

恩捷股份 (002812.SZ) 扩产进度大幅领先同业，奠定后续高增长基调

2021年08月30日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

刘强 (分析师)

熊镐 (联系人)

liuqiang@kysec.cn

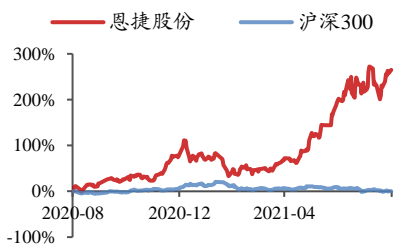
xionghao@kysec.cn

证书编号: S0790520010001

证书编号: S0790120090002

日期	2021/8/30
当前股价(元)	285.00
一年最高最低(元)	308.18/0.00
总市值(亿元)	2,543.36
流通市值(亿元)	2,454.34
总股本(亿股)	8.92
流通股本(亿股)	8.61
近3个月换手率(%)	66.29

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-与 LG 化学子公司签订合作协议, 海外拓展更进一步》-2021.6.14

《公司信息更新报告-业绩符合预期, 降价趋缓+结构优化贡献业绩弹性》-2021.4.27

《公司信息更新报告-业绩符合预期, 2021 年有望强势增长》-2021.3.18

● 扩产进度大幅领先同业，奠定后续高增长基调，维持“买入”评级

8月30日，公司发布最新的投资者调研公告，重点就扩产进度、成本下降空间等进行交流。根据中报，2021H1 营收 33.94 亿元，同比+135.6%；归母净利润 10.5 亿元，同比+226.8%；其中上海恩捷营收 26.83 亿元，净利润 9.67 亿元。2021Q2 公司营收 19.51 亿元，同比+119.7%；归母净利润 6.18 亿元，同比+237.5%；毛利率 46.4%。展望未来 2-3 年，受制于设备供应瓶颈，全行业供需紧张态势或将延续；公司是行业新增产能的主要贡献方，将充分享受需求增长+份额提升的红利。考虑到下半年行业涨价潮或将蔓延以及公司扩产超预期，我们上调 2021-2023 年归母净利润至 25.57 (+3.21) /39.43 (+8.16) /53.14 (+12.54) 亿元，EPS 为 2.88/4.44/5.98 元，当前股价对应 P/E 为 96.9/62.8/46.6 倍，维持“买入”评级。

● 规模效应+产品结构优化，单平净利润显著提升

我们预计 2021H1 隔膜产量 14.2 亿平米，出货量 12 亿平米，其中本部/捷力/纽米分别约 9.8/1.8/0.4 亿平米；单价 2.24 元/平米，同比+0.6%，主要系动力类隔膜中涂覆膜、海外出货占比提升；单平净利润 0.81 元/平米，同比+12.2%；单平折旧&摊销 0.29 元/平米，同比-47.4%。得益于新增产能投放，我们预计下半年公司隔膜出货量有望达 17 亿平米，规模效应推动固定成本进一步摊薄；下半年供需紧张态势加剧，预计隔膜涨价有望进一步蔓延；涂覆膜占比提升（原因系在线涂覆技术的推广）。综上，我们预计下半年公司单平净利润有望增至 0.9 元/平米以上。

● 产能扩张积极，布局干法隔膜迎接储能市场增长

公司通过自研+多元化设备采购并举的形式应对设备供应瓶颈，我们预计 2022-2024 年公司有望分别新增 25/30/40 条产线，截至 2024 年底公司产能有望增至 90 亿平米以上。公司与 Polypore 合资投产 10 亿平米干法隔膜产能，主要定位储能市场，采用吹塑法工艺，相较于国内主流的流延法在生产效率、生产成本上具备显著优势。最快有望于 2022 年上半年实现出货。

● 风险提示：电动车销量不及预期，公司产能扩张不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,160	4,283	7,925	11,198	15,563
YOY(%)	28.6	35.6	85.0	41.3	39.0
归母净利润(百万元)	850	1,116	2,557	3,943	5,314
YOY(%)	63.9	31.3	129.2	54.2	34.8
毛利率(%)	45.2	42.6	48.5	51.4	49.5
净利率(%)	26.9	26.0	32.3	35.2	34.1
ROE(%)	19.2	10.1	19.0	23.1	24.2
EPS(摊薄/元)	0.96	1.26	2.88	4.44	5.98
P/E(倍)	297.9	226.9	96.9	62.8	46.6
P/B(倍)	55.6	23.0	18.5	14.5	11.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5023	8708	12580	14180	19919
现金	1012	2375	2774	3359	3891
应收票据及应收账款	1610	2708	5217	5448	8700
其他应收款	832	11	42	33	71
预付账款	105	181	260	399	574
存货	759	1157	1778	2139	3517
其他流动资产	706	2277	2510	2802	3166
非流动资产	7170	11864	15224	18297	21500
长期投资	3	3	5	6	8
固定资产	4937	8421	11293	13963	16632
无形资产	299	462	652	887	1179
其他非流动资产	1931	2978	3275	3441	3680
资产总计	12193	20572	27804	32478	41419
流动负债	4229	4290	8205	8509	12039
短期借款	2670	1796	4154	3560	4464
应付票据及应付账款	905	1167	2233	2361	4330
其他流动负债	654	1327	1818	2587	3246
非流动负债	3083	4687	5460	5986	6276
长期借款	1968	3423	3938	4154	4069
其他非流动负债	1115	1264	1522	1833	2207
负债合计	7312	8976	13665	14495	18316
少数股东权益	330	493	627	835	1115
股本	805	887	888	888	888
资本公积	1894	7229	7229	7229	7229
留存收益	1880	2895	5264	8916	13839
归属母公司股东权益	4551	11103	13511	17148	21989
负债和股东权益	12193	20572	27804	32478	41419

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3160	4283	7925	11198	15563
营业成本	1730	2457	4079	5444	7862
营业税金及附加	15	32	61	79	105
营业费用	67	56	103	146	187
管理费用	123	156	246	342	467
研发费用	155	178	396	560	778
财务费用	99	189	173	187	171
资产减值损失	-5	-18	0	-5	-24
其他收益	122	140	190	250	300
公允价值变动收益	0	11	3	3	4
投资净收益	2	9	7	7	6
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	1063	1317	3066	4706	6328
营业外收入	0	2	1	1	1
营业外支出	1	5	2	2	2
利润总额	1062	1313	3065	4705	6326
所得税	126	138	373	554	733
净利润	936	1176	2692	4151	5594
少数股东损益	86	60	135	208	280
归母净利润	850	1116	2557	3943	5314
EBITDA	1562	2061	3776	5638	7440
EPS(元)	0.96	1.26	2.88	4.44	5.98

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	28.6	35.6	85.0	41.3	39.0
营业利润(%)	36.6	23.9	132.8	53.5	34.5
归属于母公司净利润(%)	63.9	31.3	129.2	54.2	34.8
获利能力					
毛利率(%)	45.2	42.6	48.5	51.4	49.5
净利率(%)	26.9	26.0	32.3	35.2	34.1
ROE(%)	19.2	10.1	19.0	23.1	24.2
ROIC(%)	10.4	7.5	11.8	15.5	16.9
偿债能力					
资产负债率(%)	60.0	43.6	49.1	44.6	44.2
净负债比率(%)	105.1	39.1	54.5	40.7	35.7
流动比率	1.2	2.0	1.5	1.7	1.7
速动比率	0.8	1.5	1.1	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	2.0	2.0	2.0	2.1	2.2
应付账款周转率	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.96	1.26	2.88	4.44	5.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	1.19	1.19	5.27	4.32
每股净资产(最新摊薄)	5.12	12.40	15.11	19.20	24.65
估值比率					
P/E	297.9	226.9	96.9	62.8	46.6
P/B	55.6	23.0	18.5	14.5	11.3
EV/EBITDA	165.5	124.6	67.5	45.2	34.4

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	763	1055	1059	4681	3840
净利润	936	1176	2692	4151	5594
折旧摊销	304	562	553	739	927
财务费用	99	189	173	187	171
投资损失	-2	-9	-7	-7	-6
营运资金变动	-616	-908	-2375	-416	-2881
其他经营现金流	42	45	22	28	35
投资活动现金流	-3074	-5276	-3903	-3802	-4119
资本支出	2119	2668	3183	2853	2927
长期投资	-820	-1330	-2	-2	-2
其他投资现金流	-1775	-3937	-721	-950	-1194
筹资活动现金流	2781	5560	974	678	359
短期借款	1740	-875	90	377	453
长期借款	1184	1455	515	215	-85
普通股增加	332	81	2	0	0
资本公积增加	-304	5335	0	0	0
其他筹资现金流	-171	-437	367	86	-9
现金净增加额	470	1339	-1870	1557	80

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn