

2019年05月19日

恩捷股份 (002812.SZ)

## 与 LG 签订 5 年供货协议，海外拓展加速

■ **事件：**恩捷股份 19 日发布公告，其控股子公司上海恩捷与 LG 化学签订隔膜购销合同，起止时间为 2019 年 4 月 4 日-2024 年 4 月 3 日，合同总金额不超过 6.17 亿美元。

■ **海外业务占比提升，进入全球动力供应链：**上海恩捷当前拥有超过 13 亿平的母卷产能，是 CATL 的最大供应商。18 年公司对 LG 隔膜销售 1.53 亿元人民币，占总营收的 11.5%。本次合同总金额 6.17 亿美元，预计对应出货量在 10 亿平以上。根据公司出货规划，19 年海外出货占比预计提升至 25%，其中 LG 将贡献较大比重。

公司此前公告，与海外客户的合作开发产品将用于现代及大众车型。当前国内隔膜产品能够应用于海外电动车领域的公司不超过两家，这一大额订单的签订也为公司技术水平提供背书。公司当前已计划在海外选址建厂，未来有望就近供应于海外电池厂商，打开全球市场空间。

■ **海外产品价格和利润率更具优势，提升公司盈利能力：**海外电池厂商对于产品的性能要求高，价格条件也好于国内。19 年公司国内部分产品价格有所调整，但整体占比不大，同时随着海外客户占比的提升，以及规模效应下成本的进一步优化，公司盈利能力有望维持在高水平。

■ **产能扩张迅速，提升规模供货能力：**公司在国内是 CATL 的主供应商，在国外的供货客户包括 LG、三星、美国 A123 等等。当前国内外主流电池企业的扩产规模很大，对于供应商原材料的稳定供应能力要求也在提升。公司当前也在积极扩张产能，19 年珠海二期、无锡、江西部分产能将会陆续投产，预计全年新增 20 条产线，实现翻倍增长。明后年随着剩余产线的投产以及海外产线的开建，产能产量有望匹配下游需求实现高速增长。

■ **投资建议：**上海恩捷是公司控股子公司，持股比例为 90.08%，于 18 年 8 月起完成并表。随着公司隔膜业务的逐步扩张，其在公司的业务贡献占比也将持续提升。我们预计公司 19-21 年的收入增速分别为 37.8%、25.3%、19.1%，净利润增速分别为 61.9%、26.6%、23.7%，EPS 分别为 1.77、2.24、2.77；维持买入-A 的投资评级，目标价 65.00 元。

■ **风险提示：**下游需求不及预期，产能释放不及预期，行业竞争加剧导致价格下降超预期等。

## 公司快报

证券研究报告

包装

投资评级 买入-A

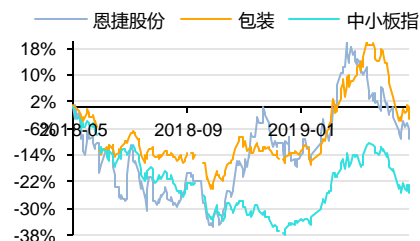
维持评级

6 个月目标价： 65.00 元  
股价 (2019-05-17) 50.06 元

### 交易数据

总市值 (百万元)	23,721.83
流通市值 (百万元)	6,363.99
总股本 (百万股)	473.87
流通股本 (百万股)	127.13
12 个月价格区间	35.41/66.20 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.19	-1.96	13.69
绝对收益	-14.56	-1.84	-8.98

邓永康

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517050005  
dengyk@essence.com.cn

吴用

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518070003  
wuyong1@essence.com.cn

彭广春

报告联系人

penggc@essence.com.cn

丁肖逸

报告联系人

dingxy@essence.com.cn

### 相关报告

恩捷股份：产能布局领先，  
湿法龙头全球扩张/邓永康 2019-04-26

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,220.3	2,457.5	3,386.8	4,244.3	5,053.2
净利润	155.9	518.4	839.3	1,062.8	1,314.8
每股收益(元)	0.33	1.09	1.77	2.24	2.77
每股净资产(元)	3.49	8.08	11.32	13.98	16.75
<b>盈利和估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
市盈率(倍)	152.1	45.8	28.3	22.3	18.0
市净率(倍)	14.3	6.2	4.4	3.6	3.0
净利润率	12.8%	21.1%	24.8%	25.0%	26.0%
净资产收益率	9.4%	13.5%	15.6%	16.0%	16.6%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	16.8%	59.0%	17.1%	12.7%	12.9%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	1,220.3	2,457.5	3,386.8	4,244.3	5,053.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	892.4	1,424.2	1,927.2	2,351.4	2,732.3	营业收入增长率	6.5%	101.4%	37.8%	25.3%	19.1%
营业税费	12.5	20.4	25.4	31.8	37.9	营业利润增长率	1.7%	331.2%	22.6%	30.4%	28.3%
销售费用	30.4	49.8	61.9	69.1	72.1	净利润增长率	-5.7%	232.5%	61.9%	26.6%	23.7%
管理费用	124.9	154.4	321.7	390.5	449.7	EBITDA 增长率	-2.6%	338.6%	53.9%	34.8%	22.1%
财务费用	-4.2	24.9	100.9	162.3	170.8	EBIT 增长率	-8.2%	384.3%	30.5%	33.3%	25.6%
资产减值损失	2.3	9.9	5.3	5.3	5.3	NOPLAT 增长率	-2.5%	361.8%	27.8%	33.3%	25.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	31.8%	339.5%	80.0%	23.1%	7.9%
投资和汇兑收益	9.2	9.3	9.5	9.7	9.9	净资产增长率	5.2%	146.1%	38.9%	23.2%	19.8%
<b>营业利润</b>	180.4	777.8	953.9	1,243.6	1,595.0	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	0.4	0.3	89.8	69.8	29.8	毛利率	26.9%	42.0%	43.1%	44.6%	45.9%
<b>利润总额</b>	180.7	778.1	1,043.7	1,313.4	1,624.8	营业利润率	14.8%	31.7%	28.2%	29.3%	31.6%
减:所得税	24.8	97.8	156.6	197.0	243.7	净利润率	12.8%	21.1%	24.8%	25.0%	26.0%
<b>净利润</b>	155.9	518.4	839.3	1,062.8	1,314.8	EBITDA/营业收入	18.2%	39.6%	44.2%	47.6%	48.8%
						EBIT/营业收入	13.7%	32.9%	31.1%	33.1%	34.9%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	147	269	588	737	691
货币资金	437.3	314.2	338.7	424.4	505.3	流动营业资本周转天数	139	159	189	192	197
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	400	309	319	299	294
应收账款	431.4	1,237.0	1,438.7	1,796.5	2,055.3	应收帐款周转天数	121	122	142	137	137
应收票据	38.4	339.8	463.7	543.3	655.6	存货周转天数	55	48	53	49	48
预付帐款	34.4	57.5	77.6	92.2	108.1	总资产周转天数	579	713	1,041	1,105	1,045
存货	188.4	472.1	528.8	627.2	716.0	投资资本周转天数	309	470	779	891	859
其他流动资产	301.7	362.6	362.6	362.6	362.6	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	9.4%	13.5%	15.6%	16.0%	16.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.7%	8.8%	7.5%	7.9%	9.1%
长期股权投资	3.3	3.0	3.0	3.0	3.0	ROIC	16.8%	59.0%	17.1%	12.7%	12.9%
投资性房地产	11.1	10.5	10.5	10.5	10.5	<b>费用率</b>					
固定资产	499.2	3,175.3	7,891.4	9,487.5	9,899.1	销售费用率	2.5%	2.0%	1.8%	1.6%	1.4%
在建工程	6.5	1,037.0	-	-	-	管理费用率	10.2%	6.3%	9.5%	9.2%	8.9%
无形资产	70.0	264.3	356.4	397.3	437.2	财务费用率	-0.3%	1.0%	3.0%	3.8%	3.4%
其他非流动资产	16.2	429.0	421.4	420.6	419.8	三费/营业收入	12.4%	9.3%	14.3%	14.7%	13.7%
<b>资产总额</b>	2,038.0	7,702.5	11,892.8	14,165.2	15,172.7	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	930.2	1,496.6	1,816.2	1,987.0	资产负债率	18.8%	47.1%	52.4%	50.8%	45.0%
应付帐款	195.9	630.1	487.7	525.0	434.6	负债权益比	23.1%	89.1%	110.2%	103.2%	81.7%
应付票据	148.6	133.1	248.1	217.0	323.5	流动比率	3.80	1.39	1.27	1.34	1.44
其他流动负债	32.5	304.0	303.4	307.8	307.0	速动比率	3.30	1.16	1.06	1.12	1.21
长期借款	-	784.2	2,847.2	3,476.4	2,916.7	利息保障倍数	-39.43	32.52	10.45	8.66	10.34
其他非流动负债	5.9	848.7	848.7	848.7	848.7	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	383.0	3,630.3	6,231.7	7,191.1	6,817.4	DPS(元)	0.32	-	-	-	-
少数股东权益	-	241.0	289.0	342.5	408.8	分红比率	96.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	136.5	473.9	473.9	473.9	473.9	股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,590.3	3,407.5	4,891.4	6,150.9	7,465.7						
<b>股东权益</b>	1,655.0	4,072.2	5,654.3	6,967.3	8,348.4						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.33	1.09	1.77	2.24	2.77
净利润	155.9	680.3	839.3	1,062.8	1,314.8	BVPS(元)	3.49	8.08	11.32	13.98	16.75
加:折旧和摊销	56.6	166.8	442.6	612.9	698.6	PE(X)	152.1	45.8	28.3	22.3	18.0
资产减值准备	2.3	9.9	-	-	-	PB(X)	14.3	6.2	4.4	3.6	3.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-181.1	-14.4	-32.7	-143.5	1,719.9
财务费用	-	29.8	100.9	162.3	170.8	P/S	19.4	9.7	7.0	5.6	4.7
投资损失	-9.2	-9.3	-9.5	-9.7	-9.9	EV/EBITDA	61.2	25.5	18.5	14.2	11.5
少数股东损益	-	161.9	47.9	53.6	66.3	CAGR(%)	92.7%	26.6%	75.1%	92.7%	26.6%
营运资金的变动	-344.2	-284.3	-429.6	-538.9	-459.9	PEG	1.6	1.7	0.4	0.2	0.7
<b>经营活动产生现金流量</b>	171.9	171.0	991.6	1,342.9	1,780.7	ROIC/WACC	1.8	6.3	1.8	1.4	1.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	-343.1	-1,147.8	-4,190.5	-2,240.3	-1,140.1	REP	6.3	0.7	1.6	1.8	1.6
<b>融资活动产生现金流量</b>	-24.9	784.0	3,223.4	983.1	-559.7						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

邓永康、吴用声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034