

# 企业概述

恩捷股份（002812）主要涉足三大板块业务：

- 膜类产品（锂电池用隔膜，香烟包装膜）
- 包装印刷产品（牛奶盒、香烟盒标）
- 纸制品包装（香烟防伪纸）

**业务板块：**2021年营收79亿元，膜类产品占比达87%（70亿元，增速100%，主要是锂电池用隔膜），无菌包装占7%（6亿元，增速43%，主要是牛奶纸盒），其他业务约占6%。其他业务中：烟标占营收3%，营收下降-10%（因改集体招投标，价格竞争加剧，下调价格），特种纸占4%营收增加16%。

**龙头地位：**锂电池用隔膜占据行业龙头地位，2021年产量达30亿平方米，占我国总产量50%，世界总产量30%。公司总产能共50亿平方米，若不计新建的隔膜生产线，还有将近40%潜能可挖。若满负荷生产，营收可达131亿元。

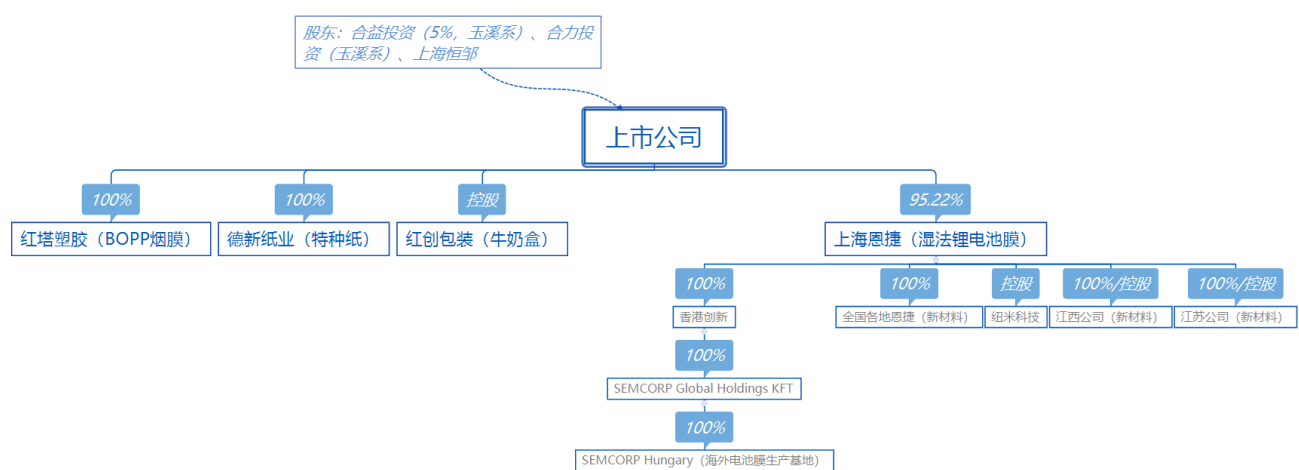
## 营业收入来源

	2021 年		2020 年		同比增 减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	7,982,426,810.59	100%	4,283,007,589.11	100%	86.37%
分产品					
膜类产品	6,913,272,941.66	86.61%	3,464,096,284.00	80.88%	99.57%
烟标	115,404,633.29	1.45%	128,976,058.50	3.01%	-10.52%

	2021 年		2020 年		同比增 减
无菌 包装	578,035,152.65	7.24%	403,513,678.80	9.42%	43.25%
特种 纸	203,465,665.68	2.55%	174,724,290.56	4.08%	16.45%
其他 产品	56,250,047.00	0.70%	34,414,372.70	0.80%	63.45%
其他 业务	115,998,370.31	1.45%	77,282,904.55	1.80%	50.10%
分 销 售 模 式					
直销	7,982,426,810.59	100.00%	4,283,007,589.11	100.00%	0.00%

**2018年重大转型：**值得注意的是，2018年以前，公司主营业务仅仅为：烟膜，包装印刷产品，纸制品包装，并没有涉足锂电池用隔膜。其电池隔膜业务为2018年以后突然异军突起，原因可能是：BOPP膜与锂电隔膜生产流程相似，都以聚丙烯为原材料，创始人李晓明为马萨诸塞大学高分子材料硕士（待查证）。

## 企业股权关系



**高速增长：**2021年企业营收约79亿元，归母净利润27亿元，扣非净利润25亿元，与归母净利润相差不大，应该为政府补贴所致(1.4亿)，净利润主要来自电池隔膜业务。营收增速达87%，利润增速143%（可能因为规模经济：人工和能源成本增幅，三费增幅均低于营收收入增幅）。

**销售模式：**企业主要通过传统线下销售团队推销的直销模式，销售费用占营收的9%，增速为31%，低于营收增速。由于下游客户占据强势地位，公司给予宽松的信用策略，回款/应收款为50%。隔膜的生产是按照订单生产，不积压库存。

**高利润率：**利润率方面，归母/营收为34%，毛利率为53%，毛利率较同期上涨8%，可能因营收成本的规模经济所致。

**利润质量一般：**现金方面，经营现金净流入约为14亿元，大约每1元净利润只能换取0.5元现金，这与公司给予下游大客户的信用政策一致（LGES，应收回款仅有55%）。投资活动现金净流出-37亿，筹资活动现金净额16亿元。

**野蛮扩张，扩大产能，丰富产品线：**值得注意，公司扩张战略十分激进，2021年已经投资67亿元。公司计划全国各地投资湿法锂电池隔膜产线，扩大产能，另一方面下注干法锂电池隔膜，与宁德时代（300750）合作，计划投资总额为80亿元的干法锂电池隔膜项目，丰富产品线。

**自由资金难以支撑扩张计划：**2018年至今所有项目总投资额为261亿(根据完成比例估算)，已完成资金投入87亿，资金缺口为174亿。可怕的是，所有这些项目都是通过自筹资金启动，根据过往经验，公司会发行可转债或者稀释股东权益发行非A股股份来置换前期投入的自筹资金。

问题是：公司货币资金18亿（4.6亿受限），经营现金净增加一年14亿，短期负债-41亿，如何同时启动如此之多的项目？

**家族式企业，“豪赌”前分红：**尽管公司面临大额的现金支出，公司仍在2021年宣布分红2.7亿元。李氏家族合计持股32%，管理层持股约为63%（超过5%股东加总算得）。公司进行了一次股票回购，花费约1.7亿回购150万股，刚好在价格的底部。

**资产负债率：**企业总资产261亿，增加56亿，所有者权益145亿，增加30亿，负债116亿，增加26亿，资产负债率为44%。

**高估值：**迄今为止，企业总市值**1845.50**亿，股价为**¥206.80**，PE(TTM)为50倍。

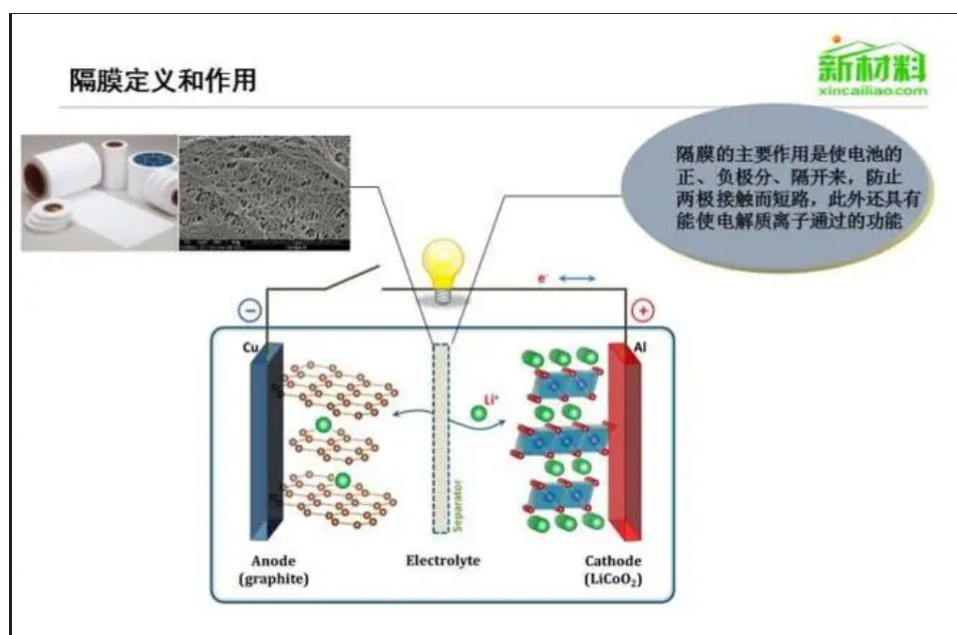


# 产品

主要介绍：锂电池隔膜（Lithium Battery Separator）。恩捷股份主要销售湿法锂电池隔膜（Wet-laid Lithium Battery Separator）。

## 是什么？

锂电池隔膜，主要作用是将电池的正、负极分隔开来，防止两极接触而短路，达到阻隔电流传导，防止电池过热的功能，但同时需要允许电解质离子（Electrolyte Ions）通过。



# 关键概念：基膜和涂布膜

可简单理解，公司销售的电池隔膜是一种涂布膜，就是基膜表面经过涂覆工艺处理后的隔膜。基膜是电池隔膜的主体，沉浸于锂电池电解液中的隔膜，表面广泛分布着纳米级微孔，供锂离子自由在正极与负极之间移动。涂布可以能够有效提高锂电池隔膜的抗穿刺和耐热性，提高吸液能力，从而提升电池的安全性和使用寿命等性能。

## 什么是好的产品？

好的电池隔膜有几个特点：

- 抗穿刺和耐热：提升电池的安全性和使用寿命
- 轻薄化：有效提升锂电池的能量密度，使单位体积或重量的锂电池中容纳更多的电极材料，从而最终提升锂电池的续航能力
- 基体耐温性
- 与电解质亲和

## 技术路线：湿法和干法

锂电池隔膜有两种技术路线：湿法和干法。恩

捷股份主要提供湿法锂电池隔膜，计划与宁德时代、Celgard、亿纬锂能分布合作完成干法锂电池隔膜产线项目。

干法：

- 优点（+）：成本更低和高安全性。
- 缺点（-）：能量密度低

湿法：

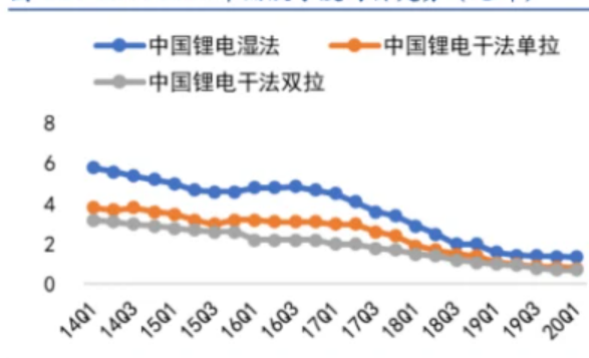
- 优点（+）：能量密度高，轻薄，适合追求能量密度的电池生产商
- 缺点（-）：成本偏高

湿法隔膜应用于：3C、新能源汽车、储能；而干法锂电池隔膜应用于，对能量密度要求不高的动力电池细分领域以及储能领域。

## 湿法和干法谁好？

目前来说，湿法更好，因为能提供更大的能量密度。而新能源企业获取补贴就是靠锂电池的“能量密度”。另外一点就是，湿法隔膜的成本逐渐下降，已经逼近干法的成本了。

图 23：2014-2020 年隔膜季度均价走势（元/平）



资料来源：GGII，安信证券研究中心

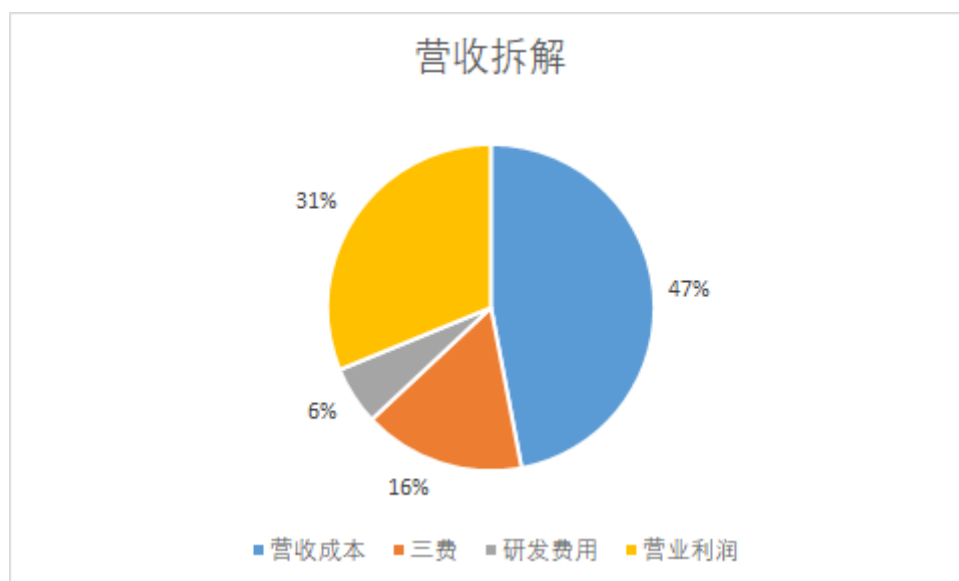
## 隔膜与锂电池

下游客户对产品的要求比较严格，因为关乎电池安全和使用寿命，因此，如果需要与新的隔膜供应商合作，须经过漫长的产品、工艺及生产流程等体系验证过程，存在替换成本问题。

# 锂电池隔膜业务

## 营业收入、成本、费用拆解

2021年，公司通过锂电池隔膜业务营收69亿，较2020年35亿，提升100%，该业务毛利率为53%，较去年增加8%，刨去11亿元三费，利润率达32%。



# 营业成本

膜类产品的营业成本约为32亿元，由四个部分组成：

- 原材料：聚丙烯等，受国际油价影响，占比64%
- 人工：占比5%
- 制造费用：占比21%
- 能源动力：占比10%，受能源价格影响

如果能源原材料价格上涨，74%的营业成本部分将会收到波及，需要测算成本上涨（原材料价格上升，人民币贬值）对毛利冲击。人工和制造费用随着产能提升，良品率提升，会实现规模经济

值得注意的是，营业成本增长幅度，小于营收增长幅度。

2021 年			2020 年		同比增 减
项 目	金额	占营业成 本比重	金额	占营业 成本比 重	
原 材 料	2,082,659,169.66	64.39%	1,085,857,106.87	57.40%	91.80%
人 工	154,825,073.99	4.79%	112,590,099.47	5.95%	37.51%
制 造 费 用	671,396,304.17	20.76%	385,575,292.18	20.38%	74.13%
能 源 动 力	325,666,363.37	10.07%	307,683,375.40	16.26%	5.84%

# 三费

三费方面，共计11亿元（包含其他业务），占营收16%，费用控制得当，三费（30%-40%）增幅低于营收增幅（86%）：

- 销售费用：7.4亿，主要为销售佣金和职工薪酬（占总营收9%）
- 管理费用：2.2亿，职工薪酬占一半（占总营收3%）
- 财务费用：1.5亿，利息支出为主（占总营收2%）
- 科研费用：4亿（占总营收5%）

折旧和摊销为8亿元，固定资产折旧为年限平均法，机器设备折旧年限为10-13年。

	2021 年	2020 年	同比增 减	重大变动说明
销售费用	74,035,002.36	56,365,549.96	31.35%	主要系公司业务规模增大所致
管理费用	216,333,939.36	155,800,391.65	38.85%	主要系公司业务规模增大所致
财务费用	152,982,055.47	188,876,241.53	-19.00%	
研发费用	409,178,730.28	178,243,333.28	129.56%	主要系公司研发投入加大所致

下面需要回答四个问题，来看懂这个企业。

## 恩捷销售什么商品？

企业向下游锂电池生产企业销售湿法锂电池隔膜，每平方米2.3元左右。该产品是锂电池的重要组成部分，主要作用是将电池的正、负极分隔开来，防止两极接触而短路，达到阻隔电流传导，防止电池过热的功能。另外，恩捷向下游顾客提供个性化定制服务。

恩捷的主要客户是锂电池生产商，主要有：宁德时代、中创新航、松下、LGES、三星、比亚迪、国轩、孚能、力神、海外某汽车生产企业。

## 客户为什么选择恩捷？

下游锂电池生产企业对该电池隔膜产品要求应该十分严格，因为这涉及到电池安全和使用寿命，替换或者新增供应商，须经过漫长的产品、工艺及生产流程等体系验证过程，存在替换成本。因此，下游企业会更倾向于与合作过的、规模大的隔膜供应商合作。

客户选择恩捷的利用总结起来有以下几点：

1. 质量统一：产能规模大，统一从恩捷购买，不需要加入其他供应商，隔膜的质量更为统一
2. 价格更低：规模经济带来的成本优势，恩捷可以以更低的售价提供产品
3. 个性化定制：恩捷向下游顾客提供个性化定制服务，小规模企业难以提供
4. 品类丰富：客户减少寻找供应商的试错成本
5. 替换成本高：替换或者新增供应商，须经过漫长的产品、工艺及生产流程等体系验证过程
6. 保证产能：锂电池生产离不开隔膜供应



# 为何竞争对手没有参与竞争？

锂电池隔膜竞争对手有：日本旭化成、日本东丽，美国Celgard（被旭化成收购），韩国SKI，中国星源材质，中国中锂（已被收购），中国金辉高科，等。

根据安信证券研究，隔膜供给缺口为8.9亿平方米，掌握优质产能的企业就可以快速获得市场，恩捷有50亿平米产能，2021年产出30亿平米。

表 15：未来三年全球隔膜供需处于紧平衡状态（单位：亿平米）

	2020	2021E	2022E	2023E
恩捷股份	13.0	30.7	58.0	87.0
星源材质	7.0	12.0	17.0	30.0
中材科技	6.2	10.0	15.0	25.0
国内其他	12.5	14.4	16.5	19.6
国内合计	38.7	66.4	98.4	144.6
海外供给	24.1	26.5	29.2	32.1
全球供给	62.8	93.0	135.6	193.7
全球需求	48.6	84.8	131.6	190.1
供需缺口	14.2	8.9	4.0	3.6
恩捷份额	26.7%	36.2%	44.1%	45.8%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

Celgard等走干法技术路线的企业，由于干法隔膜能量密度低于湿法隔膜，无法与其直接竞争。

日本、韩国等走湿法路线的企业，产线数量少，产线仍在建设，无法填补需求缺口。

而国内企业的产能受限于上游的锂电池生产线供给，湿法隔膜生产线较高的投入需求（每亿平米产能2亿元左右），以及成本更高（良品率低于恩捷），难以竞争。

图 24：价格战下，恩捷股份仍保持较高的毛利率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

# 有没有可能打败恩捷？

如果同行持巨资，有没有可能打败恩捷？这关乎企业持续盈利能力。

如果日本企业拥有巨额资本，投入产线建设，它们会面临的问题是：人工成本、能源成本高于中国（占营业成本15%左右），运输成本高于中国，因为离目标市场较远（中国，海外某汽车生产企业（应该在欧洲，否则也不会在匈牙利建厂）），也许它能通过在中国建厂规避这些劣势，但我国政策是否准入？

如果中国同行有巨额资本，它们面临的问题是：上游生产线供给是否足够建设生产线，是否掌握生产经验和技术，提高良品率，降低成本？能否有足够技术储备，为客户提供个性化定制，获得需求？

表 10：恩捷良品率领先同行

公司	产品	2015	2016	2017	2018	2019
恩捷股份	基膜半成品	71%	85%	89%	88%	85%
	基膜成品	48%	60%	69%	72%	68%
	涂布膜	52%	65%	69%	66%	72%
	综合良品率	53%	73%	78%	77%	78%
星源材质	总体分切收得率	59%	64%			
	销售 LG 化学	56%	58%			
	其他	68%	71%			
金冠股份	基膜半成品	80%	89%	80%		
	基膜成品	69%	77%	70%		
	涂布膜		73%	66%		
	综合良品率	77%	77%	69%		

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

最后一种可能是技术路线的转移，三元锂电池被抛弃，转而寻求能量密度更高，不需要隔膜的电池。这种情况下，产能投入全部价值归零。

## 波特五力模型

### 供应商的议价能力（·）

供应商是：上游产品线生产商日本制钢所，原材料供应商聚丙烯供应商等。

日本制钢所掌握生产线的产能，优先供给恩捷10-15条，统一生产标准的情况下很难替换。

原材料供应商采购总额比例较大，作为下游企业，恩捷有议价能力。

前五名供应商合计采购金额（元）			1,844,969,538.22
前五名供应商合计采购金额占年度采购总额比例			27.77%
前五名供应商采购额中关联方采购额占年度采购总额比例			0.00%
序号	供应商名称	采购额（元）	占年度采购总额比例
1	供应商一	908,503,587.81	13.67%
2	供应商二	368,314,581.87	5.54%
3	供应商三	197,095,161.83	2.97%
4	供应商四	189,482,720.54	2.85%
5	供应商五	181,573,486.17	2.73%
合计	--	1,844,969,538.22	32.34%

## 购买者的议价能力 (-)

下游购买者就是提及的电池制造商，它们购买额大，信用周期长，议价能力强。

前五名客户

序号	客户名称	销售额（元）	占年度销售总额比例
1	客户一	2,665,152,299.28	33.39%
2	客户二	1,200,887,664.60	15.04%
3	客户三	449,471,512.69	5.63%
4	客户四	216,958,341.21	2.72%
5	客户五	171,150,270.28	2.14%
合计	--	4,703,620,088.06	58.92%

## 新进入者的威胁 (+)

新进入者威胁较弱，如之前讨论，原因如下：

1. 无法掌握高质量的生产线机械的供给
2. 需要大量资金投入
3. 需要时间，安装生产线，产能爬坡，提高良品率
4. 需要通过下游电池生产企业漫长的认证过程
5. 若良品率低，成本无法与恩捷竞争
- 6.

## 替代品的威胁 (+)

干法隔膜在价格上稍有优势，但是能量密度低，无法威胁恩捷主营业务。除非发生重大技术路线变革，暂时看不到替代品威胁。

## 同业竞争者的竞争程度 (+)

同业竞争者竞争较弱，应为行业处于成长期，企业主要是满足产能缺口，而非竞争固定的市场份额，所以竞争程度并不算高。

## 护城河？

# 资产负债表

2021年总资产261亿，增加56亿， 负债116亿，新增负债26亿，所有者权益145亿，增加29亿（净利润差不多29亿）。

## 负债分析

有息负债较多：有息负债共77亿元，一年内到期负债约45亿元，可转债6年到期（2026年）归还本金4亿，剩余28亿长期负债。

负债利息低：有息负债（除可转债）利率为3%左右，相对民营企业而言，融资成本低；可转债利率：

本次发行的可转债票面利率设定为：第一年 0.40%、第二年 0.60%、第三年 1.00%、 第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%。（票面价发行，票面利率=实际利率）

其中，3.8亿可转债，以65元的价格（半价）行使了转换成股票的权利，剩下4亿可转债，可转债发行目的为：江西省锂电池隔膜4亿平方米项目和无锡新材料项目融资（项目预计花费39亿，可转债融资16亿）。

偿债能力脆弱：企业有息负债偿债能力十分脆弱，投资风险较高。货币性资产/短期有息负债 = 45%，货币资金/有息负债 = 27%。考虑到企业还有44亿应收款，5亿应收款融资，20亿货币性资金，加起来有69亿，每年经营现金流带来14亿现金，勉强能够覆盖有息债务。

扩张计划缺乏资金：但是，企业面临174亿左右的扩大产线投入资金缺口，请问资金从何而来？

### 有息负债

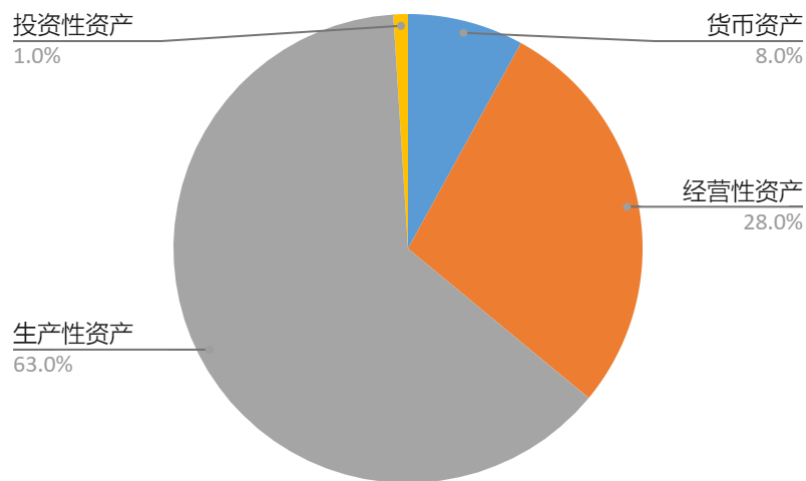
短期借款	¥ 4,116,148,340
一年内到期的长期借款	¥ 377,299,907
长期借款（不含一年内到期）	¥ 2,803,108,832
可转债	¥ 413,239,181
（总计）	¥ 7,709,796,261
利息费用	¥ 221,206,596
利率(除可转债)	3.03%

## 资产分析

将企业资产拆分为四个部分：

1. 货币性资产：20亿，占比8%
2. 经营性资产：74亿，占比28%
3. 生产性资产：165亿，占比63%
4. 投资性资产：1.2亿，占比0.5%

（占比为相较于总资产261亿的占比）



## 货币性资产

企业有20亿元左右的货币性资产，其中大概5亿元使用受限，随时可支配15亿元。

货币资产	
货币资金	1,833,450,205.69
银行承兑票据	209,990,660.63
合计	2,043,440,866.32

## 经营性资产

经营性资产	
商业承兑票据	158,584,530.60
应收账款	4,405,436,085.52 (19%)
应收款项融资	526,473,335.53
预付款项	226,474,516.69
其他应收款	8,119,316.74
存货	1,681,448,170.29 (7%)

经营性资产

其他流动资产	407,556,013.80
合计	7,414,091,969.17

生产性资产

生产性资产

固定资产	10,877,888,212.91
在建工程	1,752,915,718.82
无形资产	560,863,178.11
商誉	520,230,679.65
长期待摊费用	3,559,617.17
递延所得税资产	252,854,470.86
其他非流动资产	2,568,723,421.32
合计	16,537,035,298.84

投资性资产

交易性金融资产	5,137,194.34
长期股权投资	3,545,984.21
其他权益工具投资	110,000,000.00
投资性房地产	8,933,531.66

交易性金融资产

5,137,194.34

合计

127,616,710.21

## 关键指标

### 资产轻重 (+)

- 轻资产：高于社会平均回报率2倍

EBT / 生产性资产 = 19.47%

### 短期偿债能力 (--)

- 偿债能力弱，货币资金不足以填补短期有息负债

货币资金/有息负债 = 26.50%

货币资金/短期有息负债 = 45.48%

### 应收分析 (.)

- 应收账款增长正常，业绩提升非激进信用政策所致

应收账款增加额 80.80%

营业收入增长 86.37% (应收账款增长正常)

应收/总资产 16.86% 11.32%

其他应收款 无异常

可以得出以下结论：

- 轻资产经营
- 安全性弱
- 应收账款占比较高，下游企业强势，但是恩捷没有采取激进的信用政策，争夺市场



# 利润表分析

## 营业收入 (+)

营收为什么增长？

- 潜在市场扩大？
- 蚕食对手竞争份额？
- 价格提升？

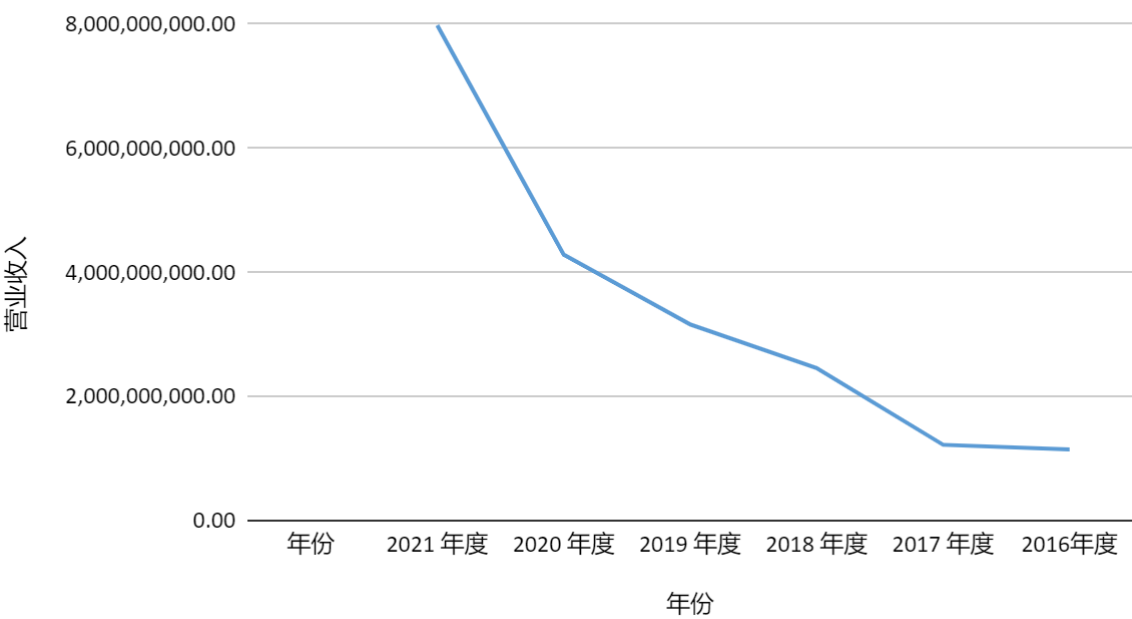
2021年营收增长达86.37%，主要是湿法电池隔膜业务的贡献，其增长的原因在于潜在市场的扩大：湿法锂电池隔膜供不应求，仍存在9亿平方米缺口。

市场未饱和，销售费用增速低于营收增速，销售信用保持稳定，政策蚕食对手竞争份额非主要因素。

湿法隔膜产能逐渐提升，成本下降，若要抢占市场，提升价格并不合理。

年份	2021 年度	2020 年度	2019 年度	2018 年度	2017 年度	2016 年度
营业收入 (亿)	79.82	42.83	31.60	24.57	12.20	11.46
营收增长率	86.37%	35.56%	28.57%	101.39%	6.47%	

营业收入



# 毛利率 (+)

毛利率下降：从70%下降到61%，为什么？

因为其他业务拉低了毛利率，除了电池外的其他业务的营业收入增速低于营业成本增速，比如，烟标业务，营收下滑10%，但是制造费用和能源动力均上涨超过100%。

年份	2021 年度	2020 年度	2019 年度	2018 年度	2017 年度	2016 年度
毛利率	61.28%	71.65%	69.29%	72.04%	86.73%	84.64%

而反观薄膜业务，其营业成本细分项增速均低于该业务营收增速（100%）。

产品分类	2021 年		2020 年		同比增减	
膜类产品	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重		
原材料	2,082,659,169.66	64.39%	1,085,857,106.87	57.40%	91.80%	
人工	154,825,073.99	4.79%	112,590,099.47	5.95%	37.51%	
制造费用	671,396,304.17	20.76%	385,575,292.18	20.38%	74.13%	
能源动力	325,666,363.37	10.07%	307,683,375.40	16.26%	5.84%	

# 营业利润率 (+)

此处营业利润率计算刨除了"其他收益"。

营业利润率由28%上升到38%，原因是三费控制得当，营收迅速增长带来的规模经济，尽管毛利率下降。

年份	2021 年度	2020 年度	2019 年度	2018 年度	2017 年度	2016 年度
毛利率	61.28%	71.65%	69.29%	72.04%	86.73%	84.64%
三费/营收	5.55%	9.36%	9.15%	9.32%	12.38%	12.21%
营业利润（无其他收益）	30.83	11.77	9.40	6.86	1.71	1.78
营业利润率	38.62%	27.48%	29.77%	27.93%	14.02%	15.53%

# 净利润是否转化成现金？ (-)

净利润只有49%能转化成现金，过去4年，现金转化率均低于100%，而且从80%下降，企业变现能力一般。

原因可能是：

隔膜业务下游客户占据强势地位，要求更长的信用期限，同时，企业重心也从其他业务转移至隔膜业务，应收情况发生变化。从销售商品收到的现金/营业收入的比值可知，企业的应收账款政策没有发送重大变化。

年份	2021 年度	2020 年度	2019 年度	2018 年度	2017 年度	2016 年度
净利润	28.9	11.8	9.4	6.8	1.6	1.7
经营活动产生的现金流量净额（亿）	14.2	10.6	7.6	1.7	1.7	1.1
CFO/净利润	49.1%	89.8%	81.6%	25.1%	110.2%	67.1%

# 杜邦分析法

企业ROE的主要驱动因素应该是：利润率，说明这家企业依赖高利润的商品销售，容易保证其利润。其他两项因素需要参照同行数据，划定行业标准。

ROE	19.6%
产品净利率	34.0%
资产周转率	34.2%
杠杆系数	168.8%

# 现金流量分析

## 营收是否转换成现金？ (-)

增值税率13%，如果不存在赊销预售，我们有理想值

销售商品收到的现金/营业收入 = 113%

2018年后，销售/营收这一比值在80%左右，企业的应收账款政策没有发送重大变化。

年份	2021 年度	2020 年度	2019 年度	2018 年度	2017 年度	2016 年度
销售商品、提供劳务收到的现金（亿）	61.9	31.9	28.0	16.9	11.5	9.6
营业收入（亿）	79.8	42.8	31.6	24.6	12.2	11.5
销售/营收	77.6%	74.5%	88.7%	68.6%	94.0%	83.5%

# 经营现金流是否足够企业成长？ (+)

企业经营活动产生的现金流，足以覆盖产线的折旧和摊销，因此，企业能通过自身造血，扩大再生产。公司每年能产生6.2亿元用于投资，相当于3亿平方米的产能。

年份	2021 年度	2020 年度	2019 年度	2018 年度
经营活动产生的现金流量净额（亿）	14.2	10.6	7.6	1.7
折旧+摊销（亿）	8.0	5.6	3.0	1.7
经营现金流-折旧摊销（亿）	6.2	4.9	4.6	0.0

# 现金肖像 (+--+)

企业经营获得的现金流，和筹资（发债或让渡股权）获得的现金流，都倾力一搏拿去投资了。

投资项目主要是扩大产能，鉴于现在供小于求的状况，似乎合理。

但是企业能否获得充足的现金流，同时支撑这么多的产线建设呢？现阶段，企业偿债能力弱，货币资金不足以填补短期有息负债。

	2021 年度	2020 年度	2019 年度	2018 年度	2017 年度	2016 年度
经营活动产生的现金流量净额	+	+	+	+	+	+
投资活动产生的现金流量净额	-	-	-	-	-	-
筹资活动产生的现金流量净额	+	+	+	+	-	+

项目	2021 年度	2020 年度	2019 年度	2018 年度	2017 年度	2016 年度
经营活动产生的现金流量净额	14.2	10.6	7.6	1.7	1.7	1.1

项目	2021 年度	2020 年度	2019 年度	2018 年度	2017 年度	2016 年度
投资活动产生的现金流量净额	-37.2	-52.8	-30.7	-11.5	-3.4	-0.7
筹资活动产生的现金流量净额	16.1	55.6	27.8	7.8	-0.2	4.5
现金变化	-6.8	13.4	4.7	-1.9	-2.0	4.9

# 估值

## 戈登增长模型要求的前提

### 利润是否可靠？

企业有没有捏造利润的可能性？

### 利润是否可持续？

恩捷毛利率高于同行，存在某种持续竞争优势

### 是否需要高投入维持盈利？

否，企业经营现金流足以覆盖折旧和摊销，并且有剩余可用于再生产。

如果上述三个条件都满足，我们可以有以下结论：

1. 利润（自由现金流）数字可靠
2. 永续部分存在
3. 若现金流都确定，则可以视该股票为：现金流确定的永续债，可以用无风险收益率进行现金流折现。

# 估值

## 假设

- 假设无风险收益率为5%：实际上十年前国债收益率更低
- 假设每年产出增加20亿平方米：18年产能从0，增长至21年的50亿平米
- 假设自由现金流和产能等比例增长

### 假设

无风险收益率	5%
2022年产出（亿平米）	50
2023年产出（亿平米）	70
2024年产出（亿平米）	90

### 输入

经营现金流净额	14.2
折旧+摊销	8.0
自由现金流(净利润替代)	28.96
2021年产出（亿平米）	30

## 二段式估值

- 永续部分增长率为：无风险利率
- 永续部分必要回报率：2倍无风险利率
- 折现：永续部分以无风险利率折现：2倍无风险利率 - 无风险利率
- 安全边际：考虑到企业有息负债偿付能力弱，扩张战略太过激进，按照企业价值打3折（普通企业5折，因为我们有50%的概率出错，风险大的企业，出错概率更大，因此上调安全边际）

	2022	2023	2024	永续部分
FCF	10	14	19	370
PV	10	13	16	320

	2022	2023	2024	永续部分
价值	359			
安全边际	0.7			
折后价	108			
总股本（亿）	8.9			
合适股价（元）	12.1			

### 3%无风险收益率下

假设无风险收益率为3%

	2022	2023	2024	永续部分
FCF	10	14	19	617
PV	10	14	17	565
价值	605			
安全边际	0.7			
折后价	182			
总股本（亿）	8.9			
合适股价（元）	20.4			

## 结论

- 隔膜行业处于成长期，优质产能稀缺，企业会有较快增长（+）
- 电池隔膜是好生意，利润率高（+）
- 企业处于龙头地位，规模经济带来成本优势（+）



- 下游企业存在替代成本，公司营收来源稳定（+）
- 企业偿债能力弱，风险极高（--）
- 企业扩张步伐快，但面临资金不足的情况（-）
- 下游企业回款周期长，利润变现能力弱（-）
- 家族式企业，存在大股东欺负小股东的问题（-）
- 估值过高，风险过高（-）