

公司研究

隔膜放量带动 22H1 业绩大增，海内外扩产势头强劲

——恩捷股份（002812.SZ）2022 年半年报点评

买入（维持）

当前价：193.00 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.92
总市值(亿元):	1722.35
一年最低/最高(元):	161.78/318.56
近 3 月换手率:	47.16%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.86	-11.06	-16.53
绝对	-13.48	-11.37	-31.56

资料来源：Wind

相关研报

产销量提升助力业绩大增，大幅扩产巩固锂电隔膜龙头地位——恩捷股份（002812.SZ）2021 年度业绩预增公告点评（2022-01-12）
加大海外投资提升隔膜优势，投建无菌液包项目切入消费赛道——恩捷股份（002812.SZ）公告点评（2021-12-21）
拟定增 128 亿扩建锂电隔膜及铝塑膜，巩固锂电隔膜龙头地位——恩捷股份（002812.SZ）公告点评（2021-11-22）

要点

事件：8月30日晚，公司发布2022年半年报。报告期内，公司实现营收57.56亿元，同比增长69.62%；实现归母净利润20.20亿元，同比增加92.32%；实现扣非后归母净利润19.41亿元，同比增加97.30%。2022年Q2公司实现营收31.64亿元，同比增加62.21%，环比增加22.06%；实现归母净利润11.04亿元，同比增加78.61%，环比增加20.56%。

点评：

2022H1 锂电隔膜业务规模扩大，带动公司业绩大幅增长。受益于新能源产业的高速发展，锂电隔膜需求大幅增长。2022H1 公司业绩高增，主要系公司主营产品锂电池隔离膜业务规模扩大所致，膜类产品营收同比增长78.92%至52.34亿元，毛利率同比增长1.65pct至52.03%。另外，公司财务费用同比减少86.58%，主要系汇率变动，外币借款的汇兑收益增加所致。与此同时，公司不断加大研发投入，2022H1 研发投入同比增长54.19%至2.62亿元。

锂电池隔膜龙头地位稳固，凭借规模优势可充分降本。锂电池隔膜方面，公司是全球领先的行业龙头，现已进入全球绝大多数主流锂电池生产企业的供应链体系，隔膜产能和出货量排名全球第一。BOPP 薄膜方面，主要由红塔塑胶及其子公司成都红塑生产，产品规模在西南部地区位居前列，且公司是国内为数不多能够生产 BOPP 烟膜和防伪印刷烟膜的企业之一。公司在全球多地布局生产基地，加速产能释放。目前江西通瑞年产4亿平方米锂电隔膜（一期）和无锡恩捷产能还未完全释放，江西通瑞一期和无锡恩捷二期扩建项目已建成，产能尚在爬坡阶段。公司已具备较强的规模优势，成本控制能力优异，规模优势一方面能够通过大规模集中采购降低原材料采购成本；另一方面，公司在手大量订单，能够通过合理排产有效降低停机转产次数，从而减少相关成本耗费。与此同时，公司还不断改进生产工艺和设备，增加锂电池隔膜生产设备的单线产出、产品的收率和良品率以及辅料回收效率，进一步降低了单位折旧、能耗和人工成本。

海内外扩产势头强劲，有望在未来贡献较大的业绩增量。公司不断加大产能建设力度，湿法隔膜方面，公司2022年预计共新增25条产线，产能主要集中在集中在下半年释放；2023年和2024年预计每年新增超过30条产线，到2023年底产能达到100亿平，2025年有望超120亿平。干法隔膜方面，江西的10亿平干法项目分两期实施，预计22年投产1-2亿平，2023年底产能达10亿平。公司新增产能主要可分为在国内基地生产、与国内客户合资建厂生产以及在海外建设基地生产三部分。海外方面，公司在匈牙利建设首个海外锂电池隔离膜生产基地，规划建设了4条全自动进口制膜生产线和30余条涂布生产线，基膜年产能约为4亿平方米，总投资约3.4亿欧元，预计于2023年Q1末量产；报告期内公司还启动了美国基地项目，拟规划建设产能约10-12亿平方米的基膜生产线及配套涂覆设备，总投资约9.16亿美元。客户合资建厂方面，公司与亿纬锂能合资建立的湖北基地里拟建设16亿平方米的湿法锂离子电池隔离膜和涂布膜项目，预计于2023年投产约8条产线，其中6条可量产；公司与宁德时代合资建立的厦门恩捷已完成了工商登记注册手续，拟投资建设16条锂离子电池隔膜基膜和涂布分切生产线项目。

盈利预测、估值与评级: 受益于新能源产业的高速发展, 锂电隔膜需求大幅增长。2022H1 公司业绩高增, 考虑到产品整体的放量节奏, 我们上调公司 2022-2023 年的盈利预测, 新增 2024 年的盈利预测, 预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 47.01 (上调 13.92%) /70.89 (上调 17.86%) /92.94 亿元。我们仍看好公司作为锂电隔膜行业龙头在行业高景气背景下的后续发展, 维持“增持”评级。

风险提示: 项目落地风险, 产能建设风险, 下游需求不及预期风险。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,283	7,982	13,563	19,994	25,820
营业收入增长率	35.56%	86.37%	69.91%	47.41%	29.14%
净利润 (百万元)	1,116	2,718	4,701	7,089	9,294
净利润增长率	31.27%	143.60%	72.99%	50.79%	31.11%
EPS (元)	1.26	3.05	5.27	7.94	10.41
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.05%	19.65%	25.45%	28.24%	27.57%
P/E	153	63	37	24	19
P/B	15.4	12.5	9.3	6.9	5.1

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-08-31, 注: 2020 年公司总股本为 8.87 亿股, 2021 年及以后公司总股本为 8.92 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,283	7,982	13,563	19,994	25,820
营业成本	2,457	4,002	6,639	9,813	12,764
折旧和摊销	558	797	979	1,088	1,212
税金及附加	32	37	109	140	181
销售费用	56	74	95	140	181
管理费用	156	216	368	542	700
研发费用	178	409	695	1,025	1,324
财务费用	189	153	303	374	361
投资收益	9	27	27	27	27
营业利润	1,317	3,217	5,467	8,175	10,689
利润总额	1,313	3,220	5,469	8,177	10,691
所得税	138	333	565	845	1,105
净利润	1,176	2,887	4,904	7,332	9,586
少数股东损益	60	169	203	244	292
归属母公司净利润	1,116	2,718	4,701	7,089	9,294
EPS(元)	1.26	3.05	5.27	7.94	10.41

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,055	1,419	2,630	4,507	7,065
净利润	1,116	2,718	4,701	7,089	9,294
折旧摊销	558	797	979	1,088	1,212
净营运资金增加	565	3,615	5,718	6,781	6,351
其他	-1,183	-5,711	-8,768	-10,451	-9,792
投资活动产生现金流	-5,276	-3,715	-3,023	-3,023	-3,023
净资本支出	-2,666	-3,991	-3,050	-3,050	-3,050
长期投资变化	3	4	0	0	0
其他资产变化	-2,613	272	27	27	27
融资活动现金流	5,560	1,613	3,877	1,037	-1,758
股本变化	81	6	0	0	0
债务净变化	658	1,971	4,242	1,871	-711
无息负债变化	1,006	637	1,077	1,133	908
净现金流	1,339	-686	3,484	2,521	2,284

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	42.6%	49.9%	51.1%	50.9%	50.6%
EBITDA 率	49.6%	52.5%	50.6%	48.8%	47.7%
EBIT 率	36.4%	42.4%	43.4%	43.4%	43.0%
税前净利润率	30.7%	40.3%	40.3%	40.9%	41.4%
归母净利润率	26.0%	34.0%	34.7%	35.5%	36.0%
ROA	5.7%	11.1%	13.5%	15.9%	17.3%
ROE (摊薄)	10.0%	19.6%	25.5%	28.2%	27.6%
经营性 ROIC	9.1%	13.0%	16.9%	19.5%	20.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	44%	44%	47%	43%	36%
流动比率	2.03	1.36	1.43	1.67	2.12
速动比率	1.76	1.12	1.20	1.39	1.76
归母权益/有息债务	1.93	1.79	1.54	1.82	2.57
有形资产/有息债务	3.37	3.21	2.92	3.24	4.10

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	20,572	26,122	36,285	46,161	55,258
货币资金	2,375	1,833	5,318	7,839	10,123
交易性金融资产	1,341	5	5	5	5
应收账款	2,328	4,405	7,439	10,950	14,184
应收票据	380	369	626	923	1,192
其他应收款 (合计)	11	8	14	20	26
存货	1,157	1,681	2,843	4,241	5,540
其他流动资产	933	934	934	934	934
流动资产合计	8,708	9,463	17,554	25,468	32,727
其他权益工具	0	110	110	110	110
长期股权投资	3	4	4	4	4
固定资产	8,421	10,878	11,474	12,246	13,108
在建工程	1,628	1,753	2,890	3,742	4,382
无形资产	462	561	599	637	673
商誉	520	520	520	520	520
其他非流动资产	599	2,569	2,569	2,569	2,569
非流动资产合计	11,864	16,660	18,731	20,693	22,531
总负债	8,976	11,585	16,904	19,908	20,105
短期借款	1,796	4,116	8,283	10,107	9,372
应付账款	471	651	1,079	1,595	2,075
应付票据	695	487	809	1,195	1,555
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1	241	241	241	241
流动负债合计	4,290	6,934	12,254	15,258	15,455
长期借款	2,667	2,803	2,803	2,803	2,803
应付债券	756	413	412	412	412
其他非流动负债	1,164	1,293	1,293	1,293	1,293
非流动负债合计	4,687	4,651	4,650	4,650	4,650
股东权益	11,596	14,537	19,380	26,253	35,152
股本	887	892	892	892	892
公积金	7,377	7,809	8,083	8,083	8,083
未分配利润	2,747	5,288	9,446	16,075	24,682
归属母公司权益	11,103	13,832	18,472	25,101	33,708
少数股东权益	493	705	908	1,152	1,445

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.32%	0.93%	0.70%	0.70%	0.70%
管理费用率	3.64%	2.71%	2.71%	2.71%	2.71%
财务费用率	4.41%	1.92%	2.24%	1.87%	1.40%
研发费用率	4.16%	5.13%	5.13%	5.13%	5.13%
所得税率	10%	10%	10%	10%	10%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.17	0.30	0.51	0.77	1.01
每股经营现金流	1.19	1.59	2.95	5.05	7.92
每股净资产	12.52	15.50	20.70	28.13	37.77
每股销售收入	4.83	8.94	15.20	22.40	28.93

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	153	63	37	24	19
PB	15.4	12.5	9.3	6.9	5.1
EV/EBITDA	83.0	43.6	27.1	19.3	15.3
股息率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE