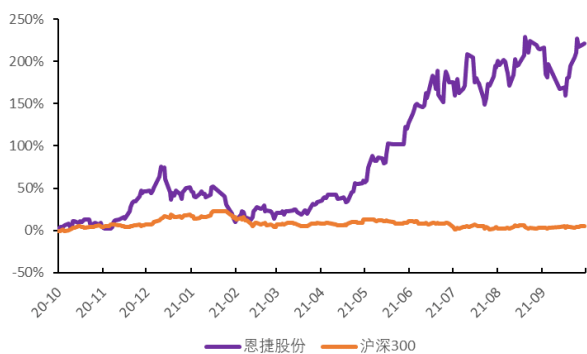


2021年10月26日 **恩捷股份(002812)：业绩符合预期，公司受益于隔膜的量利齐升**
电气设备
审慎推荐(首次) 当前股价：303.5元
主要财务指标(单位：百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,283	7,892	11,812	16,104
(+/-)	35.6%	84.3%	49.7%	36.3%
营业利润	1,317	2,875	4,574	6,152
(+/-)	23.9%	118.3%	59.1%	34.5%
归属母公司净利润	1,116	2,426	3,911	5,288
(+/-)	31.3%	117.5%	61.2%	35.2%
EPS(元)	1.26	2.72	4.38	5.93
市盈率	241.2	111.6	69.2	51.2

公司基本情况(最新)

总股本/已流通股(亿股)	89241 / 74245
流通市值(亿元)	2,253
每股净资产(元)	14.36
资产负债率(%)	42.1

股价表现(最近一年)

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：刘华峰

执业证书编号：S1050521060001

电话：021-54967895

邮箱：liuhf@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编：200030

电话：(8621) 64339000

网址：http://www.cfsc.com.cn

- **业绩符合预期，毛利率提升明显。**报告期内，公司实现营业收入53.68亿元，同比增长107.97%；实现归母净利润17.51亿元，同比增长172.06%，位于三季报业绩预告(17-17.9亿元)中间位置；毛利率为48.56%，同比提升7.91pct。其中Q3实现营业收入19.75亿元，同比增长73.11%；归母净利润7.01亿元，同比增长117.48%；毛利率为50.71%，同比提升9.14pct，环比提升4.29pct。

- **公司隔膜出货量持续提升，单平盈利能力稳健。**Q3公司隔膜出货量超8亿平米，环比增长20%以上，单平净利润约0.85元，环比略有提升。随着下游需求持续高景气叠加公司加速出海，预计2021年隔膜出货量超28亿平米，实现翻倍以上的增长；2022年隔膜出货量超45亿平米，同比增长60%以上。

- **隔膜保持紧平衡，公司受益于量利齐升。**隔膜主设备门槛较高，主要来自日本和德国，行业优质产能短期内难以大量投放，预计2022年隔膜继续保持紧平衡，或将成为木桶短板环节。行业加速整合大趋势下，公司先后收购苏州捷力、纽米科技，湿法隔膜市占率超50%，现有产能、规划产能领先全行业；海外业务、涂覆隔膜单平米利润高，叠加一体化涂覆强化公司成本优势，将明显改善单平米盈利，未来公司将受益于隔膜的量利齐升。

- **盈利预测：**公司作为湿法隔膜绝对龙头，市占率超50%，成本优势明显，受益于出货量的增长以及海外、涂覆占比提升。我们预测公司2021-2023年实现归属于母公司净利润分别为24.26亿元、39.11亿元、52.88亿元，对应EPS分别为2.72、4.38、5.93元，当前股价对应PE分别为111.6/69.2/51.2倍，首次覆盖给予“审慎推荐”评级。

- **风险提示：**下游需求不及预期；盈利改善不及预期等。



表附录：三大报表预测值（百万元）

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	4,283	7,892	11,812	16,104
货币资金	2,375	2,796	2,933	3,931	营业成本	2,457	4,131	5,887	8,077
应收款	3,118	5,481	8,203	11,183	营业税金及附加	32	57	85	116
存货	1,157	1,709	2,597	3,570	销售费用	56	103	148	193
其他流动资产	2,058	2,469	2,963	3,556	管理费用	156	268	378	515
流动资产合计	8,708	12,455	16,696	22,240	财务费用	189	179	263	365
非流动资产:					研发费用	178	331	484	644
金融资产	0	0	0	0	费用合计	579	881	1,273	1,718
固定资产+在建工程	10,061	12,561	15,515	19,014	资产减值损失	-57	-104	-156	-213
无形资产+商誉	982	1,080	1,188	1,307	公允价值变动	11	0	0	0
其他非流动资产	822	904	994	1,094	投资收益	9	9	10	10
非流动资产合计	11,864	14,545	17,697	21,414	营业利润	1,317	2,875	4,574	6,152
资产总计	20,572	27,000	34,393	43,654	加: 营业外收入	2	2	2	2
流动负债:					减: 营业外支出	5	6	6	7
短期借款	1,796	3,591	5,028	6,536	利润总额	1,313	2,871	4,569	6,147
应付账款、票据	1,167	1,951	2,780	3,814	所得税费用	138	345	548	738
其他流动负债	1,327	1,460	1,722	2,045	净利润	1,176	2,526	4,021	5,409
流动负债合计	4,290	7,002	9,530	12,395	少数股东损益	60	100	110	121
非流动负债:					归母净利润	1,116	2,426	3,911	5,288
长期借款	3,423	4,278	5,348	6,685					
其他非流动负债	1,264	1,517	1,820	2,185					
非流动负债合计	4,687	5,795	7,168	8,869					
负债合计	8,976	12,798	16,698	21,265					
所有者权益									
股本	887	892	892	892					
资本公积金	7,229	7,631	7,631	7,631					
未分配利润	2,747	4,693	7,783	11,937					
少数股东权益	493	493	493	493					
所有者权益合计	11,596	14,202	17,695	22,390					
负债和所有者权益	20,572	27,000	34,393	43,654					
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1176	2526	4021	5409	成长性				
折旧与摊销	562	702	888	1112	营业收入增长率	35.6%	84.3%	49.7%	36.3%
财务费用	204	179	263	365	营业利润增长率	23.9%	118.3%	59.1%	34.5%
存货的减少	-222	-552	-888	-972	归母净利润增长率	31.3%	117.5%	61.2%	35.2%
营运资本变化	-686	-1578	-1893	-1947	总资产增长率	68.7%	31.2%	27.4%	26.9%
其他非现金部分	-17	-259	-301	-350	盈利能力				
经营活动现金净流量	1055	1018	2091	3618	毛利率	42.6%	47.7%	50.2%	49.8%
投资活动现金净流量	-5276	-3202	-3842	-4611	营业利润率	30.7%	36.4%	38.7%	38.2%
筹资活动现金净流量	5560	2605	1888	1991	三项费用/营收	13.5%	11.2%	10.8%	10.7%
现金流量净额	1,339	421	137	998	EBIT/销售收入	35.4%	39.3%	41.4%	40.9%
					净利润率	27.4%	32.0%	34.0%	33.6%
					ROE	10.1%	17.8%	22.7%	24.2%
					营运能力				
					总资产周转率	20.8%	29.2%	34.3%	36.9%
					资产结构				
					资产负债率	43.6%	47.4%	48.6%	48.7%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利润	0.90	0.40	0.52	0.67
					每股数据(元/股)				
					每股收益	1.26	2.72	4.38	5.93
					每股净资产	13.08	15.91	19.83	25.09

资料来源：公司公告、华鑫证券研发部



分析师简介

刘华峰：华鑫证券分析师，2021 年加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：电力设备与新能源行业。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>