

# 恩捷股份 (002812.SZ)

## 公司快报

### 隔膜业务大幅增长，产能扩张加速

#### 投资要点

- ◆ **事件：**公司披露 2021 年半年报，上半年实现营业收入 33.9 亿元，同比+135.6%；归母净利润 10.5 亿元，同比+226.8%；扣非归母净利润 9.8 亿元，同比+267.8%；毛利率 47.3%，同比+7.4pct。Q2 单季营业收入 19.5 亿元，同比+119.7%，环比+35.2%；归母净利润 6.2 亿元，同比+237.5%，环比+43.0%；毛利率 46.4%，同比+11.1pct，环比-2.1pct，在业绩预告范围之内。
- ◆ **隔膜出货量大幅增长，扩产再提速满足行业需求：**估算上半年公司隔膜出货量 12 亿平（同比增长近 200%），Q1/Q2 约为 5 亿/7 亿平。上海恩捷上半年实现营业收入 26.8 亿元，同比增长 365%，净利润 9.7 亿元，同比增长 336%。基于此估算公司上半年隔膜单平价格（不含税）/单平净利约 2.2 元/0.81 元。由于隔膜供应偏紧，估算 Q2 隔膜价格相比于 Q1 有提升。公司目前隔膜产能约 35 亿平，计划未来几年加快扩产速度，预计公司 2022 年产能到 45-50 亿平，2023 年到 65-70 亿平，扩产规划保障公司达成 2025 年全球市占率 50% 的目标。
- ◆ **费率控制良好，研发投入加大：**2021H1 公司销售/管理/财务/研发费率分别为 1.2%/3.1%/2.5%/5.0%（同比-1.8/-1.8/-3.4/+0.5pct），费用率总计 11.8%（同比-6.5pct）。各项费用中，研发增幅最大，上半年研发投入 1.7 亿，同比+161.1%，主要由于相应研发材料和人员费用支出增加。上半年经营活动现金流量净额为 2.4 亿，同比+21.3%，经营现金流总体良好。由于积极扩大隔膜业务规模，在建产线增加，2021H1 末公司在建工程达 24.6 亿，较年初增长 50%。
- ◆ **自研设备明年投入使用，新业务积极布局：**公司自研设备方案按计划进行，近期拟收购苏州富强和 JOT，发挥标的公司智能制造优势，自研设备明年下半年开始使用，届时将进一步强化成本和质量优势。新业务方面，公司规划 4 亿平铝塑膜，将充分受益未来铝塑膜行业增长；与 Celgard 合作设立干法隔膜厂，布局储能市场。
- ◆ **投资建议：**考虑到公司出货量及产品均价超预期，上调公司 2021-2023 年归母净利润分别至 25.5 亿元、46.7 亿元、60.2 亿元，相当于 2021 年 89.9 倍的动态市盈率，维持“买入-B”的投资评级。
- ◆ **风险提示：**全球新能源车需求不及预期；扩产不及预期；产品价格下滑。

投资评级

买入-B(维持)

股价(2021-09-03)

256.49 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	228,893.11
流通市值(百万元)	190,737.78
总股本(百万股)	892.41
流通股本(百万股)	861.17
12个月价格区间	0.00/308.18 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.03	59.14	210.4
绝对收益	7.06	56.86	212.49

分析师

肖索

SAC 执业证书编号：S09105180070004

xiaosuo@huajinsec.cn

021-20377056

#### 相关报告

- 恩捷股份：盈利能力上行，龙头持续扩张 2021-05-07
- 恩捷股份：隔膜出货持续增长，下半年业绩有望反弹 2020-08-25
- 恩捷股份：业绩符合预期，隔膜龙头持续扩张 2020-03-18
- 恩捷股份：季报超预期，明年海外及涂覆膜占比有望提升 2019-10-24
- 恩捷股份：业绩符合预期，隔膜龙头持续扩张 2019-08-26

## 财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,160	4,283	7,889	12,354	15,498
YoY(%)	28.6	35.6	84.2	56.6	25.5
净利润(百万元)	850	1,116	2,546	4,670	6,021
YoY(%)	63.9	31.3	128.2	83.5	28.9
毛利率(%)	45.2	42.6	49.0	54.0	53.8
EPS(摊薄/元)	0.95	1.25	2.85	5.23	6.75
ROE(%)	19.2	10.1	19.1	26.3	25.6
P/E(倍)	269.3	205.2	89.9	49.0	38.0
P/B(倍)	50.3	20.8	17.1	12.9	9.8
净利率(%)	26.9	26.0	32.3	37.8	38.8

数据来源: wind, 华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	5023	8708	10932	13846	16949	<b>营业收入</b>	3160	4283	7889	12354	15498
现金	1012	2375	1183	1853	2325	营业成本	1730	2457	4025	5681	7158
应收票据及应收账款	1610	2708	3603	5900	6499	营业税金及附加	15	32	63	74	93
预付账款	105	181	346	478	556	营业费用	67	56	118	173	217
存货	759	1157	1982	2449	3134	管理费用	123	156	300	395	465
其他流动资产	1537	2288	3818	3166	4436	研发费用	155	178	355	494	620
<b>非流动资产</b>	7170	11864	15565	18946	20180	财务费用	99	189	116	49	-159
长期投资	3	3	5	6	8	资产减值损失	-5	-18	47	74	93
固定资产	4937	8421	11268	13866	14894	公允价值变动收益	0	11	5	5	5
无形资产	299	462	528	608	705	投资净收益	2	9	7	7	6
其他非流动资产	1931	2978	3763	4466	4573	<b>营业利润</b>	1063	1317	3028	5525	7123
<b>资产总计</b>	12193	20572	26497	32792	37129	营业外收入	0	2	1	1	1
<b>流动负债</b>	4229	4290	6574	8396	7649	营业外支出	1	5	2	2	2
短期借款	2670	1796	3163	3695	2529	<b>利润总额</b>	1062	1313	3027	5523	7121
应付票据及应付账款	905	1167	1517	2034	2440	所得税	126	138	333	608	783
其他流动负债	654	1327	1894	2667	2680	<b>税后利润</b>	936	1176	2694	4916	6338
<b>非流动负债</b>	<b>3083</b>	<b>4687</b>	<b>5778</b>	<b>5731</b>	<b>4726</b>	少数股东损益	86	60	148	246	317
长期借款	1968	3423	4514	4467	3462	<b>归属母公司净利润</b>	850	1116	2546	4670	6021
其他非流动负债	1115	1264	1264	1264	1264	<b>EBITDA</b>	1628	2139	3913	6715	8434
<b>负债合计</b>	7312	8976	12352	14127	12375						
少数股东权益	330	493	641	887	1204	<b>主要财务比率</b>					
股本	805	887	892	892	892	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	1894	7229	7229	7229	7229	<b>成长能力</b>					
留存收益	1880	2895	5184	9363	14750	营业收入(%)	28.6	35.6	84.2	56.6	25.5
归属母公司股东权益	4551	11103	13504	17778	23550	营业利润(%)	36.6	23.9	129.9	82.5	28.9
<b>负债和股东权益</b>	12193	20572	26497	32792	37129	归属于母公司净利润(%)	63.9	31.3	128.2	83.5	28.9
						<b>获利能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>						毛利率(%)	45.2	42.6	49.0	54.0	53.8
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	26.9	26.0	32.3	37.8	38.8
<b>经营活动现金流</b>	763	1055	354	4610	4911	ROE(%)	19.2	10.1	19.1	26.3	25.6
净利润	936	1176	2694	4916	6338	ROIC(%)	10.9	7.8	12.3	18.2	20.4
折旧摊销	304	562	658	881	1056	<b>偿债能力</b>					
财务费用	99	189	116	49	-159	资产负债率(%)	60.0	43.6	46.6	43.1	33.3
投资损失	-2	-9	-7	-7	-6	流动比率	1.2	2.0	1.7	1.6	2.2
营运资金变动	-616	-908	-3101	-1224	-2312	速动比率	0.8	1.5	1.2	1.2	1.6
其他经营现金流	42	45	-5	-5	-5	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-3074	-5276	-4346	-4250	-2279	总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
<b>筹资活动现金流</b>	2781	5560	137	-221	-996	应收账款周转率	2.0	2.0	2.5	2.6	2.5
						应付账款周转率	2.5	2.4	3.0	3.2	3.2
<b>每股指标(元)</b>						<b>估值比率</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.95	1.25	2.85	5.23	6.75	P/E	269.3	205.2	89.9	49.0	38.0
每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	1.18	0.40	5.17	5.50	P/B	50.3	20.8	17.1	12.9	9.8
每股净资产(最新摊薄)	5.10	12.34	15.02	19.81	26.28	EV/EBITDA	144.0	108.7	60.6	35.3	27.9

资料来源: wind, 华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

肖索声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)