

## 公司研究

## 强强联手投建隔膜项目，绑定宁德时代利好未来产能释放

## ——恩捷股份（002812.SZ）公告点评

## 要点

**事件：**11月10日晚，公司发布《关于与宁德时代开展合作的公告》，表示公司与宁德时代约定于中国境内共同投资设立一家有限责任公司作为平台公司从事投资干法隔膜及湿法隔膜项目。该平台公司总投资为80亿元，注册资本15亿元，其中公司持股51%，宁德时代持股49%。

## 点评：

**两强联合成立合资公司，深度绑定宁德时代。**本次合作项目共规划36亿平湿法/干法隔膜产能，其中平台公司设立后将投资设立湿法隔膜项目公司，规划湿法隔膜产能16亿平/年，同时平台公司还将与江西恩博合资设立干法隔膜项目公司，规划干法隔膜产能20亿平/年，宁德时代在采购订单约定范围内对上述产能享有优先采购权。江西恩博为公司控股孙公司（由控股子公司上海恩捷持股51%），因此上市公司可对新增规划的36亿平隔膜产能实现控股。除约定通过平台公司规划隔膜产能项目以外，公司也就相关订单采购情况进行约定。根据协议约定，在未来5年内恩捷股份在全球供货的全资子公司（平台公司投资项目除外）的湿法隔膜产品也将向宁德时代优先供应，宁德时代也将优先对此等产品进行采购。公司此次与宁德时代合作一方面进一步扩充了具有控股权的隔膜产能，同时在宁德时代拥有大量产能项目规划背景下也保障了公司未来新增产能的有效消化，基于产业链上下游协作实现双方合作共赢。

**海内外多条产线布局，支撑公司业绩快速增长。**公司此前已公告投资共110亿元分别新建重庆和常州项目。预计2022年-2024年期间，公司将分别新增25、30、40条隔膜产线。同时公司也在积极开拓海外业务，公司匈牙利基地项目正按规划逐步推进，预计2023年可实现量产。此前公司还与亿纬锂能签订合作协议，拟在荆门成立合资公司建设16亿平方米的湿法锂电隔膜和涂布膜项目。公司通过全球化布局扩产增能、深度绑定下游客户等一系列战略布局有望支撑业绩长期快速增长。

**盈利预测、估值与评级：**由于相关新增产能规划及合作项目仍存在一定不确定性，我们暂不考虑相应的业绩增量。我们维持公司2021-2023年的盈利预测，预计公司2021-2023年的归母净利润分别为25.81/41.27/60.15亿元，折算EPS分别为2.89/4.62/6.74元/股。公司作为锂电隔膜行业的龙头企业，在产能规划及产业链布局方面拥有显著优势，仍维持公司“增持”评级。

**风险提示：**合作项目落地风险，产能建设风险，下游需求不及预期，隔膜价格波动风险

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,160	4,283	7,926	12,295	17,521
营业收入增长率	28.57%	35.56%	85.05%	55.12%	42.51%
净利润（百万元）	850	1,116	2,581	4,127	6,015
净利润增长率	63.92%	31.27%	131.33%	59.91%	45.74%
EPS（元）	1.06	1.26	2.89	4.62	6.74
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.67%	10.05%	18.51%	23.28%	25.92%
P/E	251	210	91	57	39
P/B	46.8	21.1	16.9	13.3	10.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-11-10，2019年年末总股本为8.05亿股，2020年增发、回购、转债转股后年末总股本8.87亿股，2021年转债转股后当前总股本为8.92亿股。

## 增持（维持）

当前价：264.40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

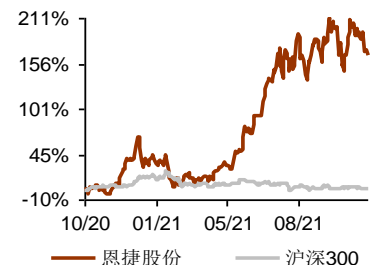
021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	8.92
总市值(亿元):	2359.53
一年最低/最高(元):	93.89/319.00
近3月换手率:	53.12%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.42	6.03	154.49
绝对	4.09	1.63	152.14

资料来源：Wind

## 相关研报

锂电隔膜产销齐升业绩大增，持续关注新增产能投放进度——恩捷股份（002812.SZ）2021年第三季度报告点评（2021-10-26）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,160	4,283	7,926	12,295	17,521
营业成本	1,730	2,457	4,236	6,404	9,078
折旧和摊销	303	558	771	878	1,001
税金及附加	15	32	63	86	123
销售费用	67	56	104	162	231
管理费用	123	156	288	447	637
研发费用	155	178	330	512	729
财务费用	99	189	175	270	341
投资收益	2	9	9	9	9
营业利润	1,063	1,317	2,967	4,710	6,838
利润总额	1,062	1,313	2,963	4,706	6,834
所得税	126	138	310	493	716
净利润	936	1,176	2,653	4,213	6,118
少数股东损益	86	60	72	86	104
归属母公司净利润	850	1,116	2,581	4,127	6,015
EPS(元)	1.06	1.26	2.89	4.62	6.74

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	763	1,055	694	2,304	3,841
净利润	850	1,116	2,581	4,127	6,015
折旧摊销	303	558	771	878	1,001
净营运资金增加	1,648	615	4,488	4,960	5,897
其他	-2,038	-1,234	-7,145	-7,661	-9,072
投资活动产生现金流	-3,074	-5,276	-3,078	-3,041	-3,041
净资本支出	-2,118	-2,666	-3,050	-3,050	-3,050
长期投资变化	3	3	0	0	0
其他资产变化	-959	-2,613	-28	9	9
融资活动现金流	2,781	5,560	3,475	2,648	1,486
股本变化	332	81	6	0	0
债务净变化	3,214	658	3,037	2,832	1,857
无息负债变化	467	1,006	1,099	1,684	2,111
净现金流	470	1,339	1,091	1,911	2,285

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	45.2%	42.6%	46.6%	47.9%	48.2%
EBITDA 率	47.5%	49.6%	49.6%	48.5%	47.3%
EBIT 率	37.9%	36.4%	39.9%	41.4%	41.6%
税前净利润率	33.6%	30.7%	37.4%	38.3%	39.0%
归母净利润率	26.9%	26.0%	32.6%	33.6%	34.3%
ROA	7.7%	5.7%	9.6%	11.7%	13.4%
ROE (摊薄)	18.7%	10.0%	18.5%	23.3%	25.9%
经营性 ROIC	10.2%	9.0%	12.9%	15.9%	18.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	60%	44%	47%	49%	47%
流动比率	1.19	2.03	1.93	2.05	2.36
速动比率	1.01	1.76	1.62	1.71	1.95
归母权益/有息债务	0.89	1.93	1.59	1.53	1.72
有形资产/有息债务	2.31	3.37	3.00	2.99	3.28

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	12,193	20,572	27,618	36,008	45,555
货币资金	1,012	2,375	3,466	5,377	7,662
交易性金融资产	0	1,341	1,341	1,341	1,341
应收账款	1,424	2,328	4,374	6,750	9,604
应收票据	185	380	703	1,090	1,553
其他应收款 (合计)	832	11	20	31	44
存货	759	1,157	2,105	3,259	4,684
其他流动资产	706	933	1,115	1,334	1,595
流动资产合计	5,023	8,708	13,437	19,655	27,153
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	3	3	3	3	3
固定资产	4,937	8,421	9,192	10,148	11,201
在建工程	1,546	1,628	2,796	3,672	4,329
无形资产	299	462	503	543	581
商誉	44	520	520	520	520
其他非流动资产	226	599	636	636	636
非流动资产合计	7,170	11,864	14,181	16,353	18,401
总负债	7,312	8,976	13,112	17,628	21,596
短期借款	2,670	1,796	3,635	4,904	5,226
应付账款	383	471	812	1,228	1,741
应付票据	523	695	1,199	1,813	2,569
预收账款	9	0	0	0	0
其他流动负债	-	1	4	8	13
流动负债合计	4,229	4,290	6,978	9,568	11,526
长期借款	1,968	2,667	4,167	5,667	7,167
应付债券	0	756	348	348	348
其他非流动负债	1,054	1,164	1,519	1,945	2,455
非流动负债合计	3,083	4,687	6,134	8,060	10,070
股东权益	4,881	11,596	14,506	18,380	23,959
股本	805	887	892	892	892
公积金	2,029	7,377	8,037	8,077	8,077
未分配利润	1,745	2,747	4,919	8,666	14,142
归属母公司权益	4,551	11,103	13,941	17,728	23,204
少数股东权益	330	493	565	651	755

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.13%	1.32%	1.32%	1.32%	1.32%
管理费用率	3.89%	3.64%	3.64%	3.64%	3.64%
财务费用率	3.13%	4.41%	2.20%	2.19%	1.95%
研发费用率	4.90%	4.16%	4.16%	4.16%	4.16%
所得税率	12%	10%	10%	10%	10%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.13	0.17	0.38	0.60	0.88
每股经营现金流	0.95	1.19	0.78	2.58	4.30
每股净资产	5.65	12.52	15.62	19.87	26.00
每股销售收入	3.92	4.83	8.88	13.78	19.63

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	251	210	91	57	39
PB	46.8	21.1	16.9	13.3	10.2
EV/EBITDA	146.0	112.9	62.2	41.5	30.1
股息率	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%

## 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。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (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

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

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