

2021年06月12日

证券分析师 曾朵红

执业证号: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号: S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

yuesy@dwzq.com.cn

与 LG 签订长期供货合同，进军美国市场 买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4283	7260	11546	15212
同比 (%)	35.6%	77.9%	51.5%	31.8%
归母净利润 (百万元)	1116	2431	3778	5000
同比 (%)	31.3%	117.9%	55.4%	32.3%
每股收益 (元/股)	1.26	2.74	4.26	5.64
P/E (倍)	142.90	65.47	42.12	31.83

投资要点

- **事件:** 上海恩捷与 Ultium Cells 签署合同，约定自合同签订日至 2024 年末 Ultium Cells 向上海恩捷采购 2.58 亿美元以上的锂电池隔离膜。
- **绑定 LG，公司进军美国市场，我们预计为美国地区主供，成长为全球龙头。** Ultium Cells 为通用汽车与 LG 的在美合资电池公司，设计年产能 35GWh (一期)，我们预计于 22 年投产，考虑产能爬坡与产能利用率因素，预计 2022-2024 年可共生产 50-60GWh 电池，对应隔膜需求 7.5-8 亿平，本次 2.58 亿美元采购合同对应 5-7 亿平隔膜，占合资工厂比例预计 70% 以上。公司此前为 LG 中欧地区主供，21 年我们预计出货 3-4 亿平，同比翻番，本次供货协议突破美国市场，预计逐步成为 LG 的全球主供，全球隔膜龙头地位确立。
- **美国政策或超预期，电池厂加速在美布局，公司或充分收益。** 美国清洁能源提案力度远超此前预期，加码趋势已定，政策类比此前欧洲政策高度，我们预计美国 21 年销 70 万辆，22 年有望销 140 万辆，连续两年翻番，未来高增开启。电池厂加速在美布局，LG 计划与通用建设第二座电池工厂，年产能 35GWh，25 年在美动力电池总产能将超过 140GWh，其中包括 70GWh 的独资工厂，以及 70GWh 的合资工厂；特斯拉在美规划自制电池厂，22 年规划 100GWh，投产进度或超市场预期。美国市场空间庞大，开启高增，公司或充分收益。
- **下游需求旺盛+扩产提速，21-22 年供不应求，量利齐升。** 20 年年底产能 33 亿平，我们预计 21 年年底 50 亿平，全球第一。公司 Q2 我们预计出货 6.5 亿平，环增近 20%，全年预计出货 25 亿平，同比翻番，其中海外 5 亿，消费 5 亿，其余为国内动力，随着涂覆比例 (40%+) 及产能利用率提升，客户结构优化，在线涂覆顺利推进，预计 Q2 开始单平净利回升，Q2 业绩环比再向上。22 年行业供不应求，行业产能利用率维持高位，恩捷产能扩张领先，我们预计出货近 40 亿平，同比 60%+，公司量利齐升。
- **投资建议:** 我们上调 21-23 年归母净利至 24.3/37.78/50 亿 (原预测 22/31.3/41.5 亿)，同增 118/55/32%，对应 PE 为 65x/42x/32x，我们给予 22 年 50xPE，对应目标价 213 元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策及销量不及预期、销量不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	191.21
一年最低/最高价	58.59/182.60
市净率(倍)	14.89
流通 A 股市值(百万元)	116717.0

基础数据

每股净资产(元)	13.07
资产负债率(%)	42.38
总股本(百万股)	888.16
流通 A 股(百万股)	610.41

相关研究

- 1、《恩捷股份 (002812): 21Q1 季报点评: 需求旺盛，隔膜量利齐升》2021-04-28
- 2、《恩捷股份 (002812): 2020 年报及 2021 年一季度业绩预告点评: 销量持续高增，结构优化将增强盈利水平》2021-03-18
- 3、《恩捷股份 (002812): 全球隔膜龙头份额持续扩大，业绩略好于预期》2021-03-01

事件: 上海恩捷与 Ultium Cells 签署合同, 约定自合同签订日至 2024 年末 Ultium Cells 向上海恩捷采购 2.58 亿美元以上的锂电池隔离膜。

绑定 LG, 公司进军美国市场, 我们预计为美国地区主供, 成长为全球龙头。 Ultium Cells 为通用汽车与 LG 的在美合资电池公司, 设计年产能 35GWh (一期), 我们预计于 22 年投产, 考虑产能爬坡与产能利用率因素, 预计 2022-2024 年可共生产 50-60GWh 电池, 对应隔膜需求 7.5-8 亿平, 本次 2.58 亿美元采购合同对应 5-7 亿平隔膜, 占合资工厂比例预计 70%以上。公司此前为 LG 中欧地区主供, 21 年我们预计出货 3-4 亿平, 同比翻番, 本次供货协议突破美国市场, 预计逐步成为 LG 的全球主供, 全球隔膜龙头地位确立。

图 1: LG 产能规划 (GWH)

电池企业	持股	基地	规划产能	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
LG	合资	韩国本部	6	6	6	6	6	6	6
		南京老厂CNA	10	4	4	10	10	10	10
		与吉利无锡合资	10				5	10	10
		与通用合资美国工厂	70			15	35	55	70
		合计	26	10	10	31	56	81	96
	独资	南京新厂CNJ	40		5	10	10	10	40
		南京新厂CNB	40		10	15	35	40	40
		波兰	150	12	40	60	90	120	150
		美国	70	3	15	20	30	50	70
		合计	300	15	70	136	221	301	396

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

美国政策或超预期, 电池厂加速在美布局, 公司或充分收益。 美国清洁能源提案力度远超此前预期, 加码趋势已定, 政策类比此前欧洲政策高度, 我们预计美国 21 年销 70 万辆, 22 年有望销 140 万辆, 连续两年翻番, 未来高增开启。电池厂加速在美布局, LG 计划与通用建设第二座电池工厂, 年产能 35GWh, 25 年在美动力电池总产能将超过 140GWh, 其中包括 70GWh 的独资工厂, 以及 70GWh 的合资工厂; 特斯拉在美规划自制电池厂, 22 年规划 100GWh, 投产进度或超市场预期。美国市场空间庞大, 开启高增, 公司或充分收益。

图 2: 美国电动车销量预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2030E
美国电动车销量 (万辆)	35.1	32.0	32.4	70.0	140.0	210.0	315.0	456.8	934.9
YoY	80%	-8.8%	1.3%	116.1%	100.0%	50.0%	50.0%	45.0%	20%
渗透率	2%	1.9%	2.2%	3.9%	7.7%	11.4%	17.0%	24.4%	49.9%
EV (万辆)	23.11	23.59	25.94	56.00	112.00	174.30	267.75	397.37	934.90
占比	66%	74%	80%	80%	80%	83%	85%	87%	100%
单车电池容量 (kwh)	60.0	65.0	68.0	74.8	80.0	84.0	84.8	85.7	86.5
EV装机量 (gwh)	13.9	15.3	17.6	41.9	89.6	146.4	227.2	340.5	809.1
PHEV (万辆)	11.95	8.37	6.45	14.00	28.00	35.70	47.25	59.38	0.00
占比	34%	26%	20%	20%	20%	17%	15%	13%	0%
单车电池容量 (kwh)	12.0	12.0	12.0	12.0	12.5	13.0	13.5	14.0	16.0
PHEV装机量 (gwh)	1.4	1.0	0.8	1.7	3.5	4.6	6.4	8.3	0.0
动力电池需求量 (gwh)	15.3	16.3	18.4	43.6	93.1	151.1	233.5	348.8	809.1

数据来源: marklines, 东吴证券研究所

下游需求旺盛+扩产提速，21-22 年供不应求，量利齐升。20 年年底产能 33 亿平，我们预计 21 年底 50 亿平，全球第一。公司 Q2 预计出货 6.5 亿平，环增近 20%，全年预计出货 25 亿平，同比翻番，其中海外 5 亿，消费 5 亿，其余为国内动力，随着涂覆比例（40%+）及产能利用率提升，客户结构优化，在线涂覆顺利推进，预计 Q2 开始单平净利回升，Q2 业绩环比再向上。22 年行业供不应求，行业产能利用率维持高位，恩捷产能扩张领先，我们预计出货近 40 亿平，同比 60%+，公司量利齐升。

投资建议：我们上调 21-23 年归母净利至 24.3/37.78/50 亿（原预测 22/31.3/41.5 亿），同增 118/55/32%，对应 PE 为 65x/42x/32x，我们给予 22 年 50xPE，对应目标价 213 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策支持不及预期，销量不及预期。

恩捷股份三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	8,708	9,601	12,954	16,512	营业收入	4,283	7,620	11,546	15,212
现金	2,375	381	577	761	减: 营业成本	2,457	4,067	6,031	8,093
应收账款	2,328	3,808	5,800	7,681	营业税金及附加	32	38	58	76
存货	1,157	1,854	2,822	3,840	营业费用	56	99	150	198
其他流动资产	2,657	3,248	3,301	3,626	管理费用	156	280	349	331
非流动资产	11,864	13,419	14,686	15,848	研发费用	178	295	411	529
长期股权投资	3	3	3	3	财务费用	189	132	199	199
固定资产	8,421	9,293	9,580	9,361	资产减值损失	57	46	52	27
在建工程	1,640	2,140	3,140	4,540	加: 投资净收益	9	2	2	2
无形资产	462	649	632	616	其他收益	140	140	140	140
其他非流动资产	2,978	3,474	4,471	5,868	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	20,572	23,020	27,640	32,360	营业利润	1,317	2,814	4,350	5,757
流动负债	4,290	4,954	7,435	8,324	加: 营业外净收支	-3	0	0	0
短期借款	2,322	2,081	3,443	3,176	利润总额	1,313	2,814	4,350	5,757
应付账款	471	780	1,156	1,552	减: 所得税费用	138	281	435	576
其他流动负债	1,497	2,094	2,836	3,597	少数股东损益	60	101	137	181
非流动负债	4,687	4,687	3,931	3,931	归属母公司净利润	1,116	2,431	3,778	5,000
长期借款	2,667	2,667	2,667	2,667	EBIT	1,506	2,945	4,548	5,956
其他非流动负债	2,020	2,020	1,264	1,264	EBITDA	2,068	3,691	5,381	6,844
负债合计	8,976	9,641	11,366	12,255	重要财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	493	594	731	913	每股收益 (元)	1.26	2.74	4.26	5.64
归属母公司股东权益	11,103	12,785	15,543	19,193	每股净资产 (元)	12.52	14.42	17.53	21.65
负债和股东权益	20,572	23,020	27,640	32,360	发行在外股份 (百万股)	887	887	887	887
					ROIC (%)	9.6	15.1	19.5	21.8
					ROE (%)	10.0	19.0	24.3	26.1
现金流量表 (百万 元)	2020	2021E	2022E	2023E	毛利率 (%)	42.6	46.6	47.8	46.8
经营活动现金流	1,055	1,426	2,907	4,048	销售净利率 (%)	27.4	33.2	33.9	34.1
投资活动现金流	-5,276	-2,298	-2,098	-2,048	资产负债率 (%)	43.6	41.9	41.1	37.9
筹资活动现金流	5,560	-1,122	-612	-1,816	收入增长率 (%)	35.6	77.9	51.5	31.8
现金净增加额	1,339	-1,994	196	183	净利润增长率 (%)	31.3	117.9	55.4	32.3
折旧和摊销	562	745	833	888	P/E	142.90	65.47	42.12	31.83
资本开支	2,666	2,300	2,100	2,050	P/B	14.36	12.47	10.26	8.31
营运资本变动	-884	-2,027	-2,089	-2,246	EV/EBITDA	80	45	31	24

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>