

恩捷股份（002812）：盈利能力提升，看好长期发展

2022 年 9 月 5 日

推荐/维持

恩捷股份

公司报告

事件：恩捷股份近日发布了半年报，2022 年上半年，公司取得营业收入 57.56 亿元，同比增长 69.62%；实现归母净利润 20.20 亿元，同比增长 92.32%；毛利率和净利率分别达到 50.02% 和 36.98%，同比分别提升 2.71% 和 4.35%；公司实际业绩与此前预告一致，符合预期。

受益于锂离子电池需求高增速，公司产品销售增长较快。新能源行业景气度不断提升，2022 年上半年全球锂离子电池出货量达 730Gwh，同比增长 40%，进而带动隔膜行业需求增长。2022 年上半年，公司膜类产品营业收入达 52.3 亿元，同比增长了 78.9%，占营业收入比例为 90.92%，同比提升了 4.73%。报告期内，公司产能持续提升，规模优势显著，成本进一步降低，毛利率达到 50.02%，同比提升 2.71%；期间费用率降至 8.26%，同比降低 3.55%；净利润率达 36.98%，同比提升 4.35%。公司收入保持了较高增速，利润水平进一步提升，随着今后产量的进一步提升，这一势头将继续保持。

产能产量全球居首，海外布局成型。公司 2022 年上半年产量约为 22 亿平米，我们预计 2022 年年底产能将达 75 亿平米，全年总出货量将超过 50 亿平米。公司此前聚焦湿法隔膜，但由于储能电池的需求增长，公司也对干法隔膜进行了布局，综合产线情况，我们预计公司有望于今年下半年开始小批量出货。就产能而言，公司在长三角、珠三角、江西、福建等地均有产能布局，同时产能出海将更好的满足海外客户需求，匈牙利及美国生产基地建成后将为公司再带来 15 亿平米以上产能。其中，匈牙利基地的 4 亿平米产能有望今年年底或明年初投产，美国基地的 12 亿平米产能有望于明年底投产。我们认为：到 2023 年底公司产能将达 100 亿平，2025 年交付能力超 120 亿平，其市占率有望从 2021 年底的 30% 提升至 50%，届时，龙头地位将更加巩固。

设备供应稳定。隔膜行业的生产设备是产线的核心环节，产线的扩张速度一定程度上取决于隔膜生产设备的供应情况。恩捷股份与上游设备供应商日本制钢所合作稳定，签订了长期供货协议，为其持续扩大市场份额提供了基础保证。同时，经过长期探索，公司产线整合能力不断增强，对设备进行单元采购，不依赖于整线，为产能扩张提供了进一步保障。我们预计在行业整体供应偏紧的情况下，公司的设备获取、整合能力具备一定优势，为市占率提升夯实了基础。

隔膜行业是锂电池产业链中竞争格局最优，盈利能力的最强，成长确定性最高的细分领域。我们认为：电新行业景气度高企的情况之下，隔膜行业将在扩张之中整体受益，公司作为业内龙头企业，在产品、设备、客户等方面全方位领先，我们看好公司长期发展前景。

盈利预测及投资评级：我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 48.53、72.80 和 93.55 亿元，对应当前股本 EPS 分别为 5.44、8.16 和 10.48 元。对应 2022 年 9 月 2 日收盘价 34.94、23.29 和 18.13 倍 P/E。维持“推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期、产能释放速度不及预期。

公司简介：

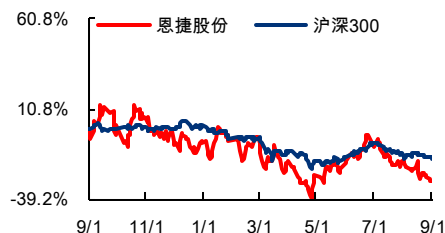
公司是一家专注研发及生产高性能锂离子电池隔离膜的高新技术企业。

资料来源：公司官网

交易数据

52 周股价区间（元）	310.08-166.4
总市值（亿元）	1,732.88
流通市值（亿元）	1,441.02
总股本/流通 A 股（万股）	89,241/89,241
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.56

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

研究助理：侯河清

010-66554108

houhq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480122040023

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,283.01	7,982.43	14,073.21	20,180.12	26,669.37
增长率（%）	35.56%	86.37%	76.30%	43.39%	32.16%
净归母净利润（百万元）	1,115.60	2,717.63	4,852.53	7,279.94	9,354.83
增长率（%）	31.27%	143.60%	78.56%	50.02%	28.50%
净资产收益率（%）	10.05%	19.65%	26.81%	29.72%	28.59%
每股收益(元)	1.25	3.05	5.44	8.16	10.48
PE	151.99	62.39	34.94	23.29	18.13
PB	15.40	12.30	9.40	6.94	5.19

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	8,708	9,463	19,639	28,046	37,305	营业收入	4,283	7,982	14,073	20,180	26,669
货币资金	2,375	1,833	4,222	6,054	8,001	营业成本	2,457	4,002	6,520	9,093	12,564
应收账款	3,108	5,300	9,179	13,163	17,395	营业税金及附加	32	37	77	117	140
其他应收款	11	8	1,251	1,794	2,371	营业费用	56	74	199	241	312
预付款项	181	226	487	699	923	管理费用	156	216	466	637	808
存货	1,157	1,681	2,890	4,031	5,569	财务费用	189	153	374	402	317
其他流动资产	1,877	413	1,609	2,305	3,045	研发费用	178	409	656	961	1,261
非流动资产合计	11,864	16,660	16,295	16,453	16,134	资产减值损失	-18	-11	-33	-48	-63
长期股权投资	3	4	5	7	8	公允价值变动收益	11	0	0	0	0
固定资产	8,421	10,878	10,898	11,442	11,508	投资净收益	9	27	12	12	12
无形资产	462	561	467	374	280	加：其他收益	140	134	136	135	136
其他非流动资产	1,332	3,461	3,460	3,459	3,457	营业利润	1,317	3,217	5,801	8,690	11,169
资产总计	20,572	26,122	35,934	44,499	53,439	营业外收入	2	5	2	2	2
流动负债合计	4,290	6,934	11,744	13,387	13,433	营业外支出	5	3	3	3	3
短期借款	1,796	4,116	5,985	5,337	2,379	利润总额	1,313	3,220	5,800	8,690	11,168
应付账款	1,167	1,138	2,787	3,887	5,370	所得税	138	333	599	886	1,140
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	1,176	2,887	5,202	7,804	10,028
一年内到期的非流动负债	1,327	1,680	2,972	4,163	5,683	少数股东损益	60	169	349	524	673
非流动负债合计	4,687	4,651	5,040	5,040	5,040	归属母公司净利润	1,116	2,718	4,853	7,280	9,355
长期借款	3,423	575	575	575	575	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	8,976	11,585	16,783	18,426	18,473	成长能力					
少数股东权益	493	705	1,055	1,578	2,251	营业收入增长	35.56%	86.37%	76.30%	43.39%	32.16%
实收资本（或股本）	887	892	892	892	892	营业利润增长	23.91%	144.30%	80.33%	49.81%	28.52%
资本公积	7,229	7,636	7,636	7,636	7,636	归属于母公司净利润增	31.27%	143.60%	78.56%	50.02%	28.50%
未分配利润	2,987	5,304	9,568	15,966	24,188	获利能力					
归属母公司股东权益合计	11,103	13,832	18,096	24,494	32,716	毛利率(%)	42.63%	49.86%	53.67%	54.94%	52.89%
负债和所有者权益	20,572	26,122	35,934	44,499	53,439	净利率(%)	27.45%	36.17%	36.96%	38.67%	37.60%
现金流量表						总资产净利润(%)	4.61%	5.42%	10.40%	13.50%	16.36%
						ROE(%)	10.05%	19.65%	26.81%	29.72%	28.59%
单位：百万元						偿债能力					
经营活动现金流	1,055	1,419	2,850	6,521	9,112	资产负债率(%)	43.63%	44.35%	46.71%	41.41%	34.57%
净利润	1,176	2,887	5,202	7,804	10,028	流动比率	2.03	1.36	1.67	2.10	2.78
折旧摊销	562	801	2,119	2,596	3,073	速动比率	1.59	1.03	1.25	1.57	2.07
财务费用	189	153	374	402	317	营运能力					
应收账款减少	-1,315	-2,193	-3,879	-3,983	-4,233	总资产周转率	0.21	0.31	0.39	0.45	0.50
预收账款增加	0	0	0	0	0	应收账款周转率	1.57	1.62	1.70	1.70	1.70
投资活动现金流	-5,276	-3,715	-1,757	-2,757	-2,757	应付账款周转率	5.22	6.15	5.21	5.21	5.21
公允价值变动收益	0	1	2	3	4	每股指标(元)					
长期投资减少	1,141	-2,809	711	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.25	3.05	5.44	8.16	10.48
投资收益	9	27	12	12	12	每股净现金流(最新摊薄)	-0.66	-1.62	1.29	0.99	1.27
筹资活动现金流	-77	-77	-77	-77	-77	每股净资产(最新摊薄)	12.34	15.44	20.22	27.39	36.60
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	1,455	-206	389	0	0	P/E	151.99	62.39	34.94	23.29	18.13
普通股增加	218	219	220	221	222	P/B	15.40	12.30	9.40	6.94	5.19
资本公积增加	-304	5,335	407	0	0	EV/EBITDA	96.38	76.59	32.52	22.04	17.23
现金净增加额	869	-2,025	3,074	-556	115						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，5 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所，主要覆盖电力设备新能源等研究领域，从业期间获得 2017 年水晶球公募榜入围，2020 年 wind 金牌分析师第 5。

研究助理简介

侯河清

侯河清，金融学硕士，3 年产业投资经验，2022 年 4 月加盟东兴证券研究所，任研究助理，主要覆盖电新行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526