

证券研究报告—动态报告/公司快评

电气设备新能源

新能源

恩捷股份（002812）

重大事件快评

增持

（维持评级）

2021年06月20日

隔膜坚定高速扩产，启动铝塑膜落子第二成长曲线

证券分析师：王蔚祺

wangweiqi2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080003

证券分析师：居嘉骁

jujiexiao@guosen.com

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518110001

联系人：万里明

010-88005329

wanliming@guosen.com.cn

事项：

2021年6月18日，公司控股子公司上海恩捷与常州市金坛区政府和开发区管委会签订两则投资合作框架：

1) 约定在常州金坛区设立项目公司投资锂电隔膜项目，计划固定资产投资约52亿元，通过自有资金和自筹资金等解决，项目分三期建设：一期建设4条基膜产线和与之匹配的涂布线，计划2024年Q1前投产；二期4条基膜线和对应涂布线，计划2024年底投产；三期8条基膜产线和对应涂布线，计划2026年6月30日前投产。

2) 约定在常州市金坛区由上海恩捷设立项目公司投建铝塑膜项目，计划固定资产投资约16亿元，通过自有资金和自筹资金等解决，计划建设8条铝塑膜产线，对应年产能2.7亿平。项目公司注册完毕之日起90日内，由项目公司收购江西睿捷82%股权，有利于理顺公司铝塑膜业务，加快公司铝塑膜建设。

国信电新观点：

1) 本次隔膜扩产项目投产时间集中在24-26年，明确了公司中长期扩产计划。截至2020年底，公司湿法隔膜产能已经达到33亿平，产能全球第一。目前公司无锡恩捷和江西通瑞各有8条产线投入运营，年底将共有12条产线投产，另外2021年重庆纽米3条产线提供产能增量，预计2021年年底产能达近50亿平，2021年1月公司公告新建建设16条隔膜产线及39条涂布线项目，本次再次规划16条产线产能，远期产能储备充足。

2) 铝塑膜国产替代空间大，有望成为公司业绩新增增长点。铝塑膜是公司非常看好的方向，公司目前已有产线生产，本次铝塑膜扩产预示着公司开始加快布局。铝塑膜是锂电池产业链中技术壁垒最高的产品之一，铝塑膜在软包锂电池成本中占比仅次于正极材料和隔膜位列第三，但是全球铝塑膜长期被日韩企业垄断，日韩企业占比超70%，国内企业市占率远低于锂电其他材料，预计25年全球铝塑膜需求7.6亿平，对应超百亿市场空间，国产替代空间巨大。

3) 投资建议：上调盈利预期，维持“增持”评级。

公司持续公布新增产能布局，保障后备储能和成本优势，我们看好公司产能增长、海外市场放量和业务细分领域拓展。基于行业持续向好，和公司扩产计划超预期，我们上调了公司原有盈利预测，预计公司21-23年归母净利润22.9/32.0/46.1亿元（原预测值17.56/24.78/37.75亿元），同比增长106%/39%/44%，对应21-23年EPS分别为2.58/3.60/5.19，当前股价对应PE分别为74/53/37倍，维持“增持”评级。

评论:

■ 动力航母再次大规模产能扩张，迎接全面电动化时代

2021年6月18日，公司控股子公司上海恩捷与常州金坛区政府签订两则投资合作框架：

1) 约定在金坛设立项目公司投资锂电隔膜项目，计划固定资产投资约52亿元，通过自有资金和自筹资金等解决，项目分三期建设：一期建设4条隔膜基膜产线和与之匹配的涂布线，计划2024年Q1前投产；二期4条基膜线和对应涂布线，计划2024年底投产；三期8条基膜产线和对应涂布线，计划2026年6月30日前投产。

2) 约定在金坛金城科技园设立项目公司投建铝塑膜项目，计划固定资产投资约16亿元，通过自有资金和自筹资金等解决，计划建设8条铝塑膜产线，对应年产能2.7亿平，同时项目公司将收购上海恩捷控股孙公司江西睿捷82%股权，江西睿捷将成为项目公司的控股子公司。项目公司注册完成之日90天内，由项目公司收购江西睿捷82%股权，有利于理顺公司铝塑膜业务，加快公司铝塑膜建设。

本次隔膜扩产项目投产时间集中在24-26年，明确了公司中长期扩产计划。截至2020年底，公司湿法隔膜产能已经达到33亿平，共有46条产线投产，产能全球第一。目前公司无锡恩捷和江西通瑞各有8条产线投入运营，年底将共有12条产线投产，另外2021年重庆纽米3条产线提供产能增量，预计2021年年底产能达近50亿平。2021年1月8日，控股子公司上海恩捷拟在重庆长寿经济技术开发区投资建设16条高性能锂离子电池微孔隔膜生产线及39条涂布线项目，本次再次规划16条隔膜产线产能，远期产能储备充足。

表 1: 恩捷股份电池隔膜投运产能和规划产能

| | 建成时间 | 基膜 | | 涂布膜 | | 规划投资(亿元) |
|--------------|---------------|------|-------|-------|-------|-------------|
| | | 产线条数 | 产能/亿平 | 产线条数 | 产能/亿条 | |
| 上海恩捷 | 2018年底建成 | 6 | 3 | 12 | 2.4 | |
| 珠海一期 | 2018年底建成 | 12 | 10 | 40 | 8 | 40 |
| 无锡一期 | 2019年9月建成 | 8 | 5.2 | 16 | 3 | 22 |
| 江西一期 | 2019年底建成 | 8 | 4 | | | 17.5 |
| 珠海二期 | 2020年已投产 | 4 | 4 | | | 11 |
| 江西二期 | 2020年底建设进度21% | 8 | 4 | 40 | 12 | 17.5 |
| 无锡二期 | 2020年底建设进度30% | 8 | 5.2 | 16 | 3 | 28 |
| 苏州捷力 | 2020年并表 | 8 | 4.2 | 12 | 2.6 | 14 |
| 纽米科技 | 2020年11月收购 | 6 | 1.1 | | | 另有1.5亿平产能在建 |
| 海外基地(欧洲&美国) | 预计2022年建成 | 16 | 15 | 40 | 12 | |
| 上海恩捷(重庆长寿基地) | | 16 | - | 39 | 未披露 | 58 |
| 常州金坛项目(一期) | 2024年Q1 | 4 | - | 对应涂布线 | - | 13 |
| 常州金坛项目(二期) | 2024年底 | 4 | - | 对应涂布线 | - | 13 |
| 常州金坛项目(三期) | 2026年中 | 8 | - | 对应涂布线 | - | 26 |

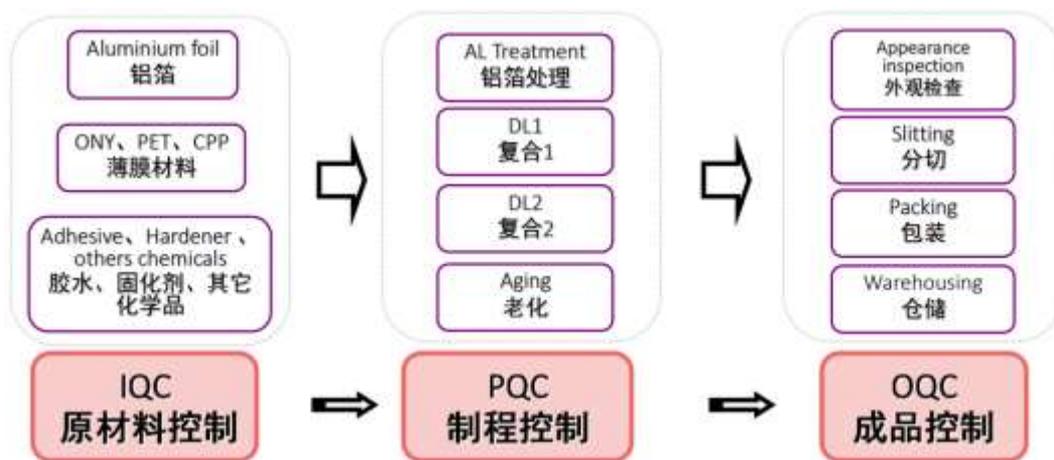
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 公司2020年动力电池装机量为31.79GWh，国内行业排名第一

铝塑膜是公司非常看好的方向，公司目前已有产线生产，本次铝塑膜扩产预示着公司开始加快布局，有望打造新的业绩增长点。铝塑膜为锂电池封装用材料，19年下游3C消费电子(占比80%)和动力电池领域(占比20%)，圆柱和方形锂电池外包装多为钢壳或者铝壳，软包电池外包装为铝塑膜，其优势显著：

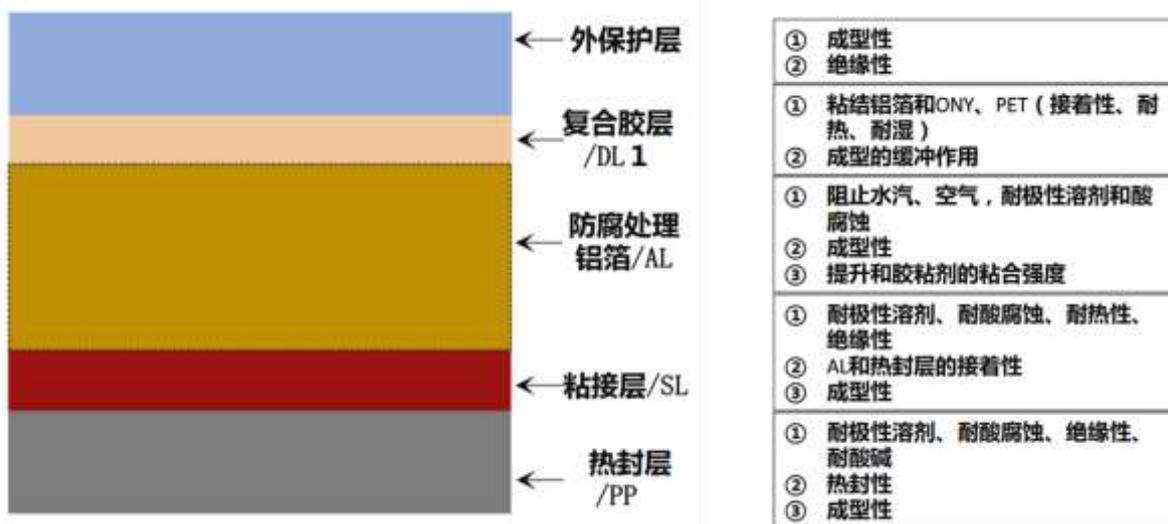
- (1) 软包电池采用铝塑膜包装，发生问题时电池会鼓气或从封口裂开释放能量，滥用时爆炸概率低，更加安全；
- (2) 较同等容量的钢壳锂电轻40%，铝壳轻20%，具有高质量比能量；
- (3) 能量密度更高，较同等尺寸钢壳高10-15%，铝壳高5-10%；
- (4) 内阻更小，能耗低；循环性能好，寿命更长，100次衰减比铝壳少4%-7%；
- (5) 设计更加灵活，可根据客户需求进行定制。

图 1：铝塑膜制作工艺复杂、品控严格



资料来源：道明光学公司官网、国信证券经济研究所整理

图 2：铝塑膜各层的功能和技术指标

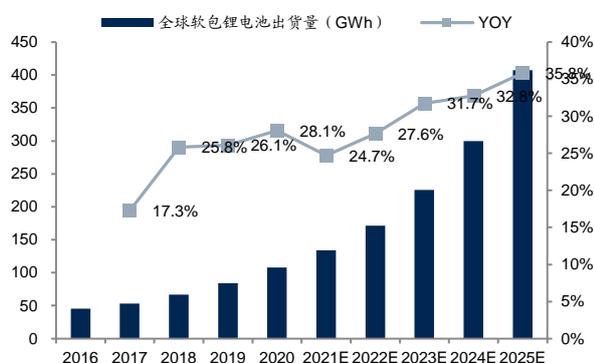


资料来源：道明光学公司官网、国信证券经济研究所整理

铝塑膜是锂电池产业链中技术壁垒最高的产品之一，行业正处于国产替代前期。铝塑膜在软包锂电池成本中占比达到 18% 左右，仅次于正极材料和隔膜位列第三，但是全球铝塑膜长期被日韩企业垄断，日韩企业占比超 70%，根据 EVTank 数据，日本 DNF 以市占率 50% 排名第一，中国企业新纶科技收购日本 T&T 获得全球第四的份额，2020 年国内企业市占率快速提升，但仅为 25%，远低于锂电其他材料，行业进口替代空间巨大。虽然国产铝塑膜整体产品质量难以控制，但是头部企业产品已经达到产品性能已经达到了国外标准，市场认可度和客户积累还需要时间验证。国内量产铝塑膜的企业主要有：道明光学、新纶科技、璞泰来、福斯特、恩捷、明冠、紫江等。

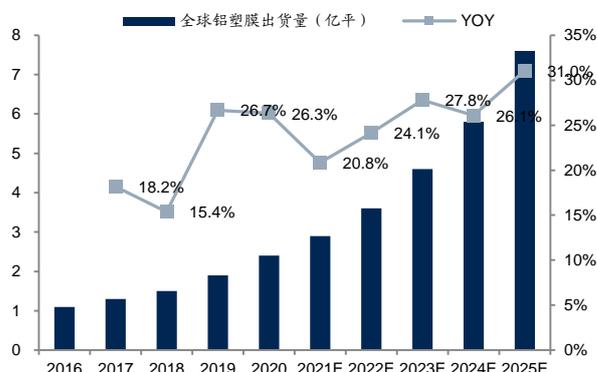
根据 EVTank 数据，2020 年全球软包锂离子电池出货量 107.7GWh，同比增长 28%，对应全球铝塑膜 2020 年出货量达到 2.4 亿平，同比增长 23.7%，按照 2020 年市场价格 22 元/平计算，铝塑膜整体市场规模达到 52.8 亿元。EVTank 预计，2025 年全球软包电池出货量有望达到 407GWh，对应铝塑膜出货量 7.6 亿平，相比于 2020 年有三倍的需求空间，2025 年全球市场空间预计近百亿。

图 3: 全球软包锂离子电池出货量及预测 (GWh)



资料来源: EVTank、国信证券经济研究所整理

图 4: 全球铝塑膜出货量及预测 (亿平)



资料来源: EVTank、国信证券经济研究所整理

■ 投资建议: 上调盈利预测, 维持“增持”评级

公司持续公布新增产能布局, 保障后备储能和成本优势, 我们看好公司产能增长、海外市场放量和业务细分领域拓展。基于行业持续向好, 和公司扩产计划超预期, 我们上调了公司原有盈利预测, 预计公司 21-23 年归母净利润 22.9/32.0/46.1 亿元 (原预测值 17.56/24.78/37.75 亿元), 同比增长 106%/39%/44%, 对应 21-23 年 EPS 分别为 2.58/3.60/5.19, 当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 74/53/37 倍, 维持“增持”评级。

表 2: 可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 股价(元) 21.06.18 | 总市值 (亿元) | EPS | | | | PE | | | | 投资评级 |
|--------|------|-------------------|-------------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|
| | | | | 20A | 21E | 22E | 23E | 20A | 21E | 22E | 23E | |
| 002709 | 天赐材料 | 99.77 | 950.72 | 0.98 | 1.88 | 3.07 | 3.72 | 102.3 | 53.1 | 32.5 | 26.8 | 买入 |
| 300037 | 新宙邦 | 92.10 | 378.34 | 1.23 | 1.74 | 2.29 | 2.84 | 74.9 | 52.9 | 40.2 | 32.4 | 增持 |
| 002812 | 恩捷股份 | 190.48 | 1,691.77 | 1.26 | 2.58 | 3.60 | 5.19 | 151.2 | 73.8 | 52.9 | 36.7 | 增持 |
| 603659 | 璞泰来 | 131.74 | 914.85 | 1.35 | 2.14 | 2.69 | 3.43 | 97.6 | 61.6 | 49.0 | 38.4 | 增持 |
| 300073 | 当升科技 | 57.33 | 260.06 | 0.85 | 1.51 | 2.15 | 2.75 | 67.4 | 38.0 | 26.7 | 20.8 | 买入 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理与预测

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 2375 | 1800 | 1800 | 1800 |
| 应收款项 | 2719 | 4401 | 5596 | 7204 |
| 存货净额 | 1157 | 2005 | 1931 | 2200 |
| 其他流动资产 | 1114 | 1785 | 2163 | 2629 |
| 流动资产合计 | 8708 | 11335 | 12833 | 15177 |
| 固定资产 | 10061 | 12821 | 15249 | 17687 |
| 无形资产及其他 | 462 | 416 | 370 | 323 |
| 投资性房地产 | 1338 | 1338 | 1338 | 1338 |
| 长期股权投资 | 3 | 4 | 4 | 4 |
| 资产总计 | 20572 | 25913 | 29794 | 34529 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 2322 | 4027 | 4127 | 3280 |
| 应付款项 | 1167 | 2470 | 3456 | 4628 |
| 其他流动负债 | 801 | 1365 | 1737 | 2746 |
| 流动负债合计 | 4290 | 7863 | 9320 | 10653 |
| 长期借款及应付债券 | 3423 | 2381 | 2381 | 2381 |
| 其他长期负债 | 1264 | 1524 | 1784 | 2007 |
| 长期负债合计 | 4687 | 3905 | 4165 | 4388 |
| 负债合计 | 8976 | 11768 | 13485 | 15042 |
| 少数股东权益 | 493 | 571 | 683 | 847 |
| 股东权益 | 11103 | 13574 | 15625 | 18640 |
| 负债和股东权益总计 | 20572 | 25913 | 29794 | 34529 |

| 关键财务与估值指标 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益 | 1.26 | 2.58 | 3.60 | 5.19 |
| 每股红利 | 0.38 | 0.97 | 1.29 | 1.79 |
| 每股净资产 | 12.52 | 15.28 | 17.59 | 20.99 |
| ROIC | 11% | 15% | 18% | 22% |
| ROE | 10% | 17% | 20% | 25% |
| 毛利率 | 43% | 42% | 43% | 43% |
| EBIT Margin | 33% | 32% | 33% | 34% |
| EBITDA Margin | 46% | 40% | 43% | 43% |
| 收入增长 | 36% | 108% | 35% | 37% |
| 净利润增长率 | 31% | 106% | 39% | 44% |
| 资产负债率 | 46% | 48% | 48% | 46% |
| 息率 | 0.2% | 0.5% | 0.7% | 0.9% |
| P/E | 151.4 | 73.8 | 52.9 | 36.7 |
| P/B | 15.2 | 12.5 | 10.8 | 9.1 |
| EV/EBITDA | 90.7 | 50.1 | 35.6 | 25.9 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

| 利润表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 4283 | 8925 | 12015 | 16434 |
| 营业成本 | 2457 | 5184 | 6824 | 9311 |
| 营业税金及附加 | 32 | 80 | 118 | 128 |
| 销售费用 | 56 | 114 | 161 | 214 |
| 管理费用 | 156 | 671 | 899 | 1131 |
| 财务费用 | 189 | 156 | 197 | 186 |
| 投资收益 | 9 | 8 | 8 | 8 |
| 资产减值及公允价值变动 | 29 | 10 | 10 | 10 |
| 其他收入 | (113) | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 1317 | 2737 | 3834 | 5483 |
| 营业外净收支 | (4) | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 1313 | 2737 | 3834 | 5483 |
| 所得税费用 | 138 | 319 | 460 | 624 |
| 少数股东损益 | 60 | 125 | 175 | 251 |
| 归属于母公司净利润 | 1116 | 2293 | 3198 | 4609 |

| 现金流量表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 净利润 | 1116 | 2293 | 3198 | 4609 |
| 资产减值准备 | (14) | 60 | 13 | 14 |
| 折旧摊销 | 558 | 737 | 1115 | 1454 |
| 公允价值变动损失 | (29) | (10) | (10) | (10) |
| 财务费用 | 189 | 156 | 197 | 186 |
| 营运资本变动 | (947) | (1014) | 132 | 74 |
| 其它 | 56 | 18 | 99 | 150 |
| 经营活动现金流 | 740 | 2084 | 4548 | 6291 |
| 资本开支 | (4131) | (3500) | (3500) | (3850) |
| 其它投资现金流 | (1344) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (5475) | (3500) | (3500) | (3850) |
| 权益性融资 | 5183 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | 699 | 0 | 0 | 0 |
| 支付股利、利息 | (337) | (864) | (1147) | (1594) |
| 其它融资现金流 | 191 | 1705 | 100 | (847) |
| 融资活动现金流 | 6098 | 841 | (1048) | (2441) |
| 现金净变动 | 1363 | (575) | 0 | 0 |
| 货币资金的期初余额 | 1012 | 2375 | 1800 | 1800 |
| 货币资金的期末余额 | 2375 | 1800 | 1800 | 1800 |
| 企业自由现金流 | (3263) | (1237) | 1278 | 2686 |
| 权益自由现金流 | (2373) | 330 | 1204 | 1675 |

相关研究报告

- 《恩捷股份-002812-2021 年一季报点评：Q1 盈利符合预期，扩产稳步推进》 ——2021-04-28
- 《恩捷股份-002812-2020 年年报点评：盈利增长强劲，产能加速释放》 ——2021-03-19
- 《恩捷股份-002812-2020 年业绩快报点评：高景气业绩兑现，Q4 盈利超预期》 ——2021-02-27
- 《恩捷股份-002812-重大事件快评：需求旺盛供不应求，隔膜龙头加速扩产》 ——2021-01-10
- 《国信证券-恩捷股份-002812-深度报告：电动浪潮涌动，恩捷蛟龙出海》 ——2020-12-22

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032