

增持

——维持

恩捷股份 (002812)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期: 2019年05月20日  
行业: 电气设备和新能源



# 6.17亿美元大单深度绑定LG化学,湿法隔膜龙头起航

分析师: 洪麟翔  
Tel: 021-53686178  
E-mail: honglinxiang@shzq.com  
SAC证书编号: S0870518070001  
研究助理: 孙克遥  
Tel: 021-53686135  
E-mail: sunkeyao@shzq.com  
SAC证书编号: S0870118050004

## ■ 公司动态事项

公司5月19日晚间发布公告称公司控股子公司上海恩捷与LG化学就采购锂电池隔离膜产品事宜签署了《购销合同》。合同生效日为2019年4月4日,合同总金额不超过6.17亿美元,合同期限为5年。

## ■ 事项点评

### 深度绑定巨头LG化学,跻身全球高端供应链

公司湿法隔膜产品的国内主要客户CATL、比亚迪、国轩、孚能及力神及其他20家以上的国内锂电池企业,对公司湿法隔膜产品保持旺盛的需求。公司海外市场目前已切入松下、三星、LG化学三家锂电池巨头,上述三家客户已占海外锂电池市场80%以上。其中,LG化学主要为大众、现代、通用、沃尔沃、雷诺等国际整车品牌提供动力电池,其2020年动力电池产能目标高达90GWh,扩产进程不断提速。公司此次与LG化学签订5年6.17亿美元大单,主要以隔膜成品为主,且外销价格高于国内,将进一步提升公司的盈利水平。我们按照海外隔膜价格预计此合同合计供货量约8亿平米。

### 湿法隔膜出货领跑,产能扩张巩固龙头地位

2018年,公司湿法隔膜出货量4.68亿平方米,同比增长60%,在全球隔膜市场占14%的市场份额,在中国湿法隔膜市场占45%的市场份额,市场份额为全球第一。截至2018年底,公司湿法隔膜产能13亿平方米,其中上海恩捷有6条共3亿平方米产能的基膜生产线、21条共2.4亿平方米产能的涂布膜生产线;珠海恩捷有12条共10亿平方米产能的基膜生产线、40条共8亿平方米产能的涂布膜生产线,产能规模位居全球第一。

公司计划在2019年底完成20条生产线的建设并投产,其中珠海恩捷二期投建4条基膜生产线;控股子公司江西通瑞投建8条基膜生产线项目,已有2条产线正式投产;同时,公司实施建设无锡恩捷一期项目,预计投资22亿元,投建8条生产线,已于2018年10月开工建设。公司累计在建湿法隔膜产能约为15亿平方米,有望在2020年实现28亿平方米的产能规模,进一步巩固公司锂电隔膜龙头地位。

## ■ 盈利预测与估值

我们预计公司2019、2020、2021年营业收入分别为33.82、41.93和52.31亿元,增速分别为37.61%、23.99%和24.75%;归属于母公司股东净利润分别为8.35、10.29和12.96亿元,增速分别为61.13%、23.18%和25.96%;全面摊薄每股EPS分别为1.76、2.17和2.74元,对应PE为

## 基本数据(截至2019年05月17日)

报告日股价(元)	50.06
12mth A股价格区间(元)	33.30-70.00
总股本(百万股)	473.87
无限售A股/总股本	26.83%
流通市值(百万元)	6363.99
每股净资产(元)	8.53

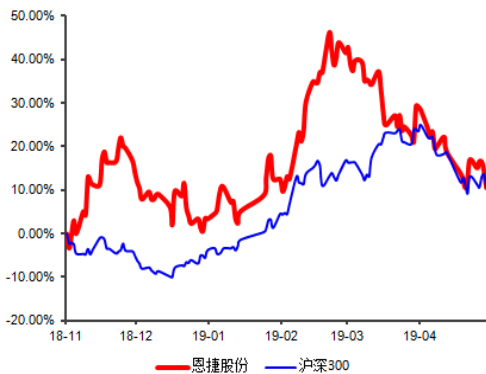
## 主要股东(2018A)

Paul Xiaoming Lee	17.01%
玉溪合益投资有限公司	15.60%

## 收入结构(2018A)

膜类产品	78.25%
无菌包装	9.53%

## 最近6个月股票与沪深300比较



报告编号: SKY19-EJGF02

首次报告日期:

28.40、23.05和18.30倍。公司产能高速扩张，巩固锂电湿法隔膜龙头地位，跻身LG等全球高端供应链有望在补贴退坡的大环境下支撑公司的盈利能力，我们维持公司“增持”评级。

#### ■ 风险提示

新能源汽车需求不及预期，公司产能投放不达预期，隔膜产品价格下跌幅度超预期等。

#### ■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2457.49	3381.85	4193.05	5230.78
增长率(%)	16.23%	37.61%	23.99%	24.75%
归属母公司股东净利润	518.44	835.35	1028.94	1296.08
增长率(%)	40.79%	61.13%	23.18%	25.96%
每股收益(元)	1.21	1.76	2.17	2.74
市盈率(X)	41.37	28.40	23.05	18.30

数据来源：Wind 上海证券研究所 (2019年05月17日收盘价)

## ■ 附表

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	138	338	419	523
应收和预付款项	1634	1725	1998	2396
存货	472	433	671	687
其他流动资产	361	361	361	361
长期股权投资	3	18	33	48
投资性房地产	11	9	8	7
固定资产和在建工程	4219	5567	6219	6665
无形资产和开发支出	299	270	241	212
其他非流动资产	360	359	357	357
<b>资产总计</b>	<b>7497</b>	<b>9080</b>	<b>10307</b>	<b>11257</b>
短期借款	930	1815	2478	3085
应付和预收款项	771	928	1032	1263
长期借款	784	823	666	0
其他负债	940	940	940	940
<b>负债合计</b>	<b>3425</b>	<b>4506</b>	<b>5116</b>	<b>5288</b>
股本	474	474	474	474
资本公积	2148	2148	2148	2148
留存收益	1209	1630	2148	2800
归属母公司股东权益	3831	4252	4769	5422
少数股东权益	241	322	421	547
<b>股东权益合计</b>	<b>4072</b>	<b>4573</b>	<b>5191</b>	<b>5968</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>7497</b>	<b>9080</b>	<b>10307</b>	<b>11257</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动产生现金流量	171	1540	1463	2121
投资活动产生现金流量	-1148	-1733	-1224	-1154
融资活动产生现金流量	784	393	-157	-863
<b>现金流量净额</b>	<b>-193</b>	<b>200</b>	<b>81</b>	<b>104</b>

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>2457</b>	<b>3382</b>	<b>4193</b>	<b>5231</b>
营业成本	1424	1950	2379	2928
营业税金及附加	20	28	35	43
营业费用	50	69	85	106
管理费用	154	308	382	486
财务费用	25	117	152	161
资产减值损失	10	5	5	5
投资收益	9	15	15	15
其他收益	91	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>778</b>	<b>920</b>	<b>1170</b>	<b>1515</b>
营业外收支净额	0	150	150	150
<b>利润总额</b>	<b>778</b>	<b>1070</b>	<b>1320</b>	<b>1665</b>
所得税	98	154	191	243
净利润	680	916	1128	1421
少数股东损益	162	81	100	125
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>518</b>	<b>835</b>	<b>1029</b>	<b>1296</b>

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	42.05%	42.33%	43.27%	44.02%
EBIT/销售收入	28.95%	35.08%	35.10%	34.90%
销售净利率	24.90%	27.09%	26.91%	27.17%
ROE	11.75%	19.65%	21.57%	23.91%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	1.40	0.99	0.94	0.88
速动比率	0.95	0.71	0.66	0.65
总资产周转率	0.33	0.37	0.41	0.46
应收账款周转率	1.56	2.05	2.20	2.29
存货周转率	3.02	4.51	3.55	4.26

数据来源: Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

洪麟翔 孙克遥

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。