

增持

恩捷股份 (002812. SZ)

上游原料降价，关注隔膜盈利弹性

◆ 公司研究·公司快评

◆ 电力设备·电池

◆ 投资评级: 增持(维持评级)

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

执证编码：S0980520080003

事项：

根据百川盈孚数据显示，自3月以来，湿法隔膜原材料聚乙烯报价由9600元/吨下跌至近期8370元/吨，下跌幅度接近13%；干法隔膜原材料聚丙烯报价由9478元/吨下跌至8373元/吨，下跌幅度接近12%。隔膜售价方面，湿法隔膜均价自5月以来，报价由1.23元上调至1.35元，调价累计涨幅约10%；干法隔膜报价由0.93元上调至0.95元，调价幅度约2%。

◆ **国信电新观点：**上游原材料降价，而隔膜产品自身价格表现坚挺，彰显盈利弹性。由于隔膜行业受制于设备产量有限，头部企业产能扩张有序，中小企业扩张产能及新进入者数量并不多，同时下游需求向好，供需关系延续紧张，因而隔膜产品价格较为坚挺。原材料方面，受石油价格走势影响，隔膜上游原材料聚乙烯及聚丙烯价格持续走低，因而隔膜产品成本端下行，头部企业有望迎来量利齐升。作为隔膜行业全球龙头，恩捷股份加速扩产，不断夯实其龙头地位。随着隔膜产品价格调涨，原材料降价，公司客户结构、产品结构优化升级，公司盈利能力将不断提升，同时考虑到公司将有铝塑膜等新业务落地增厚利润，我们上调原有盈利预测，预计2022-2024年实现归母净利润分别为48.57/70.71/84.36亿元（原预测2022/2023年为43.47/60.44亿元），同比增速分别为78.7%/45.6%/19.3%，摊薄EPS分别为5.44/7.92/9.45元，当前股价对应PE分别为42.62/29.27/24.54倍，维持“增持”评级。

评论：

◆ 隔膜原材料聚乙烯、聚丙烯价格下跌

根据百川盈孚数据显示，自3月以来，受石油价格走势影响湿法隔膜原材料聚乙烯报价由9600元/吨下跌至近期8370元/吨，下跌幅度接近13%；干法隔膜原材料聚丙烯报价由9225元/吨下跌至8468元/吨，下跌幅度接近9.2%。

图1：聚乙烯（湿法隔膜原材料）3月至今价格下跌幅度近13%



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图2：聚丙烯（干法隔膜原材料）3月至今价格下跌幅度近12%



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

原材料成本下降对隔膜单平盈利影响测算

湿法隔膜方面，目前行业内基膜成本约0.75-0.8元/平，聚乙烯占湿法隔膜成本约40%，原材料价格自高点下降13%，引起的单平成本下降约0.039-0.042元/平降，幅约5%；干法隔膜方面，目前基膜成本约0.7-0.75元/平，聚丙烯占干法隔膜成本约40%，原材料价格自高点下降12%，引起的干法隔膜单平成本下降约0.034-0.036元/平，降幅约5%。具体隔膜成本与各家企业工艺情况及库存周转相关。

◆ 供需紧张，隔膜价格坚挺。

由于隔膜行业受制于设备产量有限，头部企业产能扩张有序，中小企业扩张产能及新进入者数量并不多，同时下游需求向好，供需关系延续紧张，因而隔膜产品价格较为坚挺。根据百川盈孚数据显示，湿法隔膜均价自5月以来，报价由1.23元上调至1.35元，调价累计涨幅约10%；干法隔膜报价由0.93元上调至0.95元，调价幅度约2%。

图3：湿法隔膜价格自5月以来调涨约10%



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图4：干法隔膜价格自5月以来调涨约2%



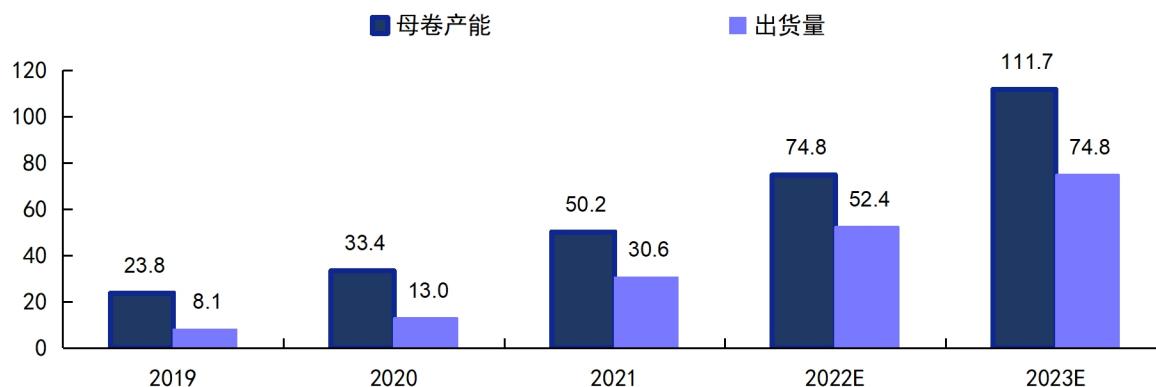
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

◆ 产能扩张有序，公司迎来量利齐升

产能方面：2021 年公司隔膜产能超 50 亿平，22 年隔膜行业将继续维持供需紧张状况。公司扩产有序，预计 22 年将新增 25 条产线，目前重庆 16 条产线、江苏 16 条产线及苏州捷力 2 亿平米在建，Q1 已建成 4 条产线，Q3 开始产能将加速落地，我们预计 22 年底公司将达到 75 亿平母卷产能，23 年底公司母卷产能将超 110 亿平。

出货量方面：22Q1 公司隔膜出货约 11 亿平，我们估算单平净利约 0.8 元。22Q2 公司隔膜出货预计约 11 亿平，受益于涨价及原材料降价影响，预计单平净利将达到 0.9 元。展望 2022 全年，我们预计公司全年出货超 50 亿平。考虑到公司涂覆膜比例不断提升，预计 2022 年将达到 40% 左右，在线涂覆产能释放将带来显著的降本成效。从客户结构来看，22 年预计宁德时代需求翻倍增长，海外 LG、北美客户带来需求增量显著，预计海外客户占比将进一步提升至 30% 左右，我们预计全年单平净利有望达到 0.9 元以上。

图5：2019–2023E 恩捷股份母卷产能变化及出货量预计（单位：亿平）



资料来源：恩捷股份公司公告、国信证券经济研究所整理及测算

◆ 投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级。

作为隔膜行业全球龙头，公司加速扩产，不断夯实其龙头地位。随着隔膜产品价格调涨，原材料降价，公司客户结构、产品结构优化升级，公司盈利能力将不断提升，同时考虑到公司有铝塑膜等新业务落地增厚利润，我们上调原有盈利预测，预计 2022–2024 年实现归母净利润分别为 48.57/70.71/84.36 亿元（原预测 2022/2023 年为 43.47/60.44 亿元），同比增速分别为 78.7%/45.6%/19.3%，摊薄 EPS 分别为 5.44/7.92/9.45 元，当前股价对应 PE 分别为 42.62/29.27/24.54 倍，维持“增持”评级。

◆ 风险提示：下游需求不及预期；投产进度不及预期；原料价格上涨超预期

相关研究报告：

《恩捷股份-002812-2021 年三季报点评：隔膜出货稳步增长，单平盈利维持高位》 ——2021-10-27

《恩捷股份-002812-2021 年中报点评：公司隔膜扩产加速，行业供需持续收紧》 ——2021-08-28

《恩捷股份-002812-2021 年中报业绩预告点评：单平盈利稳中有升，新产能落地未来可期》 ——2021-07-02

《恩捷股份-002812-重大事件点评-隔膜坚定高速扩产，启动铝塑膜落子第二成长曲线》 ——2021-06-21

《恩捷股份-002812-2021 年一季报点评：Q1 盈利符合预期，扩产稳步推进》 ——2021-04-28

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2375	1833	2000	2500	3000	营业收入	4283	7982	13770	19942	23752
应收款项	2708	4774	5659	8195	9761	营业成本	2457	4002	6870	10008	11873
存货净额	1157	1681	4527	5463	5857	营业税金及附加	32	37	65	94	112
其他流动资产	947	942	1031	1001	712	销售费用	56	74	83	100	95
流动资产合计	8708	9463	13461	17387	19597	管理费用	156	216	303	399	451
固定资产	10061	12631	16941	23172	26005	研发费用	178	409	565	758	831
无形资产及其他	462	561	730	889	1040	财务费用	189	153	253	251	365
其他长期资产	1338	3464	1377	1994	2375	投资收益	9	27	10	7	7
长期股权投资	3	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	(57)	(36)	(35)	(35)	(35)
资产总计	20572	26122	32513	43445	49020	其他收入	207	170	135	135	135
短期借款及交易性金融负债	2322	4500	4240	7894	5978	营业利润	1317	3217	5706	8404	10096
应付款项	1167	1138	789	1421	1672	营业外收支	(4)	3	0	0	0
其他流动负债	794	535	518	791	926	利润总额	1313	3220	5706	8404	10096
流动负债合计	4290	6934	6235	11104	9764	所得税费用	138	333	599	882	1060
长期借款及应付债券	3423	3216	5777	5777	5777	少数股东损益	60	169	250	450	600
其他长期负债	1264	1435	1435	1435	1435	归属于母公司净利润	1116	2718	4857	7071	8436
长期负债合计	4687	4651	7212	7212	7212	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	8976	11585	13447	18316	16976	净利润	1116	2718	4857	7071	8436
少数股东权益	493	705	955	1405	2005	资产减值准备	(57)	(36)	(35)	(35)	(35)
股东权益	11103	13832	18110	23724	30039	折旧摊销	558	797	2064	2588	3148
负债和股东权益总计	20572	26122	32513	43445	49020	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	189	153	253	251	365
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(124)	(2165)	(4271)	(2211)	(1134)
每股收益	1.26	3.05	5.44	7.92	9.45	其它	(438)	105	528	729	993
每股红利	0.17	0.65	1.63	2.38	2.84	经营活动现金流	1055	1419	3143	8142	11409
每股净资产	13.08	16.29	21.36	28.16	35.91	资本开支	(2668)	(3996)	(6543)	(8977)	(6132)
ROIC	10%	15%	21%	23%	23%	其它投资现金流	(2607)	280	2097	(610)	(374)
ROE	14%	22%	30%	34%	32%	投资活动现金流	(5276)	(3715)	(4446)	(9588)	(6506)
毛利率	43%	50%	50%	50%	50%	权益性融资	5537	162	0	0	0
EBIT Margin	33%	41%	43%	43%	44%	负债净变化	312	1755	2301	3654	(1916)
EBITDA Margin	46%	51%	58%	56%	57%	支付股利、利息	(101)	(151)	(579)	(1457)	(2121)
收入增长	36%	86%	72%	45%	19%	其它融资现金流	(1143)	1961	(259)	3654	(1916)
净利润增长率	31%	144%	79%	46%	19%	融资活动现金流	5560	1613	1469	1946	(4403)
资产负债率	44%	44%	41%	42%	35%	现金净变动	1339	(684)	167	500	500
息率	0.1%	0.3%	0.7%	1.0%	1.2%	货币资金的期初余额	1012	2375	1833	2000	2500
P/E	184.33	76.17	42.62	29.27	24.54	货币资金的期末余额	2375	1833	2000	2500	3000
P/B	17.73	14.24	10.86	8.24	6.46	企业自由现金流	(978)	(2456)	(3484)	(919)	5181
EV/EBITDA	109.41	54.10	27.73	20.17	16.54	权益自由现金流	(1591)	(496)	(3970)	2510	2938

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032