

恩捷股份 (002812.SZ)

三季度业绩符合预期，盈利水平稳中有升

核心观点:

- 公司公布 21 年三季报，2021 年前三季度公司营收 53.68 亿元，同比 +107.97%；归母净利润 17.51 亿元，同比 +172.06%；前三季度毛利率 48.56%，同比 +7.91pct，净利率 34.42%，同比 +8.23pct。2021Q3 营收 19.75 亿元，环比 +1.23%；归母净利润 7.01 亿元，环比 +13.34%。Q3 毛利率 50.71%，环比 +4.29pct；净利率 37.49%，环比 +4.01pct。三季度业绩符合预期，盈利水平稳中有升。
- 三季度盈利持续改善。公司湿法隔膜产能爬坡，三季度实现归母净利润 7.01 亿元，环比增长 +13.34%，盈利能力稳中有升。预计 2022 年至 2023 年，公司每年新增投放产能约 8-11 亿平方米，随着江西通瑞一期扩建，无锡恩捷二期等项目建成投产，预计 21 年年底，公司产能规模超过 40 亿平方米，扩产速度行业领先，后续盈利能力将持续改善。
- 在线涂布稳步推进。2014 年公司在线涂布完成专利布局，与日本制钢厂长期合作，达成三年合作开发协议及设备锁定协议。根据公司公告投资者关系活动记录表，目前在线涂布可达 5 米多幅宽，精度控制良好。在设备、技术和知识产权上拥有 3 年左右领先。公司目前拥有 5 条在线涂布产线，均实现满产满销，预计四季度建成 11 条在线涂布产线，单线出货量为 700-900 万平/月，22-23 年陆续达 34、56 条生产线，对应产能 33 亿平方米、54 亿平方米。在线涂布产能释放将进一步降低成本，叠加四季度隔膜价格上行，单平盈利有望继续稳步提升。
- 盈利预测与投资建议。预计公司 2021/22/23 年实现归母净利润 25/41/59 亿元，考虑公司处于隔膜行业龙头地位，给予 22 年 70 倍 PE，对应合理价值 322.3 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。新能源汽车行业不及预期；电池技术替代超预期；产能无法及时消化；隔膜产品价格下降超预期。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3,160	4,283	7,784	11,765	16,025
增长率 (%)	28.6	35.6	81.7	51.1	36.2
EBITDA (百万元)	1,374	1,965	4,517	6,214	8,218
归母净利润 (百万元)	850	1,116	2,544	4,108	5,939
增长率 (%)	63.9	31.3	128.1	61.5	44.6
EPS (元/股)	1.06	1.26	2.85	4.60	6.65
市盈率 (P/E)	47.86	112.67	100.98	62.54	43.27
ROE (%)	18.7	10.0	18.8	23.5	25.5
EV/EBITDA	32.57	65.68	58.19	42.45	32.04

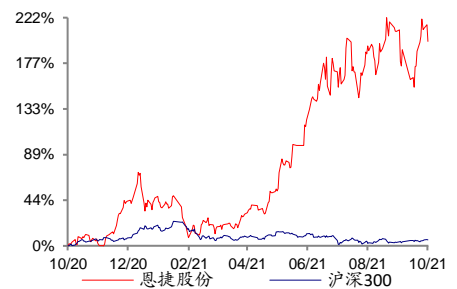
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	287.92 元
合理价值	322.3 元
前次评级	买入
报告日期	2021-10-26

相对市场表现



分析师:

陈子坤



SAC 执证号: S0260513080001



010-59136752



chenzikun@gf.com.cn

分析师:

纪成炜



SAC 执证号: S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-38003594

jichengwei@gf.com.cn

分析师:

李航



SAC 执证号: S0260521070001



lihang@gf.com.cn

请注意，陈子坤、李航并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 恩捷股份 (002812.SZ): 隔膜 2021-08-27
需求旺盛，上半年量利齐升
- 恩捷股份 (002812.SZ): 三大 2021-08-21
优势造就膜类龙头，内展树立
核心壁垒

一、投资建议

公司传统包装业务及锂电隔膜业务盈利预测假设如下：

锂电隔膜：（1）收入：由于新能源汽车行业，储能及3C消费市场的快速发展，加速电池需求带动锂电隔膜需求高增，公司作为全球湿法隔膜龙头，其核心客户宁德时代、LG化学将成为公司隔膜收入的主要来源，预计2021年宁德时代装机量175GWh，需求隔膜26.3亿平，其中接近50%由公司供应，出货量接近13亿平。同时，消费市场收入主要为苏州捷力和纽米科技出货带动。随着22、23年公司隔膜产能逐步投放并受益于下游需求持续旺盛，预计公司21、22、23年出货量分别为26、41、58亿平。隔膜行业经历2017-2019年激烈价格战后，价格进入低价区间，降速收窄。长期来看，隔膜价格筑底，未来可预见的隔膜供不应求的趋势下，隔膜价格有望回升，预计公司21、22、23年锂电隔膜收入分别达到63.54、102.67、144.67亿元。（2）毛利率：2020年受疫情影响，隔膜行业毛利率整体下行，我们预计未来隔膜行业供需错配，将形成优质产能缺口，叠加公司优秀的成本控制能力，预计21、22、23年锂电隔膜毛利率分别为56%、54%、55%，则21、22、23年锂电隔膜毛利将分别达到35.58、55.44、79.57亿元。

BOPP薄膜（平膜+烟膜）：（1）收入：作为传统业务产能稳定开工率足，历史收入稳定。平膜受益原材料价格下降，有望在未来几年逐渐恢复到历史水平，烟膜改扩建项目正在推进尚未完工，收入增长平稳。预计2021、2022、2023年BOPP薄膜业务收入5.80、5.81、5.84亿元。（2）毛利率：考虑下游市场较为成熟，预计21、22、23年毛利率整体维持在15%左右水平，则毛利将达到0.85、0.87、0.89亿元。

无菌包装：（1）收入：从目前来看，未来国内厂商依靠性价比优势，产品将从目前的中低端市场逐渐进入高端无菌包装市场，国产无菌包装厂商的市场份额将逐步提升。公司在产品开发及下游客户拓展取得进展，无菌包装业务收入稳健增长，预计2021、2022、2023年无菌包装收入分别达到4.44、4.88、5.37亿元。（2）毛利率：考虑无菌包装行业市场较为成熟，参考18-20年无菌包装业务毛利率，预计21、22、23年毛利率分别为23%、24%、24%，对应毛利分别为1.02、1.17、1.29亿元。

烟标：（1）收入：2020年卷烟消费高增带来公司烟标收入在去年取得10%的增长，预计未来卷烟消费增速放缓，逐渐回归正常水平保持低速稳健的增长，预计2021、2022、2023年烟标实现营收1.33、1.37、1.41亿元。（2）毛利率：预计烟标业务毛利率维持在50%左右，对应毛利为0.66、0.68、0.70亿元。

纸类业务：（1）收入：公司凭借着强大的产品开发能力、优质的产品质量和良好的产品适应性，在2020年纸类业务取得较高增长，预计未来收入增速逐渐向下趋稳，2021、2022、2023年收入分别达到1.92、2.02、2.02亿元。（2）毛利：预计毛利率整体维持在20%，2021、2022、2023年对应毛利分别为0.38、0.40、0.40亿元。

费用率：

销售费用率：公司18-20年销售费用率分别为2.03%、2.13%、1.32%。20年销售费用率相比19年大幅下降主要因为公司20年执行新收入准则，将运输装卸费计入主营业务成本，预计21-23年公司产能利用率将保持较高水平，销售费用率分别为

1.59%、1.30%、1.40%。

管理费用率：公司18-20年管理费用率分别为3.93%、4.90%、4.16%，随着公司21-23年产能利用率提高，预计管理费用率将逐渐降低，管理费用率分别为4.00%、3.30%、3.30%。

财务费用率：公司2018年起布局锂电隔膜业务，持续扩大融资规模以支持公司兼并收购的业务扩张战略，2020年财务费用率上涨至4.41%，预计公司21年资本开支仍然较大，财务费用率将提高，预计21-23年财务费用率分别为4.84%、3.67%、2.72%。

研发费用率：公司18-20年研发费用率分别为3.93%、4.90%、4.16%，预计公司21-23年研发投入保持稳定，研发费用率分别为4.00%、3.80%、4.00%。

表 1：公司收入及毛利率预测（亿元）

		2019	2020	2021E	2022E	2023E	
膜类业务	BOPP 薄膜	营业收入	6.06	5.73	5.80	5.81	5.84
		YOY	1.83%	-5.45%	1.20%	0.27%	0.44%
		营业成本	5.10	4.89	4.94	4.94	4.94
		毛利率	15.88%	14.55%	14.72%	14.95%	15.32%
	锂电隔膜	营业收入	19.28	28.91	63.54	102.67	144.67
		YOY	45.17%	49.98%	119.75%	61.59%	40.91%
		营业成本	7.78	14.02	27.96	47.22	65.10
		毛利率	59.66%	51.50%	56.00%	54.00%	55.00%
包装印刷产品	无菌包装	营业收入	2.89	4.04	4.44	4.88	5.37
		YOY	23.55%	39.52%	10.00%	10.00%	10.00%
		营业成本	2.19	3.11	3.42	3.71	4.08
		毛利率	24.20%	22.95%	23.00%	24.00%	24.00%
	烟标	营业收入	1.17	1.29	1.33	1.37	1.41
		YOY	2.16%	10.09%	3.00%	3.00%	3.00%
		营业成本	0.63	0.65	0.67	0.68	0.71
		毛利率	46.05%	49.94%	49.94%	49.94%	49.94%
纸类业务	特种纸及其他	营业收入	1.29	1.75	1.92	2.02	2.02
		YOY	-0.29%	35.76%	10.00%	5.00%	0.00%
		营业成本	1.02	1.40	1.54	1.61	1.61
		毛利率	20.58%	19.84%	20.00%	20.00%	20.00%
	其他业务及产品	营业收入	0.76	1.12	0.81	0.90	0.94
		YOY	33.55%	47.37%	-27.11%	10.10%	5.15%
		营业成本	0.58	0.50	0.49	0.54	0.57
		毛利率	22.94%	55.45%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	营业收入	31.60	42.83	77.84	117.65	160.25	
	YOY	28.57%	35.56%	81.74%	51.15%	36.21%	
	营业成本	17.30	24.57	39.01	58.72	77.01	
	毛利率	45.24%	42.63%	49.88%	50.09%	51.94%	

数据来源：广发证券发展研究中心

公司维持湿法隔膜龙头地位，保持锂电隔膜全球第一的市场份额和产能布局，不断推进技术创新，干法工艺横向拓展，基覆一体化和在线涂布工艺有效降本，积极拓展储能及3C消费类，优化业务结构。通过和全球锂电池龙头企业深度合作与绑定，充分受益下游客户全面的竞争力，在全球电动化同频共振趋势下的隔膜领域巩固龙头地位。我们预计2021/22/23年公司隔膜出货量达26/41/58亿平，归母净利润为25/41/59亿元，对应EPS分别为2.85/4.60/6.65元/股。选取电池及其他材料行业上市公司作为可比公司，考虑公司所处行业格局优于其他材料环节，我们给予2022年70倍PE，对应合理价值322.3元/股，给予“买入”评级。

表2: 可比公司估值表 (收盘价截至2021年10月26日)

代码	名称	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300750.SZ	宁德时代	597.99	2.40	4.62	7.89	10.97	146.49	127.93
300568.SZ	星源材质	53.15	0.27	0.40	0.75	1.21	112.07	133.92
002594.SZ	比亚迪	319.01	1.55	1.78	2.86	3.78	125.19	179.65
688005.SH	容百科技	104.04	0.48	1.70	3.33	5.00	107.23	61.26
002709.SZ	天赐材料	149.80	0.98	2.21	3.59	4.49	106.38	67.93

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算, 盈利预测根据 Wind 一致预测。

二、风险提示

(一) 新能源汽车行业不及预期

隔膜行业景气度与下游新能源汽车及锂电池行业高度相关，若新能源汽车行业景气度有所下降，势必会导致上游隔膜需求下滑。

(二) 电池技术替代超预期

当前隔膜是锂电池关键材料之一，若电池技术发展，例如固态电池的出现，可能会导致隔膜地位改变，导致隔膜格局改变或者地位降低。

(三) 产能无法及时消化

近年来，公司根据市场发展需要持续进行产能布局，项目建成投产后，若市场需求或国内外宏观经济形势发生重大不利变化，可能会影响公司产能消化，进而导致公司盈利能力下降。

(四) 隔膜产品价格下降超预期

近年来，隔膜产品价格呈现下降趋势，若市场竞争愈加激烈，可能会导致隔膜销售单价进一步下降，从而影响公司的盈利能力。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,023	8,708	9,855	13,649	17,268
货币资金	1,012	2,375	420	350	350
应收及预付	1,715	2,888	4,757	7,335	9,986
存货	759	1,157	1,705	2,634	3,454
其他流动资产	1,537	2,288	2,974	3,329	3,479
非流动资产	7,170	11,864	14,796	17,760	20,906
长期股权投资	3	3	3	3	3
固定资产	4,937	8,421	10,987	13,642	16,455
在建工程	1,554	1,640	1,867	2,047	2,243
无形资产	299	462	600	729	867
其他长期资产	377	1,338	1,338	1,338	1,338
资产总计	12,193	20,572	24,651	31,409	38,174
流动负债	4,229	4,290	5,787	8,415	9,195
短期借款	2,670	1,796	2,346	3,280	2,772
应付及预收	915	1,167	1,961	2,905	3,810
其他流动负债	644	1,327	1,480	2,230	2,612
非流动负债	3,083	4,687	4,687	4,687	4,687
长期借款	1,968	2,667	2,667	2,667	2,667
应付债券	0	756	756	756	756
其他非流动负债	1,115	1,264	1,264	1,264	1,264
负债合计	7,312	8,976	10,474	13,102	13,882
股本	805	887	892	892	892
资本公积	1,894	7,229	7,223	7,223	7,223
留存收益	1,880	2,895	5,339	9,297	15,036
归属母公司股东权益	4,551	11,103	13,547	17,506	23,244
少数股东权益	330	493	630	801	1,049
负债和股东权益	12,193	20,572	24,651	31,409	38,174

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	763	1,055	2,303	3,924	5,678
净利润	936	1,176	2,681	4,279	6,186
折旧摊销	304	562	1,389	1,390	1,392
营运资金变动	-585	-885	-2,159	-2,173	-2,336
其它	109	203	392	427	436
投资活动现金流	-3,074	-5,276	-4,311	-4,335	-4,515
资本支出	-2,118	-2,666	-4,321	-4,355	-4,538
投资变动	-957	-2,099	0	0	0
其他	2	-511	10	19	23
筹资活动现金流	2,781	5,560	53	341	-1,163
银行借款	5,427	6,453	551	934	-508
股权融资	0	5,183	6	0	0
其他	-2,646	-6,076	-504	-593	-655
现金净增加额	470	1,339	-1,955	-70	0
期初现金余额	246	716	2,375	420	350
期末现金余额	716	2,055	420	350	350

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	28.6%	35.6%	81.7%	51.1%	36.2%
营业利润增长	36.6%	23.9%	128.7%	59.3%	44.6%
归母净利润增长	63.9%	31.3%	128.1%	61.5%	44.6%
获利能力					
毛利率	45.2%	42.6%	49.9%	50.1%	51.9%
净利率	29.6%	27.4%	34.4%	36.4%	38.6%
ROE	18.7%	10.0%	18.8%	23.5%	25.5%
ROIC	9.5%	7.2%	13.6%	16.9%	19.6%
偿债能力					
资产负债率	60.0%	43.6%	42.5%	41.7%	36.4%
净负债比率	149.8%	77.4%	73.9%	71.6%	57.1%
流动比率	1.19	2.03	1.70	1.62	1.88
速动比率	0.98	1.72	1.37	1.26	1.45
营运能力					
总资产周转率	0.26	0.21	0.32	0.37	0.42
应收账款周转率	2.22	1.84	1.98	1.96	1.95
存货周转率	4.16	3.70	4.57	4.47	4.64
每股指标 (元)					
每股收益	1.06	1.26	2.85	4.60	6.65
每股经营现金流	0.95	1.19	2.58	4.40	6.36
每股净资产	5.65	12.52	15.18	19.62	26.05
估值比率					
P/E	47.86	112.67	100.98	62.54	43.27
P/B	8.94	11.32	18.97	14.68	11.05
EV/EBITDA	32.57	65.68	58.19	42.45	32.04

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,160	4,283	7,784	11,765	16,025
营业成本	1,730	2,457	3,901	5,872	7,701
营业税金及附加	15	32	48	81	104
销售费用	67	56	124	153	224
管理费用	123	156	272	388	529
研发费用	155	178	311	447	641
财务费用	99	189	392	441	454
资产减值损失	-5	-18	-4	-4	-4
公允价值变动收益	0	11	0	0	0
投资净收益	2	9	10	19	23
营业利润	1,063	1,317	3,011	4,797	6,939
营业外收支	-1	-4	0	0	0
利润总额	1,062	1,313	3,011	4,797	6,939
所得税	126	138	330	518	753
净利润	936	1,176	2,681	4,279	6,186
少数股东损益	86	60	137	171	247
归属母公司净利润	850	1,116	2,544	4,108	5,939
EBITDA	1,374	1,965	4,517	6,214	8,218
EPS (元)	1.06	1.26	2.85	4.60	6.65

广发新能源和电力设备研究小组

- 陈子坤：首席分析师，5年产业经验，10年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心。目前担任电力设备与新能源行业首席分析师，历任有色行业资深分析师、环保行业联席首席分析师。
- 纪成炜：资深分析师，ACCA会员，毕业于香港中文大学、西安交通大学，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 李蒙：资深分析师，毕业于北京大学计算机技术硕士，中央财经大学经济学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 李航：资深分析师，毕业于中央财经大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 曹瑞元：高级分析师，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 蒋淑霞：研究助理，毕业于香港大学、南京大学，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。