

# 恩捷股份 (002812)

公司研究/点评报告

## Q3 量利齐升，隔膜龙头快速扩产

—恩捷股份 (002812) 2021 年三季度报点评

点评报告/基础化工

2021 年 10 月 26 日

### 一、事件概述

10 月 25 日，公司发布 2021 年三季度报，21Q1-3 实现营收 53.68 亿元，同增 107.97%，实现归母净利润 17.51 亿元，同增 172.06%，位于此前预告的 17-17.9 亿范围内，21Q3 营收 19.75 亿元，同增 73.11%，归母净利润 7.01 亿元，同增 117.48%，位于此前预告的 6.5-7.4 亿范围内。

### 二、分析与判断

#### ➤ 21Q3 营收和归母净利润同环比增长，毛利率净利率创单季新高

**营收和净利：**公司 21Q3 营收 19.75 亿元，同增 73.11%，环增 1.23%，归母净利润为 7.01 亿元，同增 117.48%，环增 13.34%，扣非后净利润为 6.47 亿元，同增 121.52%，环增 11.78%。**毛利率：**21Q3 毛利率为 50.71%，同比+9.14pct，环比+4.29pct。**费用率：**公司 21Q3 期间费用率为 11.80%，同比-0.65pct，费用管控良好，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.24%、2.78%、4.93%、1.84%，同比变动-0.30pct、-2.70pct、+3.43pct 和-1.08pct。**净利率：**21Q3 净利率为 37.49%，同比+8.88pct，环比+4.12pct。**现金流：**21Q3 经营活动现金流量净额为 2.30 亿元，同增 273.11%，环增 388.65%，得益于回款增加。

#### ➤ 隔膜龙头快速扩产提升市占率，盈利能力持续增长

**出货和产能：**公司 21H1 出货 12 亿平，21Q3 出货超过 8 亿平，环比 21Q2 增加了 1 亿平左右，21Q4 随扩产预计出货超过 9 亿平，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，下游需求旺盛帮助公司维持较高产能利用率。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。**单平净利：**我们预计公司 21H1 单平净利为 0.81 元，21Q3 略有提升，未来单平净利提升将主要得益于规模效应带来的成本下降、涂布比例提升、海外占比增加和对部分客户的涨价。

### 三、投资建议

考虑到公司盈利能力提升，我们预计公司 21-23 年归母净利润为 24.84、37.26、50.93 亿元，同增 122.7%、50.0%、36.7%，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 109、73、53 倍。参考 139 倍的 CS 新能车 (TTM, Wind 一致盈利预期)，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；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)          | 226.5 | 108.9 | 72.6   | 53.1   |
| PB               | 24.2  | 19.6  | 15.5   | 12.0   |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

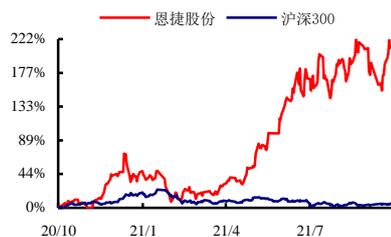
维持评级

当前价格： 303.5 元

交易数据 2021-10-25

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 310.08/96.4 |
| 总股本 (百万股)       | 892         |
| 流通股本 (百万股)      | 742         |
| 流通股比例 (%)       | 83.20       |
| 总市值 (亿元)        | 2,708       |
| 流通市值 (亿元)       | 2,253       |

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：邓永康

执业证号： S0100521100006

电话： 021-60876734

邮箱： dengyongkang@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):21Q2 业绩高增，龙头扩产提升市占率
2. 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

**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    | 120   | 112    | 154    |
| 管理费用               | 156   | 240   | 281    | 384    |
| 研发费用               | 178   | 326   | 428    | 542    |
| EBIT               | 1,403 | 2,896 | 4,328  | 5,853  |
| 财务费用               | 189   | 148   | 164    | 162    |
| 资产减值损失             | (18)  | 0     | 0      | (0)    |
| 投资收益               | 9     | 10    | 10     | 10     |
| 营业利润               | 1,317 | 2,865 | 4,174  | 5,702  |
| 营业外收支              | (4)   | 0     | 0      | 0      |
| 利润总额               | 1,313 | 2,865 | 4,174  | 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 | 3,644 | 5,162  | 6,840  |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> |       |       |        |        |
| 货币资金               | 2375  | 1860  | 3062   | 2969   |
| 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  | 12909 | 15583  | 21449  |
| 长期股权投资             | 3     | 13    | 23     | 33     |
| 固定资产               | 8421  | 8421  | 11421  | 12421  |
| 无形资产               | 462   | 549   | 664    | 761    |
| 非流动资产合计            | 11864 | 11823 | 14730  | 15469  |
| 资产合计               | 20572 | 24732 | 30312  | 36918  |
| 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  | 5466  | 6890   | 8473   |
| 长期借款               | 2667  | 3167  | 3667   | 3667   |
| 其他长期负债             | 2020  | 1691  | 1691   | 1691   |
| 非流动负债合计            | 4687  | 4858  | 5358   | 5358   |
| 负债合计               | 8976  | 10324 | 12248  | 13831  |
| 股本                 | 887   | 892   | 892    | 892    |
| 少数股东权益             | 493   | 573   | 583    | 593    |
| 股东权益合计             | 11596 | 14409 | 18064  | 23087  |
| 负债和股东权益合计          | 20572 | 24732 | 30312  | 36918  |

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   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>        |         |         |         |         |
| 营业收入增长率            | 35.6    | 86.4    | 40.7    | 36.7    |
| EBIT 增长率           | 31.2    | 106.4   | 49.4    | 35.3    |
| 净利润增长率             | 31.3    | 122.7   | 50.0    | 36.7    |
| <b>盈利能力</b>        |         |         |         |         |
| 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     | 10.0    | 12.3    | 13.8    |
| 净资产收益率 ROE         | 10.0    | 18.0    | 21.3    | 22.6    |
| <b>偿债能力</b>        |         |         |         |         |
| 流动比率               | 2.0     | 2.4     | 2.3     | 2.5     |
| 速动比率               | 1.8     | 2.0     | 1.9     | 2.1     |
| 现金比率               | 0.9     | 0.6     | 0.6     | 0.5     |
| 资产负债率              | 0.4     | 0.4     | 0.4     | 0.4     |
| <b>经营效率</b>        |         |         |         |         |
| 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     | 0.4     | 0.4     | 0.5     |
| <b>每股指标 (元)</b>    |         |         |         |         |
| 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     | (0.0)   | 5.3     | 2.2     |
| 每股股利               | 0.2     | 0.1     | 0.1     | 0.1     |
| <b>估值分析</b>        |         |         |         |         |
| PE                 | 226.5   | 108.9   | 72.6    | 53.1    |
| PB                 | 24.2    | 19.6    | 15.5    | 12.0    |
| EV/EBITDA          | 127.9   | 69.3    | 49.0    | 37.2    |
| 股息收益率              | 0.1     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> |         |         |         |         |
| 净利润                | 1,176   | 2,564   | 3,736   | 5,103   |
| 折旧和摊销              | 580     | 748     | 835     | 986     |
| 营运资金变动             | (908)   | (3,540) | (47)    | (4,376) |
| 经营活动现金流            | 994     | (37)    | 4,739   | 1,940   |
| 资本开支               | 2,666   | 696     | 3,731   | 1,715   |
| 投资                 | (2,099) | 0       | 0       | 0       |
| 投资活动现金流            | (5,276) | (696)   | (3,731) | (1,715) |
| 股权募资               | 5,183   | 329     | 0       | 0       |
| 债务募资               | 1,211   | 171     | 500     | 0       |
| 筹资活动现金流            | 5,560   | 218     | 195     | (317)   |
| 现金净流量              | 1,278   | (515)   | 1,202   | (93)    |

## 分析师与研究助理简介

**邓永康**，西安交通大学本科，南京大学硕士，在能源和新能源行业有12年产业工作经验。2015年加入证券行业，曾就职于中信证券和安信证券，2021年10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

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。