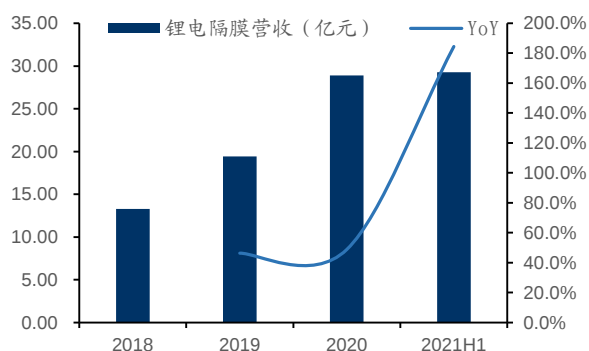
图 10：公司偿债能力指标变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

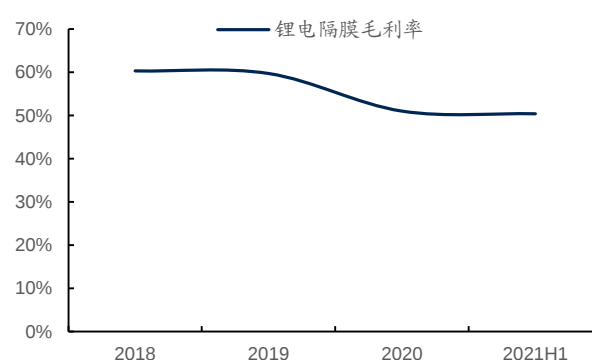
隔膜出货高速增长，盈利能力环比提升。公司 21H1 隔膜业务营收 29.25 亿元，同比+184%；毛利率为 50.38%，同比+5.14%。21H1 上海恩捷营收 26.83 亿元，净利率为 36.05%。公司与 LG、宁德时代、国轩高科等客户密切合作，下游锂电需求旺盛带动出货高增。公司规模采购原材料具有成本优势，同时高产能利用率、产线升级等有效降低单位折旧和能耗，增厚利润。我们预计，公司上半年出货近 12 亿平，Q2 隔膜出货近 6.5 亿平，单平净利有望达到 0.8-0.85 元，盈利能力环比提升。公司技改后单月动力隔膜产能近 2 亿平，公司无锡二期基地有望年底建成贡献业绩；我们预计在隔膜行业近供需背景下，公司扩产有望助推出货高增，预计 21 年全年隔膜出货或将达到 30 亿平。

图 11: 公司膜类业务营收 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

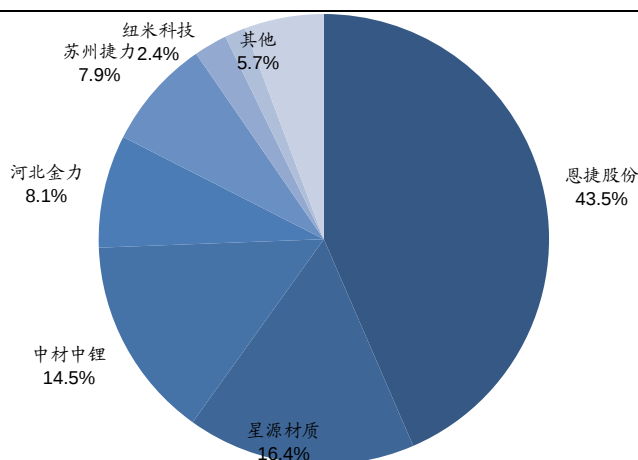
图 12: 公司膜类业务毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司 21H1 湿法隔膜国内第一，持续扩产巩固地位。21H1 公司在国内湿法隔膜市场出货量维持第一，市占率达到 43.5%；子公司苏州捷力、纽米科技市占率分别为 7.9%、2.4%。21 年 6 月公司公告了新的 16 条隔膜产线扩产计划；21 年 8 月，公司又与亿纬锂能合资新建 16 亿平产线。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 50 亿平，龙头地位有望持续稳固。

图 13: 21H1 国内湿法隔膜竞争格局



资料来源: 鑫椏锂电，国信证券经济研究所整理

表 1: 恩捷股份产能规划表 (亿平)

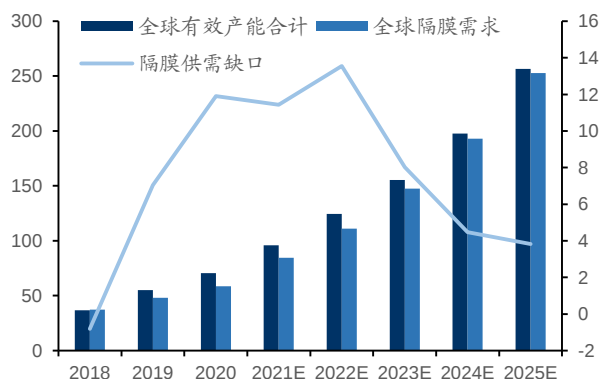
	技术路线	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	规划总产能	规划总产线	单线产能	预计建成
上海恩捷	湿法	3.0	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	6.0	0.53	2018 年底
珠海一期	湿法	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	12.0	0.83	2018 年底
珠海二期	湿法			3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	4.0	0.75	2020 年
无锡一期	湿法		5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	8.0	0.65	2019 年 9 月
无锡二期	湿法		2.6	2.6	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	8.0	0.65	2021 年底
江西一期	湿法	1.0	4.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	8.0	0.75	2019 年底
江西二期	湿法				6.0	6.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	1.00	2022 年
苏州捷力	湿法			4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	8.0	0.53	20 年并表
纽米科技	湿法			1.1	1.8	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	10.0	0.30	20 年 11 月
海外 (欧洲&美国)						15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	16.0	0.94	2022 年
重庆长寿基地	湿法					4.0	10.0	16.0	16.0	16.0	16.0	1.00	2024 年
常州金坛项目								8.0	16.0	16.0	16.0	1.00	2026 年
东航光电)	干法			1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	2.0	0.50	20 年收购
江西明扬	干法							3.0	5.0	5.0	10.0	0.50	2025 年
荆门合资 (权益产能)	湿法						4.0	8.8	8.8	8.8	8.8	1.00	2024 年
其他新建产能 (潜在)	湿法						10.0	15.0	25.0	25.0	25.0	1.00	
母卷产能合计		14.0	25.0	36.3	45.6	65.8	87.8	114.6	134.6	134.6	165.8	0.81	
有效产能		7.0	12.5	18.2	31.9	49.4	68.5	91.7	114.4	134.6	165.8	0.81	

资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理; 注: 部分项目公司未公布产能和产线数量, 相关产能和单线产能为国信证券经济研究所估算值

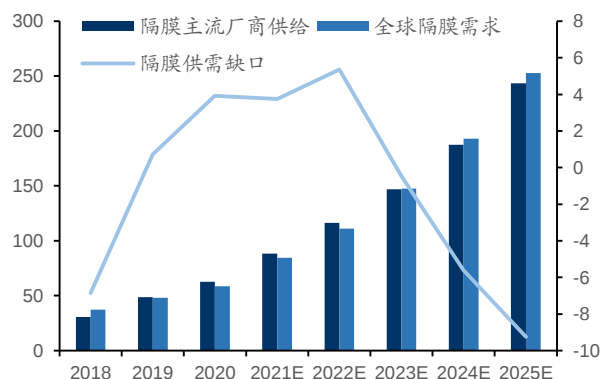
行业洗牌进入尾声价格止跌, 公司涂覆上量有望带动盈利增长。国内隔膜价格经过 17-20 年每年 30%以上的降幅, 二三线厂商多处于亏损, 落后产能逐步出清, 价格持续下跌可能性不大。21-22 年新能源车高增速, 隔膜供需偏紧, 价格有望上涨。公司在线涂覆有望下半年实现产能释放, 一体化技术有望提高良品率和效率, 提高涂覆隔膜占比, 增厚公司利润。

展望未来三年, 隔膜供需紧平衡。全球主流隔膜设备供应商有日本制钢所 (供应恩捷股份)、东芝 (供应湖南中锂) 和德国布鲁克纳 (供应星源材质) 等, 设备供应商整体产能有限, 并且从订单下发至设备交付通常需要一年半以上, 设备进厂后通常还需要数个月的设备调试时间, 隔膜设备的供应情况将很大程度上决定隔膜产线的扩张速度。

当前全球主流锂电隔膜企业供给与需求持续紧平衡, 按照目前的扩产节奏, 在叠加隔膜设备厂商产能有限, 我们预计全球隔膜有望维持至少 2-3 年的紧平衡。

图 14: 全球隔膜有效产能和供需测算 (亿元)


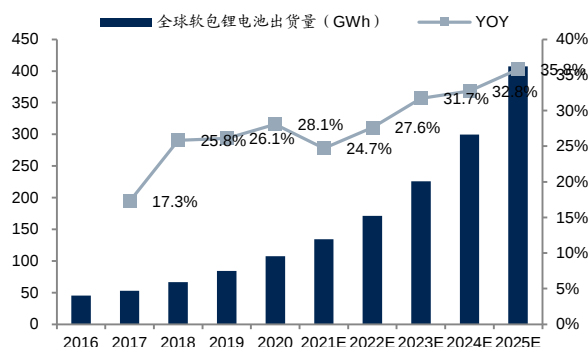
资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所预测

图 15: 全球主流隔膜厂有效产能和供需测算 (亿元)


资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所预测

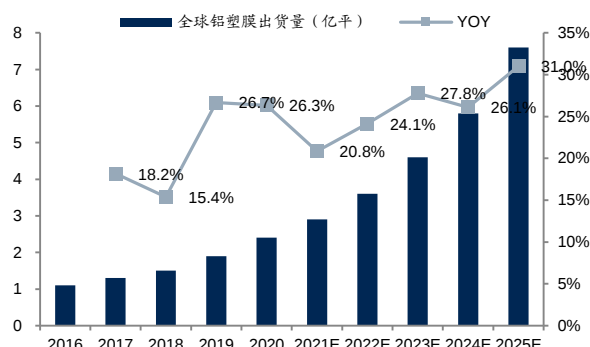
放眼未来，公司启动铝塑膜落子第二成长曲线。21年6月公司控股子公司上海恩捷计划固定资产投资约16亿元，建设8条铝塑膜产线，对应年产能2.7亿平。全球铝塑膜行业长期被日韩企业垄断，20年国内企业市占率快速提升，但仅为25%，远低于锂电其他材料，行业进口替代空间巨大，公司及早期布局，有望带动业绩新增长。当前公司铝塑膜主要聚焦在3C领域，动力类铝塑膜也在持续研发、送样和认证，公司与LG、亿纬和孚能等企业均有合作，依托下游大电池厂客户优势，公司动力类铝塑膜有望加速放量。

图 16: 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 17: 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: 上调盈利预测, 维持“增持”评级

公司产能持续加码, 保障后备储能和成本优势。基于下游需求持续高景气和公司隔膜涂覆持续上量, 我们上调原有盈利预测。我们预计公司 21-23 年归母净利润 24.5/43.5/60.4 亿元 (原有预测 22.9/32.0/46.1 亿元), 同比增长 119%/78%/39%, 对应 21-23 年 EPS 分别为 2.74/4.87/6.77, 当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 103/58/42 倍, 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) 21.08.26	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
002709	天赐材料	135.6	1,295.3	0.98	2.49	3.79	5.59	138.4	54.5	35.8	24.3	买入
300037	新宙邦	98.1	403.1	1.26	2.22	3.44	4.51	77.9	44.2	28.5	21.8	增持
002812	恩捷股份	283.6	2,531.1	1.3	2.7	4.9	6.8	225.1	103.5	58.2	41.9	增持
603659	璞泰来	153.3	1,064.6	1.35	2.52	3.56	5.11	113.6	60.8	43.1	30.0	增持

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）	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2375	1800	1800	3201	营业收入	4283	9683	14824	20441
应收款项	2719	4775	6904	8960	营业成本	2457	5606	8086	11225
存货净额	1157	1903	2095	2499	营业税金及附加	32	68	89	123
其他流动资产	1114	1937	2668	3271	销售费用	56	124	199	266
流动资产合计	8708	11758	14811	19274	管理费用	156	821	1084	1477
固定资产	10061	12183	13881	15505	财务费用	189	150	173	123
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	25699	30404	36445	营业利润	1317	2932	5211	7245
短期借款及交易性金融负债	2322	3659	2917	1500	营业外净收支	(4)	0	0	0
应付款项	1167	2345	3749	5256	利润总额	1313	2932	5211	7245
其他流动负债	801	1347	1919	3184	所得税费用	138	352	625	869
流动负债合计	4290	7351	8585	9940	少数股东损益	60	134	238	331
长期借款及应付债券	3423	2381	2381	2381	归属于母公司净利润	1116	2446	4347	6044
其他长期负债	1264	1524	1784	2007					
长期负债合计	4687	3905	4165	4388					
负债合计	8976	11256	12750	14329					
少数股东权益	493	587	754	985					
股东权益	11103	13857	16900	21131					
负债和股东权益总计	20572	25699	30404	36445					

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1116	2446	4347	6044
资产减值准备	(14)	55	8	9
折旧摊销	558	1378	1850	2273
公允价值变动损失	(29)	(10)	(10)	(10)
财务费用	189	150	173	123
营运资本变动	(947)	(1586)	(808)	(58)
其它	56	38	158	223
经营活动现金流	740	2322	5546	8481
资本开支	(4131)	(3500)	(3500)	(3850)
其它投资现金流	(1344)	0	0	0
投资活动现金流	(5475)	(3500)	(3500)	(3850)
权益性融资	5183	0	0	0
负债净变化	699	0	0	0
支付股利、利息	(337)	(734)	(1304)	(1813)
其它融资现金流	191	1337	(742)	(1417)
融资活动现金流	6098	603	(2046)	(3230)
现金净变动	1363	(575)	0	1401
货币资金的期初余额	1012	2375	1800	1800
货币资金的期末余额	2375	1800	1800	3201
企业自由现金流	(3104)	(1011)	2265	4833
权益自由现金流	(2214)	194	1370	3308

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.26	2.74	4.87	6.77
每股红利	0.38	0.82	1.46	2.03
每股净资产	12.52	15.53	18.94	23.68
ROIC	11%	16%	23%	29%
ROE	10%	18%	26%	29%
毛利率	43%	42%	45%	45%
EBIT Margin	37%	32%	36%	36%
EBITDA Margin	50%	46%	49%	47%
收入增长	36%	126%	53%	38%
净利润增长率	31%	119%	78%	39%
资产负债率	46%	46%	44%	42%
息率	0.1%	0.3%	0.5%	0.7%
P/E	225.4	103.5	58.2	41.9
P/B	22.6	18.3	15.0	12.0
EV/EBITDA	121.7	59.5	36.8	27.8

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。

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