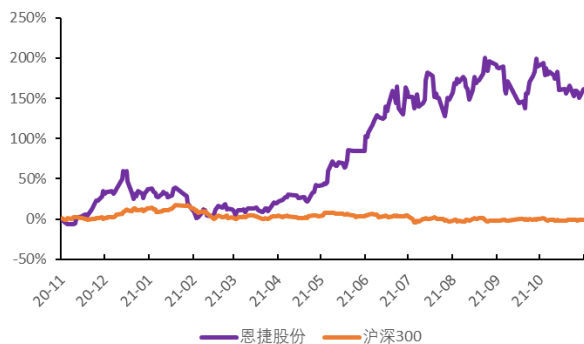


2021年11月23日 **恩捷股份(002812)：定增扩产隔膜和铝塑膜，巩固行业领先地位**
**电气设备**
**审慎推荐(维持) 当前股价：270.00元**
**主要财务指标(单位：百万元)**

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	4,283	7,892	11,812	16,104
(+/-)	35.6%	84.3%	49.7%	36.3%
<b>营业利润</b>	1,317	2,875	4,574	6,152
(+/-)	23.9%	118.3%	59.1%	34.5%
<b>归属母公司净利润</b>	1,116	2,426	3,911	5,288
(+/-)	31.3%	117.5%	61.2%	35.2%
<b>EPS(元)</b>	1.26	2.72	4.38	5.93
<b>市盈率</b>	214.6	99.3	61.6	45.6

**公司基本情况(最新)**

<b>总股本/已流通股(亿股)</b>	89241 / 74245
<b>流通市值(亿元)</b>	2,005
<b>每股净资产(元)</b>	14.36
<b>资产负债率(%)</b>	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

- 公司发布定增预案，拟定增128亿元扩产。11月22日，公司发布公告，拟定增128亿元建设32亿平方米隔膜、2.8亿平方米铝塑膜、2亿平方米涂覆膜项目并补充流动资金。募集资金主要用途：(1)7亿元用于重庆恩捷一期4亿平方米隔膜；(2)24亿元用于重庆恩捷二期8亿平方米隔膜；(3)48亿元用于江苏恩捷20亿平方米隔膜；(4)13亿元用于江苏睿捷2.8亿平方米铝塑膜；(5)6亿元用于苏州捷力2亿平方米涂覆膜；(6)30亿元用于补充流动资金。

- 隔膜募投项目确保公司产能匹配下游客户快速扩产趋势，巩固隔膜龙一的领先地位。公司作为全球出货量第一的锂电池隔膜供应商，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。根据全球主要锂电池厂商产能规划，到2025年之前，公司主要客户预计锂电池的整体产能将超过920GWh，对应超138亿平方米锂电隔膜需求。为应对下游需求的快速增长，公司发力建设新产能，通过提前锁定日本制钢所等优质设备产能及自主开发设备产能等形式巩固隔膜龙一的领先地位。本次募投项目共计建设32亿平方米隔膜、2亿平方米涂覆膜，可有效保障公司未来2-3年的产能扩张。

- 发力扩张铝塑膜产能，国产替代空间广阔。铝塑膜作为软包电池的封装材料，是软包电池产业链中技术难度最高的环节之一，对软包电池的质量有至关重要的影响。因其技术壁垒较高，铝塑膜市场长期由日本企业所占据，国产替代空间广阔。本次募投项目拟新增2.8亿平方米铝塑膜产能，未来有望成长为第二增长曲线。

- 盈利预测：公司作为湿法隔膜绝对龙头，此次定增加码扩产隔膜，巩固隔膜龙一地位；同时加快扩张铝塑膜产



能，未来有望成长为第二增长曲线。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 99.3/61.6/45.6 倍，维持“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
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>4,283</b>	<b>7,892</b>	<b>11,812</b>	<b>16,104</b>
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
<b>非流动资产:</b>					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	<b>营业利润</b>	<b>1,317</b>	<b>2,875</b>	<b>4,574</b>	<b>6,152</b>
资产总计	20,572	27,000	34,393	43,654	加: 营业外收入	2	2	2	2
<b>流动负债:</b>					减: 营业外支出	5	6	6	7
短期借款	1,796	3,591	5,028	6,536	<b>利润总额</b>	<b>1,313</b>	<b>2,871</b>	<b>4,569</b>	<b>6,147</b>
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	<b>净利润</b>	<b>1,176</b>	<b>2,526</b>	<b>4,021</b>	<b>5,409</b>
流动负债合计	4,290	7,002	9,530	12,395	少数股东损益	60	100	110	121
<b>非流动负债:</b>					<b>归母净利润</b>	<b>1,116</b>	<b>2,426</b>	<b>3,911</b>	<b>5,288</b>
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	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
非流动负债合计	4,687	5,795	7,168	8,869	<b>成长性</b>				
负债合计	8,976	12,798	16,698	21,265	营业收入增长率	35.6%	84.3%	49.7%	36.3%
<b>所有者权益</b>					营业利润增长率	23.9%	118.3%	59.1%	34.5%
股本	887	892	892	892	归母净利润增长率	31.3%	117.5%	61.2%	35.2%
资本公积金	7,229	7,631	7,631	7,631	总资产增长率	68.7%	31.2%	27.4%	26.9%
未分配利润	2,747	4,693	7,783	11,937	<b>盈利能力</b>				
少数股东权益	493	493	493	493	毛利率	42.6%	47.7%	50.2%	49.8%
所有者权益合计	11,596	14,202	17,695	22,390	营业利润率	30.7%	36.4%	38.7%	38.2%
负债和所有者权益	20,572	27,000	34,393	43,654	三项费用/营收	13.5%	11.2%	10.8%	10.7%
					EBII/销售收入	35.4%	39.3%	41.4%	40.9%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利润率	27.4%	32.0%	34.0%	33.6%
净利润	1176	2526	4021	5409	ROE	10.1%	17.8%	22.7%	24.2%
折旧与摊销	562	702	888	1112	<b>营运能力</b>				
财务费用	204	179	263	365	总资产周转率	20.8%	29.2%	34.3%	36.9%
存货的减少	-222	-552	-888	-972	<b>资产结构</b>				
营运资本变化	-686	-1578	-1893	-1947	资产负债率	43.6%	47.4%	48.6%	48.7%
其他非现金部分	-17	-259	-301	-350	<b>现金流质量</b>				
经营活动现金净流量	1055	1018	2091	3618	经营净现金流/净利润	0.90	0.40	0.52	0.67
投资活动现金净流量	-5276	-3202	-3842	-4611	<b>每股数据 (元/股)</b>				
筹资活动现金净流量	5560	2605	1888	1991	每股收益	1.26	2.72	4.38	5.93
现金流量净额	1,339	421	137	998	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>