

强烈推荐-A (维持)

亿纬锂能 300014.SZ

目标估值: 61-67 元

当前股价: 53.23 元

2020 年 11 月 01 日

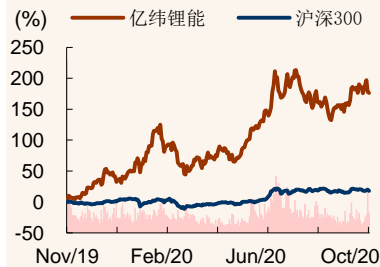
ETC需求下滑影响锂原业绩，动力业务逐步收获

基础数据

上证综指	3225
总股本(万股)	184043
已上市流通股(万股)	177702
总市值(亿元)	980
流通市值(亿元)	946
每股净资产(MRQ)	4.5
ROE(TTM)	15.7
资产负债率	53.4%
主要股东	西藏亿纬控股有限公司
主要股东持股比例	33.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	59	182
相对表现	4	39	161



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《亿纬锂能(300014)一动力电池经营持续向好,消费类电池稳健增长》2020-08-30
- 2、《亿纬锂能(300014)一连续获得全球顶级车企定点,动力电池竞争力再被认可》2020-07-22
- 3、《亿纬锂能(300014)一动力板块酝酿突破,新型烟草投资收益将重回快速增长》2020-06-15

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

刘珺涵

liujunhan@cmschina.com.cn
S1090519040004

研究助理

刘巍
liuwei24@cmschina.com.cn

公司发布三季报。前三季度公司实现营收、归上净利、扣非净利约 53.4、9.5、8.5 亿元,同比增长 16.7%、下滑 18.4%、下滑 25.4%。其中 Q3 实现营收、归上净利、扣非净利约 21.6、5.8、5.8 亿元,同比增长 5.7%、下滑 11.4%、下滑 10.6%。Q3 业绩下滑,主要系锂原业务下游 ETC 需求同比下滑,以及铁锂产能未打满影响利润。

- 思摩尔保持增长,本部业绩受基数影响同比有所下滑。根据 3.43 亿元的联营和合营企业的投资收益推算,思摩尔 Q3 实现净利润 10.4 亿元,同比增长 23.4%,若不考虑以股份为基础的付款开支和上市开支,思摩尔 Q3 实际业绩约 11.6 亿元。估算 Q3 公司本部实现净利润约 2.4 亿元,环比增长 35%,同比下滑 30.1%,同比业绩下滑主要系,1) 锂原电池中 ETC 电池在 Q3 出货同比大幅下滑;2) 铁锂电池下游需求处于逐渐恢复态势,公司产能还未打满,出货和盈利同比有所下滑;3) Q3 计提坏账 0.16 亿元,并估算产生 0.4-0.5 亿汇兑损失,同比均大幅增长。不过公司软包电池、圆柱电池、金豆及小型消费类电池经营状况良好,盈利能力提升。
- 公司动力业务开始收获。软包电池产线 Q3 维持高开工率,估算单月营收达 1.7-1.9 亿元,并保持较高的盈利水平,同时韩国客户也将开始逐步交付,6GWh 产线也即将达产。动力铁锂电池需求 Q3 仍在恢复过程中,公司产能还未打满,影响收入和盈利能力。不过公司铁锂电池产能已经扩张至 6GWh,随着动力下游需求逐步恢复,以及通信储能等新的铁锂电池市场出现带动公司出货逐步恢复到去年单月水平。三元方形业务仍有亏损,但突破华晨宝马后,也将陆续开始爬产。
- 工业消费类电池业务持续增长。工业消费锂离子业务中,圆柱电池需求旺盛,保持满产,同时盈利能力继续提升,估算 Q3 贡献利润 0.6 亿元;TWS 微型电池 Q3 出货约 500-600 万颗,正在逐步恢复,预计未来随着国内客户的开拓,出货还将继续提升;其他小型消费类电池业务保持平稳发展。
- 锂原业务短期有所下滑,未来在物联网大发展的背景下上大台阶。锂原电池 Q3 需求有所下滑,主要系 ETC 需求较少,不过智能表计需求维持增长,预计 Q4ETC 需求可能有所恢复,估算 Q3 锂原电池业务贡献利润 1 亿元。长期看,在万物互联的大趋势下,各类物联网应用的电源需求可能随之井喷,公司的小电池业务可能达到超市场预期的高度。
- 投资建议:公司重点投入的动力电池板块已经开始收获,未来随着扩张产能投产,以及海外大客户的开拓,动力电池贡献将显著增加。小电池业务在“万物互联、无线化、锂电化”趋势下,有望达到更高的高度。继续强烈推荐,维持目标价为 61-67 元。
- 风险提示:工业消费电池新业务放量低于预期,动力电池客户开拓低于预期,扩张中的管理风险,新型烟草政策扰动。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	4351	6412	8847	13184	18551
同比增长	46%	47%	38%	49%	41%
营业利润(百万元)	605	1634	1833	3119	4166
同比增长	25%	170%	12%	70%	34%
净利润(百万元)	571	1522	1676	2842	3776
同比增长	41%	167%	10%	70%	33%
每股收益(元)	0.67	1.57	0.91	1.54	2.05
PE	79.8	33.9	58.5	34.5	25.9
PB	12.8	6.8	10.8	8.4	6.7

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

1、2020 年三季度业绩分析	3
2、动力业务进入收获期	6
3、工业消费类电池稳健增长，盈利持续提升	8
4、锂原业务短期同比下滑，后续将在物联网大发展下上大台阶	9
5、盈利预测	9
相关报告	9
风险提示	10

图表目录

图 1: 单季度业绩拆分 (百万元)	3
图 2: 动力电池产能情况 (GWh)	7
图 3: 亿纬锂能历史 PE Band	11
图 4: 亿纬锂能历史 PB Band	11
表 1: 单季度业绩拆分	4
表 2: 业绩摘要	4
表 3: 单季度业绩摘要	5
表 4: 现金流情况	6
表 5: 负债情况	6
表 6: 固定资产及在建工程情况	6
表 7: 资产回报率分析	6
表 8: 公司产能分布	7
表 9: 亿纬动力业绩情况	7
表 10: 动力电池装机情况	8
表 11: 磷酸铁锂电池装机情况	8
表 12: 盈利预测	9
附: 财务预测表	12

1、2020 年三季度报业绩分析

公司公告前三季度业绩。前三季度公司实现营收、归上净利、扣非净利约 53.4、9.5、8.5 亿元，同比增长 16.7%、下滑 18.4%、下滑 25.4%。

其中 Q3 实现营收、归上净利、扣非净利约 21.6、5.8、5.8 亿元，同比增长 5.7%、下滑 11.4%、下滑 10.6%。

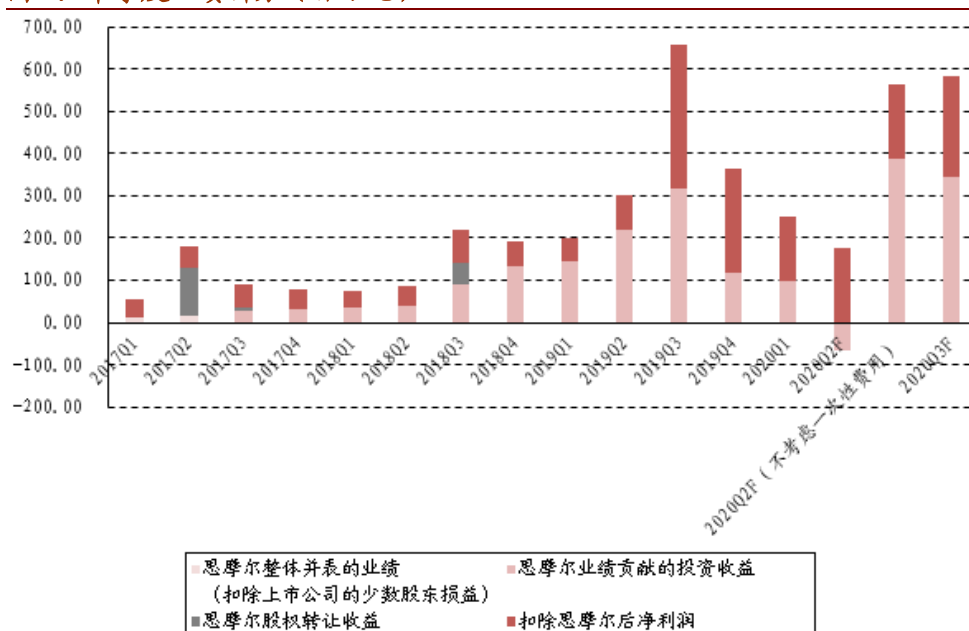
思摩尔业绩强劲增长。根据 3.43 亿元的联营和合营企业的投资收益推算，思摩尔 Q3 实现净利润 10.4 亿元，同比增长 23.4%，若不考虑以股份为基础的付款开支和上市开支，思摩尔 Q3 实际业绩约 11.6 亿元，同比增长 38.1%。

内生业务受基数影响同比下滑。估算 Q3 公司本部实现净利润约 2.4 亿元，环比增长 35%，但同比下滑 30.1%，同比业绩下滑主要系，

- 1) 锂原电池中 ETC 电池在 Q3 出货较少，而去年同期 ETC 需求爆发，公司电池出货量和价格均大幅增长导致去年基数较高；
- 2) 铁锂电池下游需求处于逐渐恢复态势，公司产能还未打满，出货和盈利同比有所下滑；
- 3) Q3 计提坏账 0.16 亿元，并估算产生 0.4-0.5 亿汇兑损失，同比均大幅增长。

不过公司软包电池、圆柱电池、金豆及小型消费类电池经营状况良好，盈利能力提升。

图 1：单季度业绩拆分（百万元）



资料来源：公司公告，招商证券

表 1: 单季度业绩拆分

百万元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q2 (不考虑 思摩尔一)	2020Q3
亿纬锂能营收	1097.9	1431.8	2047.5	1834.5	1308.7	1867.2	1867.2	2163.7
归上净利润	200.3	300.2	658.3	363.2	252.5	110.8	563.7	582.9
扣非净利润	195.5	295.1	643.3	357.4	213.0	57.2	510.1	575.4
持有思摩尔权益	37.55%	37.55%	37.55%	37.55%	37.55%	36.79%	36.79%	33.11%
思摩尔净利润	384.20	585.9	840.0	313.8	260.0	(181.1)	1049.9	1036.7
思摩尔业绩贡献的投资收益	144.27	220.0	315.4	117.8	97.6	(66.6)	386.3	343.3
扣除思摩尔后净利润	56.0	80.2	342.8	245.4	154.8	177.4	177.4	239.7
扣除思摩尔后净利率	5.1%	5.6%	16.7%	13.4%	11.8%	9.5%	9.5%	11.1%
扣除思摩尔后净利润 YoY	46.4%	81.1%	339.0%	308.9%	176.4%	121.1%	121.1%	-30.1%

资料来源: 公司公告, 招商证券

异常量分析

毛利率: 前 3 季度约 29.7% (+0.7ppt), 主要系利润率较高的金豆电池批量出货、软包动力电池开始盈利、配套工业消费类电池的毛利率同比改善。

费用情况: 前 3 季度销售、研发、管理、财务费用率约 3.6%、3.3%、9.3%、2.2%, 同比增长 0.7、1.1、0.6、0.8 个 ppt。销售、管理、研发费用率持续增长主要系公司职工薪酬、运输费用、物料消耗、折旧等费用规模增长。财务费用率增长主要系 Q3 公司汇兑损失大幅增加。

表 2: 业绩摘要

百万元	2018	2019	同比变化 (%)	2019 年前 3 季度	2020 年前 3 季度	同比变化 (%)
营业收入	4,351.19	6,411.64	47.35	4,577.19	5,339.69	16.66
营业成本	3,318.32	4,506.35	35.80	3,250.83	3,752.98	15.45
毛利润	1,032.88	1,905.29	84.46	1,326.36	1,586.71	19.63
销售税金	18.70	46.54	148.87	27.79	25.06	-9.80
毛利润 (扣除销售税金)	1,014.17	1,858.75	83.28	1,298.57	1,561.65	20.26
销售费用	169.11	175.33	3.68	113.94	193.17	69.55
管理费用	139.61	188.78	35.22	126.67	178.22	40.69
研发费用	314.83	458.66	45.68	336.01	494.45	47.15
经营利润	390.63	1,035.99	165.21	721.95	695.80	-3.62
资产和信用减值损失	-84.28	-174.32	-160.30	-160.30	-62.74	-60.86
财务费用	93.29	95.31	2.16	67.86	119.48	76.08
投资收益	364.57	839.89	130.38	695.39	405.97	-41.62
资产处置收益	-1.13	-0.52	0.33	0.33	-4.59	
其他收益	28.11	27.87	-0.84	0.00	0.00	
营业外收入	1.78	0.40	-77.35	21.65	111.00	412.77
营业外支出	0.80	7.78	872.07	0.24	0.16	-34.78
利润总额	605.59	1,626.23	168.54	2.50	7.64	206.17
所得税	22.65	77.41	241.80	1,208.91	1,018.48	-15.75

敬请阅读末页的重要说明

百万元	2018	2019	同比变化 (%)	2019 年前 3 季度	2020 年前 3 季度	同比变化 (%)
税后净利润	582.94	1,548.82	165.69	36.21	51.83	43.14
少数股东损益	12.23	26.82	119.24	1,172.70	966.65	-17.57
归母净利润	570.71	1,522.01	166.69	13.93	20.47	46.96
非经常性损益	74.54	30.75	-58.74	1,158.77	946.18	-18.35
扣非归母净利润	496.17	1,491.26	200.55	24.86	100.62	304.77
%			百分点变化			百分点变化
毛利率	23.74	29.72	5.98	28.98	29.72	0.74
销售费用率	3.89	2.73	-1.15	2.49	3.62	1.13
管理费用率	3.21	2.94	-0.26	2.77	3.34	0.57
研发费用率	7.24	7.15	-0.08	7.34	9.26	1.92
财务费用率	2.14	1.49	-0.66	1.48	2.24	0.76
经营利润率	8.98	16.16	7.18	15.77	13.03	-2.74
所得税率	9.40	9.84	0.45	7.05	8.46	1.41
净利率	13.40	24.16	10.76	25.62	18.10	-7.52
扣非净利率	11.40	23.26	11.86	24.77	15.84	-8.94

资料来源：公司公告，招商证券

表 3: 单季度业绩摘要

百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q3 同比 (%)	20Q3 环比 (%)
营业收入	1,097.92	1,431.79	2,047.48	1,834.45	1,308.72	1,867.23	2,163.74	5.68	15.88
营业成本	814.13	1,069.86	1,366.84	1,255.52	919.43	1,369.97	1,463.58	7.08	6.83
毛利润	283.79	361.93	680.64	578.93	389.29	497.26	700.16	2.87	40.80
销售费用	51.02	17.92	45.00	61.39	56.01	57.46	79.71	77.14	38.72
管理费用	23.23	64.30	39.15	62.11	36.35	90.54	51.33	31.11	-43.30
研发费用	104.48	102.86	128.67	122.64	121.91	153.11	219.43	70.54	43.32
财务费用	35.72	21.26	10.89	27.45	29.26	19.37	70.85	550.80	265.67
所得税	-1.07	-3.64	40.92	41.20	7.96	21.39	22.48	-45.05	5.14
归母净利润	200.28	300.23	658.26	363.24	252.46	110.78	582.94	-11.44	426.22
非经常性损益	4.77	5.09	15.00	5.89	39.42	53.61	7.59	-49.40	-85.85
扣非归母净利润	195.51	295.14	643.26	357.35	213.04	57.17	575.35	-10.56	906.44
%								百分点同 比变动	百分点环 比变动
毛利率	25.85	25.28	33.24	31.56	29.75	26.63	32.36	-0.88	5.73
销售费用率	4.65	1.25	2.20	3.35	4.28	3.08	3.68	1.49	0.61
管理费用率	2.12	4.49	1.91	3.39	2.78	4.85	2.37	0.46	-2.48
研发费用率	9.52	7.18	6.28	6.69	9.32	8.20	10.14	3.86	1.94
财务费用率	3.25	1.48	0.53	1.50	2.24	1.04	3.27	2.74	2.24
所得税率	-1.92	-4.50	10.86	15.10	5.07	11.25	8.47	-2.39	-2.78
净利率	18.24	20.97	32.15	19.80	19.29	5.93	26.94	-5.21	21.01
扣非净利率	17.81	20.61	31.42	19.48	16.28	3.06	26.59	-4.83	23.53

资料来源：公司公告，招商证券

现金流状况良好，盈利扎实。公司前 3 季度经营现金流净额 9.7 亿元 (+14%YoY)，经营性现金流持续改善。

前 3 季度赊销比约 60% (+3.2ppt)，存货营收比约 24.4% (+3ppt)。同时，销售商品、

劳务获现金/营收约 86.7% (+9.6ppt), 经营现金流净额/税后净利润约 100.1% (+27.7ppt)。整体现金流情况良好, 盈利扎实。

公司的资产负债表也更加健康。公司负债率降到 53.4%, 目前在手现金 19.1 亿元, 带息负债 34.2 亿 (-11%YoY), 另有 18.8 亿政府与战略股东(系 SKI 子公司 Blue Dragon) 长期应付款。

公司固定资产约 55.2 亿元 (+68.7%YoY), 在建工程约 18.9 亿元 (+44%YoY), 资产仍在快速扩张, 主要系随着公司在动力、消费锂电池领域的客户拓展, 产能也在持续增加。总体看, 公司报表扎实、健康。

表 4: 现金流情况

%	2017	2018	2019	2019 年前 3 季度	2020 年前 3 季度	同比变化
赊销比	51.07	48.14	52.06	56.83	59.98	3.15
存货营收比	30.42	27.59	17.62	21.34	24.35	3.01
销售商品、劳务获现金/营收	74.87	72.61	78.00	77.08	86.66	9.58
经营现金流净额/税后净利润	18.70	74.54	73.52	72.36	100.05	27.69

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 5: 负债情况

百万元	2017	2018	2019	2019 年前 3 季度	2020 年前 3 季度	同比变化 (%)
负债率 (%)	57.15	63.10	52.67	48.18	53.40	5.22
短期借款	504.25	815.20	518.80	530.06	100.05	-81.12
一年内到期的非流动负债	105.78	306.45	655.24	692.82	292.26	-57.82
长期借款	477.39	585.81	134.00	239.00	845.86	253.92
长期应付款	626.50	1,114.59	1,887.52	1,414.20	2,178.94	54.08
在手现金	264.45	1,122.49	2,097.33	3,410.63	1,911.72	-43.95

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 6: 固定资产及在建工程情况

百万元	2017	2018	2019	2019 年前 3 季	2020 年前 3 季	同比变化 (%)
固定资产	1,470.90	2,485.96	4,022.06	3,273.72	5,524.04	68.74
在建工程	1,600.77	1,272.65	970.59	1,315.55	1,894.60	44.02

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 7: 资产回报率分析

%	2017	2018	2019	2019 年前 3 季	2020 年前 3 季	同比变化
ROE	16.05	17.18	27.39	21.56	11.92	-9.64
ROA	8.67	8.01	13.14	10.56	6.59	-3.97
ROIC	13.04	13.91	22.83	17.44	11.51	-5.92

资料来源: 公司公告, 招商证券

2、动力业务进入收获期

公司动力软包已经开始批量出货。公司动力软包通过自身培育与战略合作模式并行, 连续进入戴姆勒和现代起亚供应体系。目前已经具备 3GWh 产能, 新建的 6GWh 产能也已建成。软包业务产线维持高开工率, 估算单月营收达 1.9 亿元, 并已经盈利, 同时韩

国客户也将开始逐步交付。

铁锂业务正在逐渐恢复。动力铁锂电池需求 Q3 仍在恢复过程中，公司产能还未打满，影响收入和盈利能力。不过公司铁锂电池产能已经扩张至 6GWh，随着动力下游需求逐步恢复，以及通信储能等新的铁锂电池市场出现带动公司出货逐步恢复到去年单月水平。

公司现有铁锂电池已有一定竞争力，客户结构较稳定。公司 3.5GWh 新增铁锂产能已经投运，同时公司计划继续扩张 6GWh 产能，后续公司可能在商用车、乘用车、电动船、通信储能等市场继续放量。

方形三元继续扩张。公司方形三元电池成功突破华晨宝马，现有 2GWh 产能有望下半年开始进入量产阶段。同时，公司计划继续扩张 5GWh 产能，保障未来客户需求增长。

2020-2021 年将是动力储能业务开始收获之年。公司铁锂电池已经具备竞争力，并且新产能已经投产，同时 3GWh 软包电池产线在 2020 年爬坡上量，预计公司 2020 年动力板块有望开始盈利，2021 年有望实现较显著的业绩贡献，未来几年就是动力板块开始收获的时期。

表 8: 公司产能分布

GWh	广东惠州	湖北荆门	扩产规划	合计
方形磷酸铁锂		2.5	3.5	6.0
方形三元		2.0	5.0	7.0
三元圆柱	1.0	2.5	3.5	7.0
软包三元电池	9.0		20-25	29-34
合计	10.0	7.0	32-37	49-54

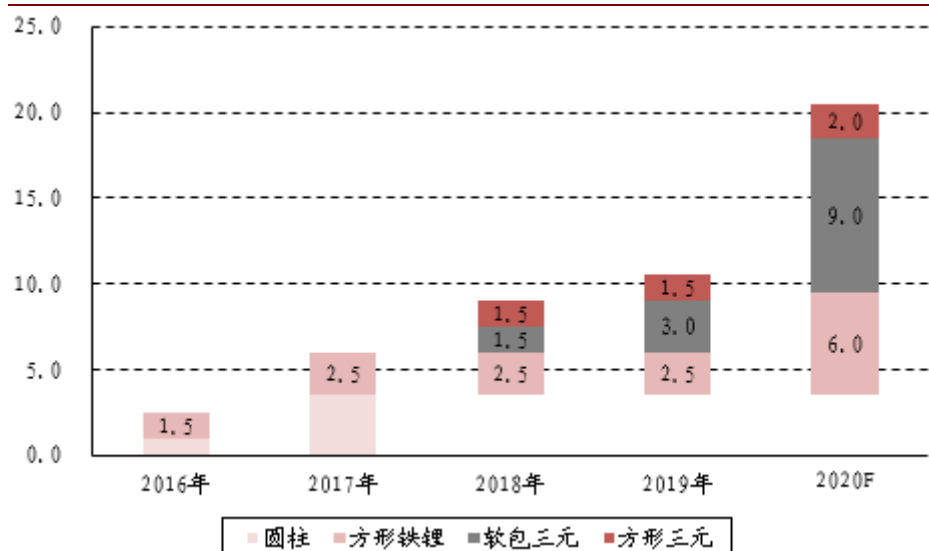
资料来源：公司公告，招商证券

表 9: 亿纬动力业绩情况

亿元	2018 年	2019 年	2019 年上半年	2020 年上半年
营收	18.10	25.54	10.17	9.85
净利润	1.03	2.61	0.82	1.48
净利率 (%)	5.7	10.2	8.1	15.0

资料来源：公司公告，招商证券

图 2: 动力电池产能情况 (GWh)



资料来源：公司公告，招商证券；注：圆柱业务 2018 年以后不算在动力电池业务中，故未在 2018 年以后统计

表 10：动力电池装机情况

电池企业	2019 年前 3 季度	电池企业	2020 年前 3 季度
宁德时代	21.43	宁德时代	16.24
比亚迪	8.76	LG 化学	4.90
国轩高科	2.27	比亚迪	4.75
力神	0.98	中航锂电	1.69
亿纬锂能	0.91	国轩高科	1.44
孚能科技	0.86	松下	0.58
中航锂电	0.68	亿纬锂能	0.52
比克电池	0.55	力神	0.50
多氟多	0.54	塔菲尔	0.41
卡耐新能源	0.54	时代上汽	0.38
全国总计	42.31	全国总计	34.15

资料来源：公司公告，招商证券

表 11：磷酸铁锂电池装机情况

电池企业	2019 年前 3 季度	电池企业	2020 年前 3 季度
宁德时代	6.35	宁德时代	6.22
比亚迪	2.02	比亚迪	1.55
国轩高科	1.97	国轩高科	1.11
亿纬锂能	0.87	亿纬锂能	0.39
力神	0.13	鹏辉能源	0.23
安驰新能源	0.10	力神	0.22
国能电池	0.06	瑞浦能源	0.18
天弋能源	0.06	万向	0.07
江苏春兰清洁	0.05	安驰新能源	0.04
鹏辉能源	0.05	江苏春兰清洁	0.03
全国总计	11.84	全国总计	10.09

资料来源：公司公告，招商证券

3、工业消费类电池稳健增长，盈利持续提升

圆柱电池业务下游受益电动工具、电动两轮车等市场景气度高，公司圆柱三元电池供不应求，保持满产，同时盈利能力持续提升，估算 Q3 贡献利润 0.6 亿元。同时，公司其他小型消费类电池业务在电子烟、可穿戴设备领域已经迅速卡位，并持续拓展新的应用市场与标杆客户。

TWS 微型电池 Q3 出货约 500-600 万颗，正在逐步恢复，预计未来随着国内客户的开拓，出货还将持续提升。TWS 是公司微型电池在可穿戴领域的一个成功应用，未来有望在新的丰富多彩的应用中获得更多的应用。

公司 2016 年之前该板块的盈利水平较低，随着下游向电动工具、家居数码等市场的突破，以及公司对部分效率较低的工序进行改良，公司盈利能力持续提升，目前毛利率已经超过 20%。

4、锂原业务短期同比下滑，后续将在物联网大发展下上大台阶

Q3 锂原电池经营同比有所下滑。锂原电池 Q3 需求有所下滑，主要系 ETC 需求较少，不过智能表计需求维持增长，预计 Q4 ETC 需求可能有所恢复，估算 Q3 锂原电池业务贡献利润 1 亿元。

公司锂原电池具有领先的竞争力。公司锂原过去 10 年毛利率都在 33% 以上，近年已达到 40%，2019 年毛利率提升 4.2 个 ppt 达到 44%，公司有一定的定价权，其中 1) **锂亚电池**出货量规模超过法国 SAFT，规模已经全球第一。2) **锂锰电池**：规模国内第一，但在全球占有率不高，公司计划投资近 5 亿元建设的湖北新产能预计 2019 年下半年逐步达产。3) **SPC 电池**性能介于锂原与锂离子之间，公司规模居前，综合优势也领先。

锂原业务将保持优异的发展。在万物互联的大趋势下，各类物联网应用中电源需求将随之井喷，除了去年的 ETC 以外，包括智能电表、智能交通等需求形势中期向好，同时，其他物联网的零碎市场也在逐步出现，如家庭智能监控、烟雾报警、车辆维修报警等量大且比较容易标准化的市场。而长期看，锂原电池、小型锂离子电池将是主要电源供应方式。

5、盈利预测

表 12: 盈利预测

		2018	2019	2020E	2021E	2022E	
锂原电池	收入(百万元)	1,200.4	1,892.0	1,513.6	1,846.6	2,123.6	
	YoY (%)	10	58	-20	22	15	
	毛利率 (%)	40	44	42	42	42	
锂离子 电池	消费电池	收入(百万元)	1,800.0	2,410.0	3,150.0	4,200.0	5,250.0
		YoY (%)	318	34	31	33	25
	动力及储能 电池	毛利率 (%)	18	24	28	31	32
		收入(百万元)	1,350.0	2,109.6	4,183.1	7,137.5	11,176.9
		YoY (%)	41	56	98	71	57
		毛利率 (%)	18	23.1	23	24	25
电子烟	收入(百万元)	499.3					
	YoY (%)	-31					
	毛利率 (%)	26					
其他业务	收入(百万元)	1.5	0.7	0.0	0.0	0.0	
总收入(百万元)		4,351.2	6,411.6	8,846.7	13,184.1	18,550.5	
YoY (%)		46	47	38	49	41	
毛利率 (%)		24	30	28	29	29	

资料来源：公司公告，招商证券

相关报告

点评报告：动力电池经营持续向好，消费类电池稳健增长，2020.8.29

点评报告: 连续获得全球顶级车企定点, 动力电池竞争力再被认可, 2020.7.22

点评报告: 动力板块酝酿突破, 新型烟草投资收益将重回快速增长, 2020.06.15

深度报告: 动力电池开始收获, “金豆” 微型电池成为新增长要素, 2020.04.25

深度报告: 年报业绩符合预期, 内生业务持续高增长, 2020.04.21

点评报告: 小电池业务可能达到更高的高度, 动力板块将迎来收获, 2020.02.12

深度报告: 亿纬锂能投资价值分析, 2019.12.4

深度报告: TWS 用 “金豆电池” 开始上量, 消费电池接力贡献, 2019.11.04

深度报告: 内生业务持续加速, 动力电池与消费电池将接力贡献, 2019.10.27

深度报告: Q3 业绩大幅上调, 内生业务持续加速增长, 2019.10.9

深度报告: 携手 SKI 继续扩张, 动力板块明后年有望开始收获, 2019.10.9

深度报告: Q3 业绩再超预期, 内生增长如期加速, 2019.9.4

新型烟草行业报告: 正在进入新型烟草时代, 2019.9.2

深度报告: 仍在强成长阶段, 动力板块有望在明后年开始收获, 2019.8.18

深度报告: 业绩再超预期, 动力储能业务将开始收获, 2019.5.7

深度报告: 季度高增长, 公司主营与持股公司麦克韦尔双超预期, 2019.4.1

深度报告: 动力电池国际客户再下一城, 电子雾化器相关业务有望保持良性增长, 2019.3.18

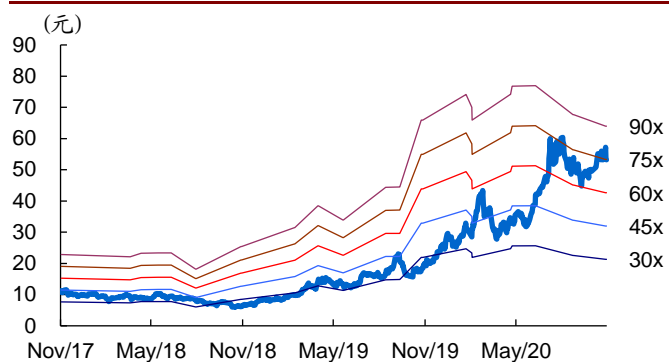
深度报告: 电子烟 337 调查不会对公司投资收益产生重大影响, 2018.12.24

深度报告: 业绩持续超预期, 期待动力电池取得突破, 2018.11.29

风险提示

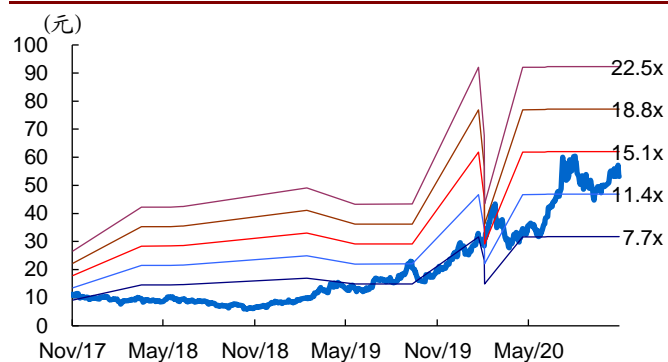
- 1) 公司工业消费电池新业务放量低于预期:** 公司新业务储备较多, 目前 TWS 业务开始爬坡供货, 如专利、产能出现问题, 可能导致交货量与盈利情况低于预期。
- 2) 动力客户的落地低于预期。** 公司已开拓戴姆勒、现代-起亚等客户, 相应软包产能开始建设与投放, 如果客户需求最后不达预期, 可能有资产闲置或浪费的风险。
- 3) 扩张中的管理风险:** 公司业务快速拓展, 锂离子、动力储能业务都有比较强的专业性, 扩张中管理跟不上可能长期受益会不及预期。
- 4) 新型烟草政策波动:** 麦克韦尔贡献投资收益较大, 前面我们提示过美国的政策风险, 美国青少年使用问题引起争议同时, 爆发肺病问题, 尽管其卫生与监管机构已基本锁定期主要诱因, 但具体结论与管理办法尚未发布, 短期有负面影响, 也需要产业界做出相应努力和证明。国内市场电子烟监管也在趋严, 尽管可能加快低温加热烟的推广, 但也还没有看到具体的官方决定与举措。

图 3: 亿纬锂能历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 4: 亿纬锂能历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4585	8302	9627	14084	18957
现金	1122	2097	1501	2553	3185
交易性投资	0	1140	1140	1140	1140
应收票据	278	1244	1717	2558	3599
应收款项	1817	2094	2862	4266	6002
其它应收款	50	51	70	104	147
存货	1200	1130	1580	2338	3300
其他	118	546	756	1126	1585
非流动资产	5447	7992	9493	10903	12232
长期股权投资	734	728	728	728	728
固定资产	2486	4022	5181	6244	7219
无形资产	417	491	442	398	358
其他	1810	2751	3141	3533	3927
资产总计	10032	16295	19119	24988	31189
流动负债	4186	6032	7323	10601	13812
短期借款	815	519	600	800	100
应付账款	2862	3775	5319	7868	11106
预收账款	39	60	85	126	177
其他	469	1678	1319	1808	2429
长期负债	2144	2550	2550	2550	2550
长期借款	586	134	134	134	134
其他	1559	2416	2416	2416	2416
负债合计	6330	8583	9874	13152	16363
股本	855	969	1840	1840	1840
资本公积金	1021	3376	2498	2498	2498
留存收益	1686	3208	4719	7259	10183
少数股东权益	140	159	188	238	305
归属于母公司所有者权益	3562	7553	9057	11598	14521
负债及权益合计	10032	16295	19119	24988	31189

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	434	1139	1306	1987	2820
净利润	571	1522	1676	2842	3776
折旧摊销	245	323	395	485	568
财务费用	89	102	110	140	180
投资收益	(365)	(840)	(854)	(1207)	(1444)
营运资金变动	(136)	54	(66)	(347)	(353)
其它	31	(21)	45	73	94
投资活动现金流	(704)	(2928)	(1046)	(693)	(456)
资本支出	(806)	(2619)	(1900)	(1900)	(1900)
其他投资	102	(309)	854	1207	1444
筹资活动现金流	996	2718	(856)	(242)	(1733)
借款变动	628	(497)	(574)	200	(700)
普通股增加	(1)	114	871	0	0
资本公积增加	(4)	2355	(878)	0	0
股利分配	(86)	0	(165)	(302)	(853)
其他	459	747	(110)	(140)	(180)
现金净增加额	727	929	(596)	1052	632

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4351	6412	8847	13184	18551
营业成本	3318	4506	6349	9391	13256
营业税金及附加	19	47	64	96	135
营业费用	169	175	274	330	464
管理费用	140	189	274	343	482
研发费用	315	459	725	923	1261
财务费用	93	95	110	140	180
资产减值损失	(84)	(174)	(70)	(50)	(50)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	28	28	130	20	20
投资收益	363	839	724	1187	1424
营业利润	605	1634	1833	3119	4166
营业外收入	2	0	8	8	8
营业外支出	1	8	2	2	2
利润总额	606	1626	1839	3125	4172
所得税	23	77	134	233	330
少数股东损益	12	27	30	50	67
归属于母公司净利润	571	1522	1676	2842	3776

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	46%	47%	38%	49%	41%
营业利润	25%	170%	12%	70%	34%
净利润	41%	167%	10%	70%	33%
获利能力					
毛利率	23.7%	29.7%	28.2%	28.8%	28.5%
净利率	13.1%	23.7%	18.9%	21.6%	20.4%
ROE	16.0%	20.2%	18.5%	24.5%	26.0%
ROIC	11.7%	17.3%	17.1%	22.5%	25.4%
偿债能力					
资产负债率	63.1%	52.7%	51.6%	52.6%	52.5%
净负债比率	17.0%	8.0%	3.8%	3.7%	0.8%
流动比率	1.1	1.4	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.8	1.2	1.1	1.1	1.1
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
存货周转率	3.1	3.9	4.7	4.8	4.7
应收帐款周转率	2.4	2.4	2.2	2.3	2.3
应付帐款周转率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
每股资料 (元)					
EPS	0.67	1.57	0.91	1.54	2.05
每股经营现金	0.51	1.17	0.71	1.08	1.53
每股净资产	4.17	7.79	4.92	6.30	7.89
每股股利	0.00	0.17	0.16	0.46	0.62
估值比率					
PE	79.8	33.9	58.5	34.5	25.9
PB	12.8	6.8	10.8	8.4	6.7
EV/EBITDA	117.2	53.1	45.5	28.4	21.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

刘珺涵：美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，覆盖新能源汽车产业链。

普绍增：上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖光伏、工控自动化与信息化产业。

刘巍：德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。