

2022年01月11日

Q4量利齐升，业绩超市场预期 买入(维持)

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号: S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

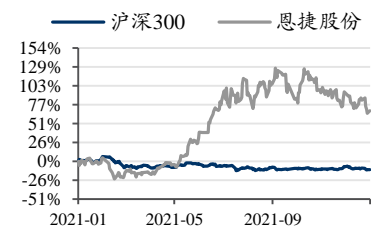
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,283	8,381	14,149	20,114
同比(%)	36	96	69	42
归母净利润(百万元)	1,116	2,706	5,006	7,034
同比(%)	31	143	85	41
每股收益(元/股)	1.25	3.03	5.61	7.88
P/E(倍)	184.78	76.18	41.18	29.31

投资要点

- **公司预计2021Q4归母净利润9.05-10.05亿元，环比增长28%-42%，超市场预期。**公司预计2021年全年归母净利润26.6-27.6亿元，同比增长138.44%-147.40%，其中2021Q4归母净利润9.05-10.05亿元，同比增长92-113%，环比增长28%-42%，超市场预期。2021全年扣非归母净利润25.6-26.6亿元，同比增长158.15%-168.25%，其中2021Q4扣非归母净利润9.29-10.29亿元，环比增长44%-60%。
- **2021Q4公司隔膜量利齐升，超市场预期。**我们预计公司2021Q4隔膜生产10亿平左右，环比增长20%左右，新增产能顺利释放。考虑公司Q3生产0.5亿平左右在Q4确认收入，Q4实际确认10.5亿平+，环比+30%左右，全年公司预计出货30亿平+，同比翻番以上，全年海外客户占出货量比25%-30%，涂覆隔膜占出货量比30%左右。盈利方面，我们预计Q4隔膜单平归母利润近0.9元/平，环比提升5%左右，受益于隔膜产能紧缺，公司部分产品涨价在Q4进一步体现，叠加在线涂覆产能逐步落地，公司涂覆比例的提升及客户结构的改善，公司量利齐升，超市场预期。Q4公司传统业务我们预计贡献3亿元+收入，净利润0.3亿元+，环比基本持平。
- **公司产能扩张领先，排产持续向上，2022年维持高增速。**2022年行业供不应求，行业产能利用率维持高位，公司产能扩张速度领先，排产持续向上，2021年年底单月排产近4亿平，满产满销；公司预计2022年新增25条线，我们预计2022年年底母卷产能有望达75亿平左右；考虑公司产能释放加速，2022年全年出货我们上修至55亿平左右，同比增长80%+。分客户来看，2022年我们预计宁德时代需求翻倍以上增长，海外客户LG、新增北美客户增量亦明显，我们预计2022年海外客户占出货量比基本维持25-30%。
- **电池厂加速锁定隔膜产能，隔膜行业供不应求，盈利能力稳中有升。**由于隔膜厂商扩产受限于进口设备产能，行业供不应求，电池厂加大对隔膜行业布局，此前亿纬与恩捷公告拟在荆门建设16亿平基膜及涂覆产线，宁德时代加大与恩捷合作。公司锁定设备供应商日本制钢所产能，每年对应25-30条线产能扩张，叠加制钢所开始小规模扩产，公司产能扩张提速，扩张速度领先同行，我们预计2022年出货55亿平左右，同比80%+，叠加供需紧张情况下部分客户涨价，公司在线涂覆落地，涂覆比例提升，产品结构优化，单平利润有望进一步提升。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司产能落地加速，出货、盈利超预期，我们上修公司2021-2023归母净利至27.06/50.06/70.34亿元(原预测25.1/43.9/60.8亿元)，同增143%/85%/41%，对应PE分别为76/41/29X，给予2022年60xPE，对应目标价336.6元。维持“买入”评级。
- **风险提示：**电动车销量不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	231.00
一年最低/最高价	100.37/319.00
市净率(倍)	16.09
流通A股市值(百万元)	171406.55

基础数据

每股净资产(元)	14.37
资产负债率(%)	42.59
总股本(百万股)	892.41
流通A股(百万股)	742.02

相关研究

- 1、《恩捷股份(002812): 恩捷股份: 携手宁德, 强强联合, 龙头地位凸显》2021-11-12
- 2、《恩捷股份(002812): 2021年三季度报点评: 单平盈利稳定, 公司业绩基本符合预期》2021-10-26
- 3、《恩捷股份(002812): 公司量利齐升, 高景气度持续, 业绩基本符合预期》2021-10-10

公司预计 2021Q4 归母净利润 9.05-10.05 亿元，环比增长 28%-42%，超市场预期。公司预计 2021 年全年归母净利润 26.6-27.6 亿元，同比增长 138.44%-147.40%，其中 2021Q4 归母净利润 9.05-10.05 亿元，同比增长 92-113%，环比增长 28%-42%，超市场预期。2021 全年扣非归母净利润 25.6-26.6 亿元，同比增长 158.15%-168.25%，其中 2021Q4 扣非归母净利润 9.29-10.29 亿元，环比增长 44%-60%。

图 1: 公司盈利情况 (分季度)

	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4
营业收入(百万)		1,945.3	1,950.6	1,443.2	1,701.7
-同比		70.53%	119.71%	161.05%	61.58%
毛利率		49.97%	46.42%	48.51%	45.64%
归母净利润(百万)	905-1005	705.2	618.1	432.1	472.1
-同比	92%-113%	118.94%	237.46%	212.59%	116.51%
归母净利率		36.25%	31.69%	29.94%	27.74%
扣非归母净利润(百万)	929-1029	644.6	578.8	404.95	430.95
-同比	115%-139%	120.71%	256.95%	284.44%	116.10%
扣非归母净利率		33.14%	29.67%	28.06%	25.32%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021Q4 公司隔膜量利齐升，超市场预期。我们预计公司 2021Q4 隔膜生产 10 亿平左右，环比增长 20%左右，新增产能顺利释放。考虑公司 Q3 生产 0.5 亿平左右在 Q4 确认收入，Q4 实际确认 10.5 亿平+，环比+30%左右，全年公司预计出货 30 亿平+，同比翻番以上，全年海外客户占出货量比 25%-30%，涂覆隔膜占出货量比 30%左右。盈利方面，我们预计 Q4 隔膜单平归母利润近 0.9 元/平，环比提升 5%左右，受益于隔膜产能紧缺，公司部分产品涨价在 Q4 进一步体现，叠加在线涂覆产能逐步落地，公司涂覆比例的提升及客户结构的改善，公司量利齐升，超市场预期。Q4 公司传统业务我们预计贡献 3 亿元+收入，净利润 0.3 亿元+，环比基本持平。

公司产能扩张领先，排产持续向上，2022 年维持高增速。2022 年行业供不应求，行业产能利用率维持高位，公司产能扩张速度领先，排产持续向上，2021 年年底单月排产近 4 亿平，满产满销；公司预计 2022 年新增 25 条线，我们预计 2022 年年底母卷产能有望达 75 亿平左右；考虑公司产能释放加速，2022 年全年出货我们上修至 55 亿平左右，同比增长 80%+。分客户来看，2022 年我们预计宁德时代需求翻倍以上增长，海外客户 LG、新增北美客户增量亦明显，我们预计 2022 年海外客户占出货量比基本维持 25-30%。

电池厂加速锁定隔膜产能，隔膜行业供不应求，盈利能力稳中有升。由于隔膜厂商扩产受限于进口设备产能，行业供不应求，电池厂加大对隔膜行业布局，此前亿纬与恩

捷公告拟在荆门建设 16 亿平基膜及涂覆产线，宁德时代加大与恩捷合作，设立合资公司外，双方签署《预付款协议》，宁德支付 8.5 亿元预付款以保障 2022 年恩捷对宁德 51.78 亿元产值的隔膜供货能力（对应 35-40 亿平隔膜需求）。公司锁定设备供应商日本制钢所产能，每年对应 25-30 条线产能扩张，叠加制钢所开始小规模扩产，公司产能扩张提速，扩张速度领先同行，我们预计 2022 年出货 55 亿平左右，同比 80%+，叠加供需紧张情况下部分客户涨价，公司在线涂覆落地，涂覆比例提升，产品结构优化，单平利润有望进一步提升。

投资建议：考虑公司产能落地加速，出货、盈利超预期，我们上修公司 2021-2023 归母净利至 27.06/50.06/70.34 亿元（原预测 25.1/43.9/60.8 亿元），同增 143%/85%/41%，对应 PE 分别为 76/41/29X，给予 2022 年 60xPE，对应目标价 336.6 元。维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期

恩捷股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	8,708	10,781	15,959	21,939	营业收入	4,283	8,381	14,149	20,114
现金	2,375	838	1,415	2,011	减:营业成本	2,457	4,434	7,141	10,327
应收账款	2,328	4,188	7,108	10,156	营业税金及附加	32	42	71	101
存货	1,157	2,035	3,370	4,941	营业费用	56	92	149	201
其他流动资产	2,657	3,383	3,531	4,060	管理费用	156	297	429	563
非流动资产	11,864	15,252	19,175	22,713	研发费用	178	340	491	644
长期股权投资	3	3	3	3	财务费用	189	156	353	463
固定资产	8,421	10,626	13,568	17,126	资产减值损失	57	62	83	56
在建工程	1,640	2,640	3,640	3,640	加:投资净收益	9	2	11	11
无形资产	462	649	632	616	其他收益	140	150	250	200
其他非流动资产	2,978	3,974	4,971	4,968	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	20,572	26,033	35,134	44,652	营业利润	1,317	3,116	5,699	7,976
流动负债	4,290	7,770	13,849	18,088	加:营业外净收支	-3	0	0	0
短期借款	2,322	4,686	9,208	11,649	利润总额	1,313	3,116	5,699	7,976
应付账款	471	850	1,369	1,980	减:所得税费用	138	312	570	798
其他流动负债	1,497	2,233	3,272	4,459	少数股东损益	60	98	123	144
非流动负债	4,687	4,687	3,931	3,931	归属母公司净利润	1,116	2,706	5,006	7,034
长期借款	2,667	2,667	2,667	2,667	EBIT	1,506	3,271	6,052	8,438
其他非流动负债	2,020	2,020	1,264	1,264	EBITDA	2,068	4,183	7,230	9,950
负债合计	8,976	12,457	17,780	22,019	重要财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	493	591	714	858	每股收益(元)	1.25	3.03	5.61	7.88
归属母公司股东权益	11,103	12,986	16,640	21,775	每股净资产(元)	12.52	14.55	18.65	24.40
负债和股东权益	20,572	26,033	35,134	44,652	发行在外股份(百万股)	887	892	892	892
					ROIC(%)	9.6	14.5	19.5	21.3
					ROE(%)	10.0	20.8	30.1	32.3
					毛利率(%)	42.6	47.1	49.5	48.7
					销售净利率(%)	27.4	33.5	36.3	35.7
					资产负债率(%)	43.6	47.8	50.6	49.3
					收入增长率(%)	35.6	95.7	68.8	42.2
					净利润增长率(%)	31.3	142.6	85.0	40.5
					P/E	184.78	76.18	41.18	29.31
					P/B	18.57	15.87	12.39	9.47
					EV/EBITDA	103	51	29	21

数据来源: WIND, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>