

恩捷股份(002812)重大事项点评

大客户再下一城，隔膜龙头地位稳固

事项:

- 6月10日晚间公告，公司子公司上海恩捷与 Ultium Cells, LLC 签订锂电池隔离膜采购合同，双方约定自本合同签订日至2024年末 Ultium Cells, LLC 向上海恩捷采购 2.58 亿美元以上的锂电池隔离膜。

评论:

- 大客户再下一城，彰显隔膜龙头地位。** Ultium Cells, LLC 是 LG 化学和通用汽车共同投资设立的合资企业，总投资额为 23 亿美元，主营业务为电动车用锂电池的生产制造。目前第一座 Ultium 工厂位于俄亥俄州洛兹敦，额定产能 30GWh，计划于 2022 年投产。与此同时，LGC 和 GM 计划在田纳西州的 Spring Hill 合资新建第二座 Ultium 电池工厂，预计仍为 30GWh，计划于 2023 年底投产。公司此次与 Ultium 电池签署的 2.58 亿美元订单，约合 6 亿平湿法涂覆隔膜，可支撑约 40GWh 动力电池生产需求。从 Ultium 电池工厂的产能释放节奏来看，预计公司将处于一供的地位。
- 短期产线持续提升，年底涂覆一体线投产有望进一步增厚利润。** 公司通过工艺改造，目前单月隔膜产能已从 1.8 亿平提升至 2 亿平，出货能力进一步提升，21Q1 预计出货 5.6 亿平，单平净利约 0.75 万元。今年年底，公司计划投产 10 条基膜涂覆一体化生产线，公司利润有望进一步增厚。
- 隔膜产能全球第一，龙头地位稳固。** 截至 2020 年底，公司在上海、珠海、江西、无锡、苏州五大基地共有 46 条湿法隔膜生产线，产能达到 33 亿平方米，规模全球第一。2020 年公司湿法隔膜出货量约 13 亿平方米，国内市占率近 50%。公司目前正在扩建江西通瑞、无锡恩捷等生产基地，并启动匈牙利基地项目，拓展海外市场，预计公司 21 年全年新增投产 10 亿平方米，如考虑纽米 3 亿平产能，预计 2021 年底公司总产能将达到 47 亿平方米，龙头地位稳固。
- 盈利预测：**我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 21/28/37 亿元，对应 EPS 2.37/3.16/4.20 元，对应 PE 81/61/46 倍。考虑到公司是全球最大的隔膜生产商，规模效应和协同效应将持续带动公司高速发展，我们给予公司 2022 年 65x PE，上调目标价至 205.4 元，维持“强推”评级。
- 风险提示：**终端需求不及预期，上游原材料价格波动。

主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万)	4,283	6,828	9,166	12,400
同比增速(%)	35.6%	59.4%	34.2%	35.3%
归母净利润(百万)	1,116	2,101	2,801	3,720
同比增速(%)	31.3%	88.3%	33.3%	32.8%
每股盈利(元)	1.26	2.37	3.16	4.20
市盈率(倍)	152	81	61	46
市净率(倍)	15	13	11	9

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2021 年 6 月 11 日收盘价

强推(维持)

目标价：205.4 元

当前价：191.21 元

华创证券研究所

证券分析师：彭广春

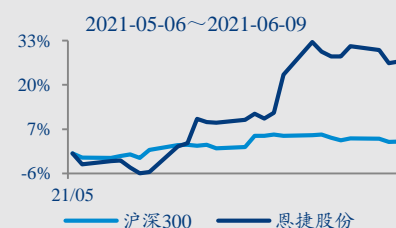
邮箱：pengguangchun@hcyjs.com

执业编号：S0360520110001

公司基本数据

总股本(万股)	88,816
已上市流通股(万股)	61,041
总市值(亿元)	1,509.87
流通市值(亿元)	1,037.7
资产负债率(%)	42.4
每股净资产(元)	13.2
12个月内最高/最低价	194.69/65.45

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

- 《恩捷股份(002812)计划收购纽米科技点评：并购纽米拓展终端市场，龙头格局持续向好》
2020-08-11
- 《恩捷股份(002812)2020年年报和2021年一季报业绩预告点评：业绩稳定增长，龙头地位稳固》
2021-03-19
- 《恩捷股份(002812)2021年一季报点评：业绩符合预期，产能持续提升》
2021-04-27

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,375	3,443	6,346	9,474
应收票据	380	541	836	985
应收账款	2,328	3,557	4,593	5,967
预付账款	181	205	297	438
存货	1,157	1,670	2,199	3,172
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2,287	3,744	4,643	6,138
流动资产合计	8,708	13,160	18,914	26,174
其他长期投资	9	9	9	9
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	8,421	9,486	10,293	10,878
在建工程	1,628	1,528	1,458	1,415
无形资产	462	466	469	472
其他非流动资产	1,341	1,341	1,339	1,339
非流动资产合计	11,864	12,833	13,571	14,116
资产合计	20,572	25,993	32,485	40,290
短期借款	1,796	3,796	5,796	7,796
应付票据	695	813	1,161	1,825
应付账款	471	782	1,146	1,497
预收款项	0	0	0	0
合同负债	8	12	16	22
其他应付款	578	578	578	578
一年内到期的非流动负债	526	526	526	526
其他流动负债	215	382	507	672
流动负债合计	4,289	6,889	9,730	12,916
长期借款	2,667	3,366	4,065	4,764
应付债券	756	756	756	756
其他非流动负债	1,264	1,264	1,264	1,264
非流动负债合计	4,687	5,386	6,085	6,784
负债合计	8,976	12,275	15,815	19,700
归属母公司所有者权益	11,103	13,112	15,913	19,633
少数股东权益	493	606	757	957
所有者权益合计	11,596	13,718	16,670	20,590
负债和股东权益	20,572	25,993	32,485	40,290

现金流量表

单位：百万元	2020E	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,055	364	2,015	2,085
现金收益	1,927	3,178	4,026	5,085
存货影响	-398	-513	-529	-972
经营性应收影响	-1,156	-1,405	-1,402	-1,634
经营性应付影响	738	429	711	1,015
其他影响	-56	-1,324	-791	-1,409
投资活动现金流	-5,276	-1,884	-1,747	-1,627
资本支出	-4,292	-1,714	-1,573	-1,446
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-984	-170	-174	-181
融资活动现金流	5,560	2,588	2,635	2,670
借款增加	658	2,699	2,699	2,699
股利及利息支付	-337	-224	-246	-271
股东融资	5,183	500	1,000	1,500
其他影响	56	-387	-818	-1,258

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,283	6,828	9,166	12,400
营业成本	2,457	3,850	5,218	7,164
税金及附加	32	20	27	37
销售费用	56	68	92	124
管理费用	156	198	266	360
研发费用	178	205	275	372
财务费用	189	219	241	265
信用减值损失	-39	-20	-30	-40
资产减值损失	-18	-10	-20	-30
公允价值变动收益	11	20	30	40
投资收益	9	14	24	34
其他收益	140	205	250	300
营业利润	1,317	2,477	3,301	4,382
营业外收入	1	1	2	2
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	1,313	2,473	3,298	4,379
所得税	137	259	346	459
净利润	1,176	2,214	2,952	3,920
少数股东损益	60	113	151	200
归属母公司净利润	1,116	2,101	2,801	3,720
NOPLAT	1,345	2,410	3,168	4,157
EPS(摊薄)(元)	1.26	2.37	3.16	4.20

主要财务比率

	2020E	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	35.6%	59.4%	34.2%	35.3%
EBIT 增长率	29.4%	79.2%	31.4%	31.2%
归母净利润增长率	31.3%	88.3%	33.3%	32.8%
获利能力				
毛利率	42.6%	43.6%	43.1%	42.2%
净利率	27.4%	32.4%	32.2%	31.6%
ROE	9.6%	15.3%	16.8%	18.1%
ROIC	9.2%	12.7%	13.2%	13.9%
偿债能力				
资产负债率	43.6%	47.2%	48.7%	48.9%
债务权益比	60.4%	70.8%	74.4%	73.4%
流动比率	2.0	1.9	1.9	2.0
速动比率	1.8	1.7	1.7	1.8
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
应收账款周转天数	158	155	160	153
应付账款周转天数	63	59	67	66
存货周转天数	140	132	133	135
每股指标(元)				
每股收益	1.26	2.37	3.16	4.20
每股经营现金流	1.19	0.41	2.27	2.35
每股净资产	12.50	14.76	17.92	22.11
估值比率				
P/E	152	81	61	46
P/B	15	13	11	9
EV/EBITDA	60	36	28	22

新能源汽车产业组团介绍

组长、首席研究员：彭广春

同济大学工学硕士。曾任职于上汽集团技术中心动力电池系统部、安信证券研究中心，2019年新财富入围、水晶球第三，2020年加入华创证券研究所。

助理研究员：殷晟路

上海高级金融学院工商管理硕士。曾任职于上汽通用汽车制造规划部、西南证券研究发展中心，2020年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522