

技术壁垒加持下高盈利能力延续, 22H2 关注在线涂布技术降本增利

投资要点

- **事件:** 公司发布2022年半年报预告, 22H1实现归母净利润19.96-20.76亿元, 同比增长90-98%; 对应22Q2实现归母净利润10.80-11.60亿元, 环比增长18-27%, 同比增长75-88%。22H1实现扣非归母净利润19.36-20.16亿元, 同比增长97-105%; 对应22Q2扣非归母净利润10.58-11.38亿元, 环比增长20-30%, 同比增长83-97%。
- **22Q2高盈利能力延续。** 因无春节长假影响, 22Q2隔膜企业开工率较22Q1小幅改善, 预计公司22Q2隔膜产品销量小幅上涨。22Q1公司隔膜产品销量约为10.7亿平, 假设环比增长10%, 那么22Q2销量将达到11.8亿平。经测算, 22Q2隔膜产品单位利润有望达到0.95元/平, 较22Q1时约0.9元/平的单位利润略有增长。隔膜行业拥有较高技术壁垒, 且扩产进度较多受制于海外设备企业的供给, 因此预计中短期内仍可维持较高水平的单位利润。
- **在线涂布技术或将再度降本, 撑大利润空间。** 公司经过多年的研发试验及不断改进, 已在产线上成功应用在线涂布技术, 相较传统的离线涂布, 在线涂布工艺一方面减少了涂布前的收卷、分切等环节, 大幅提高生产效率, 降低生产成本, 另一方面提升产品的厚度均匀性、热收缩、透气性等指标的一致性, 并能够有效降低离线工序对产品质量造成的不利影响。公司在在线涂布技术上的先发优势一方面使得公司有效降本, 同时使公司在面临未来可能产生的下游压价时拥有更厚的安全垫。
- **公司产能建设稳步推进, 携宁德时代52亿再扩产落地。** 据统计, 公司产能稳步释放, 22H2预计新增10条以上产线, 对应新增产能或超10亿平。考虑产能爬坡, 新增产能将于2023年集中释放。预计22H2公司隔膜产品维持满产满销, 全年销量超45亿平。6月, 公司发布《关于与宁德时代开展合作的进展公告》, 合资平台公司将在厦门建设16条电池隔膜基膜和涂布分切生产线, 计划于2023年建成并部分投产。预计2023年底, 公司湿法隔膜产品产能将超过100亿平, 干法隔膜实现规模出货; 2025年湿法隔膜交付量达到130亿平, 干法隔膜交付量达到30亿平。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2022-2024年EPS分别为6.42元、8.98元、11.30元, 未来三年归母净利润将保持55%的复合增长率。维持“持有”评级。
- **风险提示:** 公司产能未能如期释放的风险; 主要原材料价格波动的风险; 市场竞争加剧的风险; 技术进步和产品替代的风险; 汇率变动的风险。

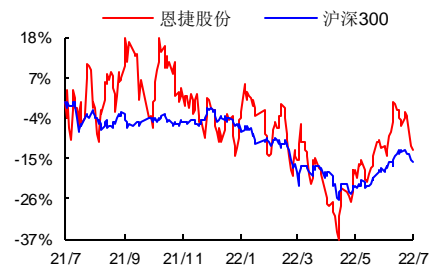
| 指标/年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 7982.43 | 15216.44 | 21094.54 | 26281.30 |
| 增长率 | 86.37% | 90.62% | 38.63% | 24.59% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 2717.63 | 5726.96 | 8016.15 | 10080.41 |
| 增长率 | 143.60% | 110.73% | 39.97% | 25.75% |
| 每股收益EPS(元) | 3.05 | 6.42 | 8.98 | 11.30 |
| 净资产收益率ROE | 19.86% | 30.00% | 10.95% | 29.25% |
| PE | 76 | 36 | 26 | 20 |
| PB | 14.84 | 10.82 | 7.94 | 5.98 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|--------------|
| 总股本(亿股) | 8.92 |
| 流通A股(亿股) | 7.42 |
| 52周内股价区间(元) | 166.4-310.08 |
| 总市值(亿元) | 2,044.33 |
| 总资产(亿元) | 279.19 |
| 每股净资产(元) | 16.47 |

相关研究

1. 恩捷股份(002812): 高技术壁垒维持盈利能力, 业绩确定性强 (2022-04-12)
2. 恩捷股份(002812): 盈利能力提升, 业绩略超预期, 公司高成长性延续 (2022-01-12)
3. 恩捷股份(002812): 业绩符合预期, 龙头地位稳固 (2021-10-26)
4. 恩捷股份(002812): 全球龙头地位稳固, 布局干法加速成长 (2021-08-30)

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 7982.43 | 15216.44 | 21094.54 | 26281.30 | 净利润 | 2886.85 | 5976.96 | 8416.15 | 10580.41 |
| 营业成本 | 4002.02 | 7084.41 | 9768.06 | 12147.53 | 折旧与摊销 | 801.44 | 1099.90 | 1099.90 | 1099.90 |
| 营业税金及附加 | 37.13 | 85.84 | 118.88 | 143.85 | 财务费用 | 152.98 | 152.16 | 210.95 | 262.81 |
| 销售费用 | 74.04 | 121.73 | 126.57 | 131.41 | 资产减值损失 | -10.66 | -10.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 216.33 | 1141.23 | 1518.81 | 1839.69 | 经营营运资本变动 | -2094.08 | -4838.99 | -3903.98 | -3471.07 |
| 财务费用 | 152.98 | 152.16 | 210.95 | 262.81 | 其他 | -317.89 | -71.10 | 0.00 | 0.00 |
| 资产减值损失 | -10.66 | -10.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 1418.65 | 2308.93 | 5823.02 | 8472.05 |
| 投资收益 | 27.11 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -2787.99 | -1000.00 | -2000.00 | -2000.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.14 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -927.49 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -3715.48 | -1000.00 | -2000.00 | -2000.00 |
| 营业利润 | 3216.87 | 6641.06 | 9351.28 | 11756.01 | 短期借款 | 2320.47 | -4116.15 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 2.70 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 长期借款 | 136.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 3219.57 | 6641.06 | 9351.28 | 11756.01 | 股权融资 | 412.34 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 332.72 | 664.11 | 935.13 | 1175.60 | 支付股利 | -150.72 | -543.53 | -1145.39 | -1603.23 |
| 净利润 | 2886.85 | 5976.96 | 8416.15 | 10580.41 | 其他 | -1105.24 | 6417.83 | 789.05 | -262.81 |
| 少数股东损益 | 169.23 | 250.00 | 400.00 | 500.00 | 筹资活动现金流净额 | 1613.06 | 1758.16 | -356.34 | -1866.04 |
| 归属母公司股东净利润 | 2717.63 | 5726.96 | 8016.15 | 10080.41 | 现金流量净额 | -685.62 | 3067.09 | 3466.68 | 4606.01 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 财务分析指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金 | 1833.45 | 4900.54 | 8367.22 | 12973.23 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 5008.61 | 9488.02 | 13150.23 | 16382.37 | 销售收入增长率 | 86.37% | 90.62% | 38.63% | 24.59% |
| 存货 | 1681.45 | 2833.76 | 3907.22 | 4859.01 | 营业利润增长率 | 144.30% | 106.44% | 40.81% | 25.72% |
| 其他流动资产 | 939.17 | 782.04 | 1082.15 | 1346.97 | 净利润增长率 | 145.55% | 107.04% | 40.81% | 25.72% |
| 长期股权投资 | 3.55 | 3.55 | 3.55 | 3.55 | EBITDA 增长率 | 101.73% | 89.22% | 35.08% | 23.04% |
| 投资性房地产 | 8.93 | 8.93 | 8.93 | 8.93 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 12630.80 | 12593.19 | 13555.59 | 14517.98 | 毛利率 | 49.86% | 53.44% | 53.69% | 53.78% |
| 无形资产和开发支出 | 1081.09 | 1019.16 | 957.23 | 895.30 | 三费率 | 13.53% | 9.30% | 8.80% | 8.50% |
| 其他非流动资产 | 2935.14 | 2934.78 | 2934.43 | 2934.07 | 净利率 | 36.17% | 39.28% | 39.90% | 40.26% |
| 资产总计 | 26122.18 | 34563.98 | 43966.55 | 53921.41 | ROE | 19.86% | 30.00% | 30.95% | 29.25% |
| 短期借款 | 4116.15 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 11.05% | 17.29% | 19.14% | 19.62% |
| 应付和预收款项 | 1361.44 | 2438.34 | 3361.59 | 4154.35 | ROIC | 19.19% | 29.06% | 32.46% | 34.18% |
| 长期借款 | 2803.11 | 2803.11 | 2803.11 | 2803.11 | EBITDA/销售收入 | 52.26% | 51.87% | 50.54% | 49.92% |
| 其他负债 | 3304.20 | 9398.42 | 10606.98 | 10791.90 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 11584.89 | 14639.86 | 16771.67 | 17749.35 | 总资产周转率 | 0.34 | 0.50 | 0.54 | 0.54 |
| 股本 | 892.41 | 892.41 | 892.41 | 892.41 | 固定资产周转率 | 0.83 | 1.47 | 2.26 | 3.17 |
| 资本公积 | 7635.64 | 7635.64 | 7635.64 | 7635.64 | 应收账款周转率 | 2.37 | 2.38 | 2.11 | 2.02 |
| 留存收益 | 5461.66 | 10645.09 | 17515.85 | 25993.03 | 存货周转率 | 2.61 | 3.08 | 2.90 | 2.77 |
| 归属母公司股东权益 | 13831.87 | 18968.69 | 25839.45 | 34316.63 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 77.58% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 705.42 | 955.42 | 1355.42 | 1855.42 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 14537.29 | 19924.12 | 27194.88 | 36172.06 | 资产负债率 | 44.35% | 42.36% | 38.15% | 32.92% |
| 负债和股东权益合计 | 26122.18 | 34563.98 | 43966.55 | 53921.41 | 带息债务/总负债 | 63.29% | 69.78% | 66.88% | 63.19% |
| | | | | | 流动比率 | 1.36 | 1.80 | 2.19 | 2.71 |
| | | | | | 速动比率 | 1.12 | 1.52 | 1.86 | 2.34 |
| | | | | | 股利支付率 | 5.55% | 9.49% | 14.29% | 15.90% |
| 业绩和估值指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 4171.29 | 7893.13 | 10662.12 | 13118.72 | 每股收益 | 3.05 | 6.42 | 8.98 | 11.30 |
| PE | 75.53 | 35.84 | 25.61 | 20.36 | 每股净资产 | 15.50 | 21.26 | 28.95 | 38.45 |
| PB | 14.84 | 10.82 | 7.94 | 5.98 | 每股经营现金 | 1.59 | 2.59 | 6.53 | 9.49 |
| PS | 25.71 | 13.49 | 9.73 | 7.81 | 每股股利 | 0.17 | 0.61 | 1.28 | 1.80 |
| EV/EBITDA | 49.91 | 26.30 | 19.24 | 15.29 | | | | | |
| 股息率 | 0.07% | 0.26% | 0.56% | 0.78% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| 行业评级 | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|-----------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理 销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 高级销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 黄滢 | 高级销售经理 | 18818215593 | 18818215593 | hying@swsc.com.cn |
| | 王昕宇 | 高级销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn |
| | 陈慧琳 | 销售经理 | 18523487775 | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 杜小双 | 高级销售经理 | 18810922935 | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn |
| | 王兴 | 销售经理 | 13167383522 | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn |
| | 来趣儿 | 销售经理 | 15609289380 | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| 广深 | 郑龔 | 广州销售负责人 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | xy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |