

公司量利齐升，高景气度持续，业绩基本符合预期

买入(维持)

2021年10月10日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号: S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,283	7,867	12,662	17,528
同比(%)	35.6	83.7	61.0	38.4
归母净利润(百万元)	1,116	2,512	4,386	6,075
同比(%)	31.3	125.2	74.6	38.5
每股收益(元/股)	1.25	2.82	4.91	6.81
P/E(倍)	201.67	89.55	51.30	37.03

投资要点

■ **公司预计 2021Q3 归母净利润 6.5-7.4 亿元，环比增长 5%-20%，基本符合市场预期。**公司预计 2021 年 Q1-Q3 归母净利润 17-17.9 亿元，同比增长 164%-178%，其中 Q3 归母净利润 6.5-7.4 亿元，同比增长 102%-130%，环比增长 5%-20%。随着公司持续开拓海内外市场，湿法锂电池隔离膜的产量和销量持续稳定增长，竞争优势不断巩固。

■ **2021Q3 公司隔膜出货环比增长 15%左右，单平盈利环比提升。**我们预计公司 2021Q3 隔膜生产 8.4 亿平左右，环比增长 25-30%，10 月单月排产近 3 亿平，产能爬坡顺利。Q2 实际确认 7 亿平左右，考虑到公司为 Q4 备货等需求，我们预计 Q3 隔膜实际确认收入 8 亿平+，环比+15%左右。我们预计 Q3 隔膜单平利润 0.85 元/平左右，环比提升 5%左右，主要受益于涂覆比例的提升及客户结构的改善，其余子公司东航光电、纽米科技逐步开始放量，公司量利齐升，符合预期。Q3 公司传统业务预计贡献 3 亿+收入，净利润 0.3 亿+，环比基本持平。

■ **公司加速产能布局，排产持续向上，限电影响较小，2022 年维持高增速。**公司单月排产近 3 亿平，Q4 随着产能落地排产持续向上，公司满产满销，且由于隔膜行业非高能耗产业，限电 10 月对公司产能没有影响。2021Q1-Q3 我们预计公司出货接近 20 亿平，公司全年出货有望达 28 亿平+，同比翻番以上。分客户来看，2021 全年我们预计 LG 贡献 3 亿平左右需求，三星及松下我们预计贡献 1-2 亿平需求，海外客户我们预计合计出货 5 亿平，消费类产品出货量 5 亿平，其余为国内动力类产品，宁德时代我们预计贡献主要增量。2022 年行业供不应求，行业产能利用率维持高位，公司产能扩张速度领先，我们预计 2022 年年底母卷产能有望达 65 亿平左右，全年出货我们预计达 45 亿平+，同比 60%+。

■ **2022 年行业供给紧张，景气度进一步提升，公司产能扩张领先。**公司锁定设备供应商日本制钢所产能，每年对应 25-30 条线产能扩张，产能扩张提速，扩张速度领先同行。2022 年行业供不应求，行业产能利用率维持高位，我们预计 2022 年全行业隔膜有效产能 134 亿平，需求 128 亿平，对用产能利用率维持 95%，恩捷产能扩张领先，我们预计出货 45 亿平+，同比 60%+，叠加供需紧张情况下部分客户涨价，公司涂覆比例提升，产品结构优化，单平利润有望进一步提升。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到下游景气度持续，公司龙头地位稳固，我们维持预计 2021-2023 年归母净利 25.1/43.9/60.8 亿元，同增 125/75/39%，对应 PE 为 90x/51x/37x，我们继续给予 2022 年 70xPE，对应目标价 344 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**政策及销量不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元) 252.11

一年最低/最高价 91.66/319.00

市净率(倍) 18.59

流通 A 股市值(百万元) 187178.11

基础数据

每股净资产(元) 13.58

资产负债率(%) 42.12

总股本(百万股) 892.41

流通 A 股(百万股) 742.45

相关研究

1、《恩捷股份(002812): 隔膜满产满销，行业龙头地位稳固》2021-08-27

2、《恩捷股份(002812): 21 年中报业绩预告点评: Q2 环比高增，公司量利齐升》2021-07-01

3、《恩捷股份(002812): 与 LG 签订长期供货合同，进军美国市场》2021-06-12

公司预计 2021Q3 归母净利润 6.5-7.4 亿元，环比增长 5%-20%，基本符合市场预期。公司预计 2021 年 Q1-Q3 归母净利润 17-17.9 亿元，同比增长 164%-178%，其中 Q3 归母净利润 6.5-7.4 亿元，同比增长 102%—130%，环比增长 5%-20%。随着公司持续开拓海内外市场，湿法锂电池隔离膜的产量和销量持续稳定增长，竞争优势不断巩固。

表 1: 公司季度业绩拆分

	2021Q3E	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万元)		1,950.6	1,443.2	1,701.7	1,140.7	887.8	552.9
-同比		119.71%	161.05%	61.58%	56.63%	22.99%	-15.76%
毛利率		46.42%	48.51%	45.64%	41.57%	35.28%	47.38%
归母净利润(百万元)	650-740	618.1	432.1	472.1	322.1	183.2	138.2
-同比	101.80%—129.74%	237.46%	212.59%	116.51%	32.63%	3.70%	-34.89%
归母净利率		31.69%	29.94%	27.74%	28.24%	20.63%	25.00%
扣非归母净利润(百万元)		578.8	405.0	430.95	292.07	162.15	105.34
-同比		256.95%	284.44%	116.10%	26.66%	13.17%	-41.32%
扣非归母净利率		29.67%	28.06%	25.32%	25.60%	18.26%	19.05%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021Q3 公司隔膜出货环比增长 15%左右，单平盈利环比提升。我们预计公司 2021Q3 隔膜生产 8.4 亿平左右，环比增长 25-30%，2021 年 10 月单月排产近 3 亿平，产能爬坡顺利。Q2 实际确认 7 亿平左右，考虑到公司为 Q4 备货等需求，我们预计 Q3 隔膜实际确认收入 8 亿平+，环比+15%左右。我们预计 Q3 隔膜单平利润 0.85 元/平左右，环比提升 5%左右，主要受益于涂覆比例的提升及客户结构的改善，其余子公司东航光电、纽米科技逐步开始放量，公司量利齐升，符合预期。Q3 公司传统业务预计贡献 3 亿+收入，净利润 0.3 亿+，环比基本持平。

公司加速产能布局，排产持续向上，限电影响较小，2022 年维持高增速。公司单月排产近 3 亿平，Q4 随着产能落地排产持续向上，公司满产满销，且由于隔膜行业非高能耗产业，限电 10 月对公司产能没有影响。2021Q1-Q3 我们预计公司出货接近 20 亿平，公司全年出货有望达 28 亿平+，同比翻番以上。分客户来看，2021 全年我们预计 LG 贡献 3 亿平左右需求，三星及松下我们预计贡献 1-2 亿平需求，海外客户我们预计合计出货 5 亿平，消费类产品出货量 5 亿平，其余为国内动力类产品，宁德时代我们预计贡献主要增量。2022 年行业供不应求，行业产能利用率维持高位，公司产能扩张速度领先，我们预计 2022 年年底母卷产能有望达 65 亿平左右，全年出货我们预计达 45 亿平+，同比 60%+。

2022 年行业供给紧张，景气度进一步提升，公司产能扩张领先。公司锁定设备供应商日本制钢所产能，每年对应 25-30 条线产能扩张，产能扩张提速，扩张速度领先同行。2022 年行业供不应求，行业产能利用率维持高位，我们预计 2022 年全行业隔膜有效产能 134 亿平，需求 128 亿平，对用产能利用率维持 95%，恩捷产能扩张领先，我们预计出货 45 亿平+，同比 60%+，叠加供需紧张情况下部分客户涨价，公司涂覆比例提升，

产品结构优化，单平利润有望进一步提升。

盈利预测与投资评级：考虑到下游景气度持续，公司龙头地位稳固，我们维持预计2021-2023年归母净利25.1/43.9/60.8亿元，同增125/75/39%，对应PE为90x/51x/37x，我们继续给予2022年70xPE，对应目标价344元，维持“买入”评级。

风险提示：政策及销量不及预期

恩捷股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	8,708	9,854	13,956	18,630	营业收入	4,283	7,867	12,662	17,528
现金	2,375	393	633	876	减:营业成本	2,457	4,197	6,537	9,199
应收账款	2,328	3,931	6,360	8,851	营业税金及附加	32	39	63	88
存货	1,157	1,918	3,072	4,385	营业费用	56	102	165	228
其他流动资产	2,657	3,292	3,399	3,831	管理费用	156	271	360	411
非流动资产	11,864	13,419	14,686	15,848	研发费用	178	327	526	728
长期股权投资	3	3	3	3	财务费用	189	133	207	214
固定资产	8,421	9,293	9,580	9,361	资产减值损失	57	51	67	43
在建工程	1,640	2,140	3,140	4,540	加:投资净收益	9	2	2	2
无形资产	462	649	632	616	其他收益	140	140	140	140
其他非流动资产	2,978	3,474	4,471	5,868	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	20,572	23,273	28,642	34,477	营业利润	1,317	2,893	4,883	6,764
流动负债	4,290	5,158	8,073	9,461	加:营业外净收支	-3	0	0	0
短期借款	2,322	2,211	3,787	3,678	利润总额	1,313	2,893	4,883	6,764
应付账款	471	805	1,253	1,764	减:所得税费用	138	289	488	676
其他流动负债	1,497	2,142	3,032	4,019	少数股东损益	60	91	9	12
非流动负债	4,687	4,687	3,931	3,931	归属母公司净利润	1,116	2,512	4,386	6,075
长期借款	2,667	2,667	2,667	2,667	EBIT	1,506	3,026	5,090	6,978
其他非流动负债	2,020	2,020	1,264	1,264	EBITDA	2,068	3,771	5,923	7,866
负债合计	8,976	9,845	12,004	13,392	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	493	584	593	605	每股收益(元)	1.25	2.82	4.91	6.81
归属母公司股东权益	11,103	12,844	16,046	20,481	每股净资产(元)	12.52	14.39	17.98	22.95
负债和股东权益	20,572	23,273	28,642	34,477	发行在外股份(百万股)	887	892	892	892
					ROIC(%)	9.6	15.4	21.1	24.1
					ROE(%)	10.0	19.6	27.3	29.7
					毛利率(%)	42.6	46.6	48.4	47.5
					销售净利率(%)	27.4	33.1	34.7	34.7
					资产负债率(%)	43.6	42.3	41.9	38.8
					收入增长率(%)	35.6	83.7	61.0	38.4
					净利润增长率(%)	31.3	125.2	74.6	38.5
					P/E	201.67	89.55	51.30	37.03
					P/B	20.26	17.52	14.02	10.99
					EV/EBITDA	112	61	39	29
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	1,055	1,332	2,908	4,256					
投资活动现金流	-5,276	-2,298	-2,098	-2,048					
筹资活动现金流	5,560	-1,015	-571	-1,964					
现金净增加额	1,339	-1,981	240	243					
折旧和摊销	562	745	833	888					
资本开支	2,666	2,300	2,100	2,050					
营运资本变动	-884	-2,199	-2,591	-2,975					

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>