

## 恩捷股份 (002812)

公司研究/点评报告

# 业绩高速增长，布局干法隔膜剑指储能市场

—恩捷股份 2020 年业绩快报点评报告

点评报告/基础化工

2021 年 03 月 01 日

### 一、事件概述

2 月 26 日，公司发布 2020 年业绩快报，全年实现营收 42.83 亿元，同比增长 35.6%，归母净利润 11.10 亿元，同比增长 30.7%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 2020 业绩高增长，2021Q1 出货预计环比持续提升，今年有望持续高增长

公司 2020 年营收 42.83 亿，增长 35.6%，我们预计隔膜出货达到 11 亿平。20Q4 实现营收 17.02 亿元，同比增长 62%，环比增长 49%，Q4 归母净利润 4.67 亿元，同比增长 114%，环比增长 45%。我们预计公司 Q4 隔膜出货约 4 亿平，随着产能利用率增加以及海外和涂覆比例提升，预计 Q4 隔膜单平盈利环比有望持续恢复。今年 Q1 公司隔膜排产环比仍高速增长，我们预计 Q1 出货有望达到 5 亿平，预计全年出货达 20 亿平以上。

#### ➤ 隔膜高端产能供应紧张，海外客户收入占比提升，盈利能力有望维持高位

今年新能源汽车销量需求持续快速释放，动力电池排产高增长，而湿法隔膜行业格局向头部集中趋势日益增强，目前仅少数湿法隔膜企业通过了一线电池厂的产品认证，且今年湿法隔膜行业供给增长有限，预计高端产能将处于供需紧平衡状态。此外，公司海外客户出货高速增长，LG、松下、三星以及特斯拉均快速放量，且公司去年起给 LG 供货涂覆隔膜，预计今年公司海外收入占比仍将提升，公司隔膜盈利水平有望维持高位。

#### ➤ 在线一体化涂覆产能逐步释放，涂覆膜占比有望持续提升

公司去年推出在线一体化涂覆隔膜产品，与原有的基膜、涂覆膜分开生产方式相比产品损耗更少，产品品质和生产效率均有所提升，正积极推进国内外一线大客户的导入，目前在线一体化涂覆产品已有 4 条线投产，今年还将逐步扩产至 10 条以上产线，预计明年公司涂覆膜占比有望进一步提升，进而拉动公司隔膜单平盈利水平。

#### ➤ 与 Celgard 合作稳步进行，进军低成本干法隔膜，剑指储能应用

2 月 1 日，公司公告，上海恩捷的子公司江西明扬与江西高安市政府签订协议，拟在高安市投资 20 亿元，分两期建设干法隔膜 10 亿平方米产能。2 月 25 日，公司公告上海恩捷与 Celgard 的全资子公司 PPO Energy Storage Materials HK 签订增资协议，双方共同对江西明扬增资，增资后上海恩捷持有江西明扬 51% 股权，PPO Energy Storage Materials HK 持有江西明扬 49% 股权。Celgard 是全球领先的干法隔膜龙头，具有深厚的行业积累和技术优势，恩捷是全球湿法隔膜龙头企业，双方的合作将主要定位于储能市场，有望将 Celgard 的干法隔膜技术优势与恩捷的成本控制能力相结合，我们预计将推进公司的干法隔膜产品快速放量。

### 三、投资建议

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 11.10、18.09、23.74 亿元，同比增长 31%、63%、31%，对应 2020-2022 年 PE 分别为 85、52、40 倍，参考 CS 新能源车指数 142 倍 PE (TTM)，考虑到公司为湿法隔膜全球龙头，技术和成本优势明显，首次覆盖，给予“推荐”评级。

### 四、风险提示：

新能源汽车销售不及预期；新产能投产进度不及预期；固态电池技术产业化应用速度快于预期。

**推荐**

首次评级

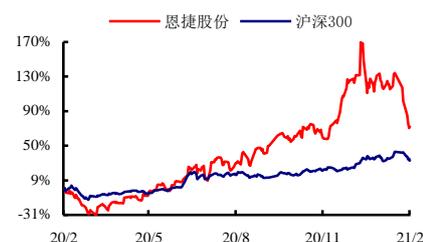
当前价格：106.01 元

交易数据

2021-2-26

近 12 个月最高/最低(元)	165.45/42.5
总股本(百万股)	887
流通股本(百万股)	536
流通股比例(%)	60.51
总市值(亿元)	940
流通市值(亿元)	569

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于潇

执业证 S0100520080001

电话：021-60876734

邮箱：yuxiao@mszq.com

研究助理：李京波

执业证 S0100121020004

电话：021-60876734

邮箱：lijingbo@mszq.com

相关研究

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,160	4,281	6,541	8,453
增长率 (%)	28.6%	35.5%	52.8%	29.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	850	1,110	1,809	2,374
增长率 (%)	63.9%	30.6%	63.0%	31.2%
每股收益 (元)	1.06	1.25	2.04	2.68
PE (现价)	100.0	84.7	52.0	39.6
PB	18.8	8.3	7.2	6.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,160	4,281	6,541	8,453
营业成本	1,730	2,398	3,573	4,630
营业税金及附加	15	39	59	76
销售费用	67	120	164	194
管理费用	123	223	327	380
研发费用	155	150	229	296
EBIT	1,069	1,352	2,189	2,876
财务费用	99	152	146	164
资产减值损失	(5)	(32)	10	20
投资收益	2	1	2	4
营业利润	1,063	1,330	2,169	2,846
营业外收支	(1)	(3)	(5)	(7)
利润总额	1,062	1,327	2,164	2,839
所得税	126	159	260	341
净利润	936	1,168	1,904	2,498
归属于母公司净利润	850	1,110	1,809	2,374
EBITDA	1,374	1,875	2,811	3,607

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1012	6398	6716	7680
应收账款及票据	1610	2458	3597	4480
预付款项	105	144	197	232
存货	759	1106	1574	1770
其他流动资产	523	523	523	523
流动资产合计	5023	10837	12837	14913
长期股权投资	3	4	6	10
固定资产	4937	6085	7482	9228
无形资产	299	405	470	553
非流动资产合计	7170	8282	9610	11503
资产合计	12193	19119	22447	26416
短期借款	2670	2870	3370	3870
应付账款及票据	905	1319	1965	2547
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	4229	5084	6368	7619
长期借款	1968	1968	2168	2468
其他长期负债	1115	348	368	368
非流动负债合计	3083	2316	2536	2836
负债合计	7312	7400	8904	10455
股本	805	887	887	887
少数股东权益	330	388	484	609
股东权益合计	4881	11719	13543	15961
负债和股东权益合计	12193	19119	22447	26416

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	28.6%	35.5%	52.8%	29.2%
EBIT 增长率	50.2%	26.4%	61.9%	31.3%
净利润增长率	63.9%	30.6%	63.0%	31.2%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	45.2%	44.0%	45.4%	45.2%
净利率	26.9%	25.9%	27.7%	28.1%
总资产收益率 ROA	7.0%	5.8%	8.1%	9.0%
净资产收益率 ROE	18.7%	9.8%	13.9%	15.5%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.2	2.1	2.0	2.0
速动比率	1.0	1.9	1.8	1.7
现金比率	0.2	1.3	1.1	1.0
资产负债率	0.6	0.4	0.4	0.4
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	151.3	150.0	145.0	140.0
存货周转天数	128.1	140.0	135.0	130.0
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.1	1.3	2.0	2.7
每股净资产	5.7	12.8	14.7	17.3
每股经营现金流	0.9	2.4	2.1	3.6
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>估值分析</b>				
PE	100.0	84.7	52.0	39.6
PB	18.8	8.3	7.2	6.1
EV/EBITDA	64.2	45.5	30.4	23.7
股息收益率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	936	1,168	1,904	2,498
折旧和摊销	336	491	631	752
营运资金变动	(585)	249	(888)	(342)
经营活动现金流	763	2,139	1,899	3,195
资本开支	2,118	1,636	1,953	2,627
投资	(957)	0	0	0
投资活动现金流	(3,074)	(1,636)	(1,953)	(2,627)
股权募资	0	5,749	0	0
债务募资	3,213	(767)	220	75
筹资活动现金流	2,781	4,874	391	211
现金净流量	470	5,376	338	780

## 分析师与研究助理简介

**于潇**，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。

**李京波**，上海交通大学本硕，5年汽车行业经验，曾就职于国海证券，2021年2月加入民生证券，主要负责新能源汽车产业链研究。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。