

2021年11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

## 恩捷股份：携手宁德，强强联合，龙头地位凸显

买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,283	7,867	12,662	17,528
同比（%）	35.6	83.7	61.0	38.4
归母净利润（百万元）	1,116	2,512	4,386	6,075
同比（%）	31.3	125.2	74.6	38.5
每股收益（元/股）	1.25	2.82	4.91	6.81
P/E（倍）	219.26	97.36	55.77	40.26

### 投资要点

- **事件：**公司与宁德时代签订《合作协议》，约定于中国境内共同投资设立平台公司，从事干法及湿法隔膜业务，该平台公司恩捷持股51%，宁德时代持股49%，总投资额80亿元，合资公司产能优先保障向宁德供应，且在本协议签署后的5年时间内，宁德时代优先采购恩捷股份在全球供货的全资子公司的湿法隔膜产品。
- **深度绑定宁德时代，强强联合，龙头地位稳固。**平台公司的总投资额80亿元，注册资本15亿元，公司先出资人民币7.65亿元，在满足协议约定的先决条件后，宁德时代再增资7.35亿元，最终公司持有51%股权，宁德时代持有49%股权。管理层方面，董事会中三名由恩捷股份提名，两名由宁德时代提名，董事长由恩捷股份指定，副董事长由宁德时代指定。合资公司共规划16亿平湿法和20亿平干法产能，我们预计宁德干法占比将逐渐提升，主要用于储能电池。此外，同等商务条件下，在本协议签署后的5年时间内，恩捷股份在全球供货的全资子公司的湿法产品向宁德时代优先供应，同时宁德时代优先对该等公司出货进行采购。公司与宁德时代强强联合，5年内宁德优先采购恩捷产品，干法湿法产品兼备，公司干法技术已率先储备，全球隔膜龙头地位稳固。
- **公司加速产能布局，排产持续向上，2022年维持高增速。**2021年Q4排产持续向上，公司满产满销，且由于隔膜行业非高能耗产业，限电对公司产能影响较小。公司21年全年出货有望达28亿平+，同比翻番以上。分客户来看，2021全年我们预计LG贡献3亿平左右需求，三星及松下我们预计贡献1-2亿平需求，海外客户我们预计合计出货5亿平，消费类产品出货量5亿平，其余为国内动力类产品，宁德时代我们预计贡献主要增量。2022年行业供不应求，行业产能利用率维持高位，公司产能扩张速度领先，我们预计2022年年底母卷产能有望达65亿平左右，全年出货我们预计达50亿平左右，同比75%+。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到下游景气度持续，公司龙头地位稳固，我们维持预计2021-2023年归母净利润25.1/43.9/60.8亿元，同增125%/75%/39%，对应PE为97x/56x/40x，我们继续给予2022年70xPE，对应目标价343.7元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不及预期、销量不及预期、竞争加剧

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	274.10
一年最低/最高价	94.01/319.00
市净率(倍)	19.09
流通 A 股市值(百万元)	203504.65

### 基础数据

### 相关研究

- 1、《恩捷股份 (002812)：2021 年三季度报点评：单平盈利稳定，公司业绩基本符合预期》2021-10-26
- 2、《恩捷股份 (002812)：公司量利齐升，高景气度持续，业绩基本符合预期》2021-10-10
- 3、《恩捷股份 (002812)：隔膜满产满销，行业龙头地位稳固》2021-08-27

**事件:** 公司与宁德时代签订《合作协议》，约定于中国境内共同投资设立平台公司，从事干法及湿法隔膜业务，该平台公司恩捷持股 51%，宁德时代持股 49%，总投资额 80 亿元，合资公司产能优先保障向宁德供应，且在本协议签署后的 5 年时间内，宁德时代优先采购恩捷股份在全球供货的全资子公司的湿法隔膜产品。

**深度绑定宁德时代，强强联合，龙头地位稳固。** 平台公司的总投资额 80 亿元，注册资本 15 亿元，公司先出资人民币 7.65 亿元，在满足协议约定的先决条件后，宁德时代再增资 7.35 亿元，最终公司持有 51% 股权，宁德时代持有 49% 股权。管理层方面，董事会中三名由恩捷股份提名，两名由宁德时代提名，董事长由恩捷股份指定，副董事长由宁德时代指定。合资公司共规划 16 亿平湿法和 20 亿平干法产能，我们预计宁德干法占比将逐渐提升，主要用于储能电池。此外，同等商务条件下，在本协议签署后的 5 年时间内，恩捷股份在全球供货的全资子公司的湿法产品向宁德时代优先供应，同时宁德时代优先对该等公司出货进行采购。公司与宁德时代强强联合，5 年内宁德优先采购恩捷产品，干法湿法产品兼备，公司干法技术已率先储备，全球隔膜龙头地位稳固。

图 1: 合资公司股权结构

股东名称	认缴注册资本 (万元)	持股比例	出资方式
恩捷股份	76,500.0	51%	现金
宁德时代	73,500.0	49%	现金
总计	150,000.0	100%	/

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

**下游需求旺盛，电池厂加速锁定隔膜产能，隔膜行业供不应求。** 由于隔膜厂商扩产受限于进口设备产能，行业供不应求，电池厂加大对隔膜行业布局，此前亿纬与恩捷公告拟在荆门建设 16 亿平基膜及涂覆产线，本次宁德加大与恩捷合作，进一步锁定合资公司以及全资子公司产能，从而保障隔膜供应。公司锁定设备供应商日本制钢所产能，每年对应 25-30 条线产能扩张，叠加制钢所开始小规模扩产，公司产能扩张提速，扩张速度领先同行，我们预计 22 年出货 50 亿平左右，同比 75%+，叠加供需紧张情况下部分客户涨价，公司在线涂覆落地，涂覆比例提升，产品结构优化，单平利润有望进一步提升。

**公司加速产能布局，排产持续向上，2022 年维持高增速。** 2021 年 Q4 排产持续向上，公司满产满销，且由于隔膜行业非高能耗产业，限电对公司产能影响较小。公司 21 年全年出货有望达 28 亿平+，同比翻番以上。分客户来看，2021 全年我们预计 LG 贡献 3 亿平左右需求，三星及松下我们预计贡献 1-2 亿平需求，海外客户我们预计合计出货

5 亿平，消费类产品出货量 5 亿平，其余为国内动力类产品，宁德时代我们预计贡献主要增量。2022 年行业供不应求，行业产能利用率维持高位，公司产能扩张速度领先，我们预计 2022 年年底母卷产能有望达 65 亿平左右，全年出货我们预计达 50 亿平左右，同比 75%+。

**盈利预测与投资评级：**考虑到下游景气度持续，公司龙头地位稳固，我们维持预计 2021-2023 年归母净利 25.1/43.9/60.8 亿元，同增 125%/75%/39%，对应 PE 为 97x/56x/40x，我们继续给予 2022 年 70xPE，对应目标价 343.7 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策不及预期、销量不及预期、竞争加剧

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	8,708	9,854	13,956	18,630	<b>营业收入</b>	4,283	7,867	12,662	17,528
现金	2,375	393	633	876	减:营业成本	2,457	4,197	6,537	9,199
应收账款	2,328	3,931	6,360	8,851	营业税金及附加	32	39	63	88
存货	1,157	1,918	3,072	4,385	营业费用	56	102	165	228
其他流动资产	2,657	3,292	3,399	3,831	管理费用	156	271	360	411
<b>非流动资产</b>	11,864	13,419	14,686	15,848	研发费用	178	327	526	728
长期股权投资	3	3	3	3	财务费用	189	132	201	202
固定资产	8,421	9,293	9,580	9,361	资产减值损失	57	51	67	43
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
<b>资产总计</b>	20,572	23,273	28,642	34,477	<b>营业利润</b>	1,317	2,893	4,883	6,774
<b>流动负债</b>	4,290	5,069	7,848	9,095	加:营业外净收支	-3	0	0	0
短期借款	2,322	2,122	3,562	3,312	<b>利润总额</b>	1,313	2,893	4,883	6,764
应付账款	471	805	1,253	1,764	减:所得税费用	138	289	488	676
其他流动负债	1,497	2,142	3,032	4,019	少数股东损益	60	91	9	12
<b>非流动负债</b>	4,687	4,687	3,931	3,931	<b>归属母公司净利润</b>	1,116	2,512	4,386	6,075
长期借款	2,667	2,667	2,667	2,667	EBIT	1,506	3,026	5,090	6,978
其他非流动负债	2,020	2,020	1,264	1,264	EBITDA	2,068	3,771	5,923	7,866
<b>负债合计</b>	8,976	9,756	11,779	13,026	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	493	588	597	610	每股收益(元)	1.25	2.82	4.91	6.81
归属母公司股东权益	11,103	12,929	16,266	20,842	每股净资产(元)	12.52	14.39	17.98	22.95
<b>负债和股东权益</b>	20,572	23,273	28,642	34,477	发行在外股份(百万股)	887	892	892	892
					ROIC(%)	9.6	15.4	21.1	24.1
					ROE(%)	10.0	19.6	27.3	29.7
					毛利率(%)	42.6	46.6	48.4	47.5
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	销售净利率(%)	27.4	33.1	34.7	34.7
经营活动现金流	1,055	1,332	2,908	4,256	资产负债率(%)	43.6	42.3	41.9	38.8
投资活动现金流	-5,276	-2,298	-2,098	-2,048	收入增长率(%)	35.6	83.7	61.0	38.4
筹资活动现金流	5,560	-1,015	-571	-1,964	净利润增长率(%)	31.3	135.6	74.0	37.1
现金净增加额	1,339	-1,981	240	243	P/E	219.26	97.36	55.77	40.26
折旧和摊销	562	745	833	888	P/B	22.03	19.04	15.24	11.94
资本开支	2,666	2,300	2,100	2,050	EV/EBITDA	121	67	42	32
营运资本变动	-884	-2,199	-2,591	-2,975					

数据来源: WIND, 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>