

2019年10月27日

## 电子烟持续高增长，锂原电池量价齐升 买入（维持）

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

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4351	6674	10176	13971
同比（%）	46%	53%	52%	37%
归母净利润（百万元）	571	1765	2111	2655
同比（%）	41%	209%	20%	26%
每股收益（元/股）	0.59	1.82	2.18	2.74
P/E（倍）	58.37	18.92	15.80	12.57

### 投资要点

- **19Q1-3 净利润 11.59 亿，同比+52.1%，处于预告中值偏上，好于预期：**2019 年前三季度公司营收 45.77 亿元，同比增长 52.12%；归母净利润 11.59 亿元，同比增长 205.94%；扣非净利润 11.34 亿元，同比增长 265.86%，2019 年前三季度毛利率为 28.98%，同比增加 5.41 个百分点。
- **下半年 ETC 冲量，盈利提升，带动锂原电池业绩高速增长。**下半年，行业 ETC 整体规模为更换将近 1 亿套，公司 5 月份 ETC 开始放量，在行业中市占率 70%，预计今年可出货 7000 万套。产能方面，公司 3 季度产能增近 60%，单月产量超过 1000 万套。我们预计公司 3 季度 ETC 锂原电池出货量超过 0.25 亿套，贡献 3 亿+收入。锂原电池其他 3 亿收入，我们预计 3 季度锂原电池收入为 7 亿，环比增 80%+，预计可为公司贡献 2 亿以上净利润。
- **电子烟产能释放，业绩再超预期：**国内外需求爆发，3 季度麦克维尔烟弹产能有望翻番，预计三季度麦克维尔净利润 8.4 亿元+，环比增 44%+，为公司贡献净利润 3.2 亿元。由于出口美国的口味烟相关业务占公司收入比重 10-20%，禁售口味烟对公司影响有限。随产能释放和国内新市场开拓，我们预计 Q4 麦克维尔的同比高速增长趋势可持续，预计全年麦克维尔净利润 25 亿。
- **动力电池铁锂 7 月抢装，软包三元开始出货。**1-3Q 公司国内动力电池装机电量 0.23/0.33/0.35gwh，前三季度公司装机电量 0.9gwh，占 2.2%市场份额，排名第五，主要客户为南京金龙、东风汽车、吉利商用车。我们预计动力电池 3Q 出货量 0.6gwh，预计贡献 6 亿收入，环比增 20%左右，且由于软包电池开始出货，我们判断动力电池扭亏为盈，预计贡献 0.3 亿左右净利润。公司三元软包 7 月正式出货戴姆勒，下半年预计出货 0.2-0.3gwh，明年软包动力电池预计出货量 2gwh。此外，亿纬或其子公司计划出资 5.25 亿美元与 SK 在国内合资建设 20-25gwh 动力软包电池产能，双方各持股 50%。
- **圆柱 18650 电池产销两旺。**公司上半年圆柱电池收入 6 亿左右，产能尚未打满，三季度预计收入增至 4 亿，预计贡献 0.4 亿净利润。全年预计收入 16 亿，可为公司贡献 0.8-1 亿净利润。消费类电池预计增速较平稳，上半年收入 4.3 亿，我们预计 3 季度收入 3 亿左右，预计贡献 0.3 亿净利润。
- **Q3 费用控制良好，费用率环比下降 3.49pct。**19Q3 期间费用为 2.24 亿元，费用率 10.93%，同比减少 3.78pct，环比减少 3.49pct，各项费用均控制良好。存货减少，预收款大增。2019 年前三季度公司存货为 9.77 亿，较年初减少 18.62%，较 2 季度末减少 13%。期末公司预收账款 1.17 亿元，较年初增长 202%。
- **盈利预测与评级：**19-21 年预计归母净利润 17.65/21.11/26.55 亿，同比增 209%/20%/26%，EPS 为 1.82/2.18/2.74 元/股，对应 PE 为 19x/16x/13x，给予公司 2019 年 22 倍 PE，目标价 48 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策波动、降价幅度超预期、销量低于预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	34.44
一年最低/最高价	11.58/45.10
市净率(倍)	4.64
流通 A 股市值(百万元)	28210.33

### 基础数据

每股净资产(元)	7.42
资产负债率(%)	48.18
总股本(百万股)	969.14
流通 A 股(百万股)	819.12

### 相关研究

- 1、《亿纬锂能（300014）三季度报预告点评：上调三季度预告，大超预期》2019-10-09
- 2、《亿纬锂能（300014）三季度报预告点评：锂原 ETC 量价齐升，电子烟持续超预期》2019-09-02
- 3、《亿纬锂能（300014）中报点评：电子烟再创新高，三元动力蓄势待发》2019-08-16

**19Q1-3 净利润 11.59 亿，同比+52.1%，处于预告中值偏上，好于预期：**2019 年前三季度公司营收 45.77 亿元，同比增长 52.12%；归母净利润 11.59 亿元，同比增长 205.94%；扣非净利润 11.34 亿元，同比增长 265.86%，2019 年前三季度毛利率为 28.98%，同比增加 5.41 个百分点。19Q1-3 投资收益 6.95 亿元，同比增长 198.9%。

**19Q3 净利润 6.58 亿，同比+199.2%：**三季度公司实现营收 20.47 亿元，同比增加 81.94%，环比增长 43%；净利润 6.58 亿元，同比增长 199.23%，环比增长 119.25%；扣非净利润 6.43 亿，同比增长 297.47%，环比增长 117.95%。单季度投资收益 3.28 亿元，同比增长 114%，环比增长 47%。3Q 毛利率为 33.24%，同比增长 13.08 个百分点，环比增长 7.96 个百分点。

**业务多点开花：**我们预测 Q3 公司锂原电池利润环比增长 100%以上至 2 亿+；锂电池贡献 1.3 亿左右利润，其中动力电池 0.4 亿，消费和电动工具电池 0.7 亿，储能近 0.1 亿；麦克维尔 Q3 预计净利润 8.4 亿+，环比增 44%，为公司贡献 3.2 亿净利润。

图 1：亿纬锂能分季度经营情况

	2019Q3	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2	2018Q1
营业收入(百万)	2,047.5	1,431.8	1,097.9	1,342.2	1,125.3	1,199.5	684.1
-同比	81.94%	19.36%	60.49%	34.85%	75.02%	54.98%	20.02%
毛利率	33.24%	25.28%	25.85%	24.11%	20.16%	23.30%	29.66%
归母净利润(百万)	658.3	300.2	200.3	192.0	220.0	84.5	74.2
-同比	199.23%	255.11%	169.81%	139.25%	142.79%	-52.71%	38.07%
净利率	32.40%	21.46%	18.40%	14.83%	19.61%	7.47%	10.76%
扣非归母净利润(百万)	643.26	295.14	195.51	186.24	161.84	77.12	70.97
-同比	297.47%	282.71%	175.46%	890.49%	81.33%	-33.65%	42.48%
扣非归母净利率	31.42%	20.61%	17.81%	13.88%	14.38%	6.43%	10.37%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**下半年 ETC 冲量，盈利提升，带动锂原电池业绩高增长：**发改委提出 19 年底汽车安装率达到 80%以上，高速公路 ETC 收费率 90%以上。下半年，行业整体规模为更换将近 1 亿套，公司 5 月份 ETC 开始放量，在行业中市占率 70%，预计今年可出货 7000 万套。产能方面，公司 3 季度产能增近 60%，单月产量超过 1000 万套；单套价格 9 元，但由于公司产能供不应求，拥有定价权，3 季度价格有所上涨。我们预计公司 3 季度 ETC 锂原电池出货量超过 0.25 亿套+，预计贡献 3 亿+收入，且毛利率水平提升。加上锂原电池其他 3 亿+收入，我们预计 3 季度锂原电池收入为 7 亿，环比增近 80%，毛利率超过 50%，预计可为公司贡献 2 亿以上净利润。我们预计全年锂原电池净利润有望翻番达到 6 亿。

**电子烟产能释放，业绩再超预期：**国内外需求爆发，3 季度麦克维尔烟弹产能有望

翻番，预计三季度麦克韦尔净利润 8.4 亿元+，环比增 44%+，为公司贡献净利润 3.2 亿元。由于出口美国的口味烟相关业务占公司收入比重 10-20%，禁售口味烟对公司影响有限。随产能释放和国内新市场开拓，我们预计 Q4 麦克维尔的同比高增长趋势可持续，环比增速受影响，预计全年麦克维尔净利润 25 亿。

**动力电池铁锂 7 月抢装，软包三元开始出货，盈利改善明显：**1-3Q 公司国内动力电池装机电量 0.23/0.33/0.35gwh，前三季度公司装机电量 0.9gwh，占 2.2%市场份额，排名第五，主要客户为南京金龙、东风汽车、吉利商用车。我们预计动力电池 3Q 出货量 0.6gwh，预计贡献 6 亿收入，环比增 20%左右，且由于软包电池开始出货，我们判断动力电池扭亏为盈，预计贡献 0.3 亿左右净利润。公司三元软包 7 月正式出货戴姆勒，下半年预计出货 0.2-0.3gwh，明年软包动力电池预计出货量 2gwh。此外，亿纬或其子公司计划出资 5.25 亿美元与 SK 在国内合资建设 20-25gwh 动力软包电池产能，双方各持股 50%，为未来公司重要增长点。

**圆柱 18650 电池产销两旺：**公司上半年圆柱电池收入 6 亿左右，产能尚未打满，三季度预计收入增至 4 亿，预计贡献 0.4 亿净利润。全年预计收入 16 亿，可为公司贡献 0.8-1 亿净利润。消费类电池预计增速较平稳，上半年收入 4.3 亿，我们预计 3 季度收入 3 亿左右，预计贡献 0.3 亿净利润。

#### 图 2：19Q1-3 动力电池客户情况（装机口径）

电池类型	配套车企	装机电量 (MWh)
方形-磷酸铁锂	南京金龙	426.2
	东风汽车	170.1
	吉利商用车	163.1
	开沃汽车	78.2
	亚星客车	11.9
	山西新能源	11.2
	武汉客车	8.9
	杭州长江	3.2
	华菱汽车	0.9
	宇通客车	0.4
	重汽王牌	0.2
	东风柳州汽车	0.2
软包-三元	合众新能源	28.9
圆柱-三元	南京金龙	3.2
	恒润高科	2.8
	华晨金杯	0.2
	郑州日产	0.1
	银宝专用车	0.1
	顺肇专用车	0.1
	吉林汽车	0.0
总计		910.0

数据来源：GGII，东吴证券研究所

**Q3 费用控制良好，费用率环比下降 3.49pct：**19Q3 期间费用为 2.24 亿元，费用率 10.93%，同比减少 3.78pct，环比减少 3.49pct，各项费用均控制良好。其中，Q3 管理费用 0.39 亿，环比下降 39%，管理费用率为 1.91%，同比下降 0.7pct，环比下降 2.58pct。研发费用 1.29 亿元，研发费用率 6.28%。Q3 财务费用 0.11 亿元，同比降 50%，财务费用率仅 0.53%。Q3 所得税 0.41 亿。

图 3：季度费用情况

单位: 百万元	2018/9/30	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30
销售费用	37.28	59.42	51.02	17.92	45.00
-销售费用率	3.31%	4.43%	4.65%	1.25%	2.20%
管理费用	29.39	39.75	23.23	64.30	39.15
-管理费用率	2.61%	2.96%	2.12%	4.49%	1.91%
研发费用	76.95	88.14	104.48	102.86	128.67
-研发费用率	6.84%	6.57%	9.52%	7.18%	6.28%
财务费用	21.83	30.34	35.72	21.26	10.89
-财务费用率	1.94%	2.26%	3.25%	1.48%	0.53%
期间费用	165.45	217.65	214.44	206.34	223.70
-期间费用率	14.70%	16.22%	19.53%	14.41%	10.93%
资产减值损失	-3.99	30.62	15.09	-77.20	-68.01

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**存货减少, 预收款大增:**2019 年前三季度公司存货为 9.77 亿, 较年初减少 18.62%, 较 2 季度末减少 13%; 应收账款 21.42 亿, 较年初增长 17.88%, 其他应收款 3.14 亿元, 同比增长 530%, 主要为麦克韦尔发放现金红利, 公司确认应收股利。Q3 经营活动净现金流为 3.7 亿, 环比增 22%, 1-3Q 为 8.49 亿, 同比上升 594.37%。期末公司预收账款 1.17 亿元, 较年初增长 202.28%; 其他非流动资产为 5.76 亿元, 同比增长 187%, 主要为公司预付部分设备采购款。Q3 固定资产较 Q2 末增加 7.5 亿, 预计主要为动力电池产能转固, 在建工程减少 4.3 亿, 期末在建工程为 13.2 亿。

**投资建议:**19-21 年预计归母净利润 17.65/21.11/26.55 亿, 同比增 209%/20%/26%, EPS 为 1.82/2.18/2.74 元/股, 对应 PE 为 19x/16x/13x, 考虑到公司锂电池技术与海外合作顺利进入戴姆勒、现代起亚供应, 锂原业务需求高增长, 麦克韦尔全球电子烟制造龙头, 给予公司 2019 年 22 倍 PE, 目标价 48 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 政策波动、降价幅度超预期、销量低于预期。

亿纬锂能三大财务预测表

资产负债表					利润表 (百万元)				
(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	4,585	7,721	10,804	15,086	<b>营业收入</b>	4,351	6,674	10,176	13,971
现金	1,122	2,499	3,049	4,420	减:营业成本	3,318	4,895	7,651	10,655
应收账款	1,817	2,691	4,104	5,634	营业税金及附加	19	29	44	60
存货	1,200	1,774	2,791	3,900	营业费用	169	234	315	405
其他流动资产	362	659	734	976	管理费用	454	634	865	1,118
<b>非流动资产</b>	5,447	6,402	7,385	8,296	财务费用	93	0	0	0
长期股权投资	734	734	734	734	资产减值损失	84	64	133	143
固定资产	2,486	3,375	4,194	4,944	加:投资净收益	365	939	1,013	1,215
无形资产	351	323	391	356	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	1,875	1,970	2,066	2,262	<b>营业利润</b>	605	1,780	2,208	2,805
<b>资产总计</b>	10,032	14,123	18,189	23,381	加:营业外净收支	2	5	10	10
<b>流动负债</b>	4,186	4,500	7,003	10,231	<b>利润总额</b>	606	1,784	2,217	2,814
短期借款	1,122	0	0	500	减:所得税费用	23	18	96	160
应付账款	1,953	2,881	4,503	6,270	少数股东损益	12	18	21	27
其他流动负债	1,111	1,619	2,500	3,461	<b>归属母公司净利润</b>	571	1,765	2,111	2,655
<b>非流动负债</b>	2,144	2,144	2,144	2,144	<b>EBITDA</b>	943	2,042	2,538	3,225
长期借款	586	586	586	586	<b>EPS (元)</b>	0.59	1.82	2.18	2.74
其他非流动负债	1,559	1,559	1,559	1,559					
<b>负债合计</b>	6,330	6,644	9,147	12,375	<b>重要财务与估值指</b>				
少数股东权益	140	158	179	206	<b>标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
归属母公司股东权益	3,562	7,321	8,862	10,800	每股收益(元)	0.59	1.82	2.18	2.74
<b>负债和股东权益</b>	10,032	14,123	18,189	23,381	每股净资产(元)	4.17	7.56	9.15	11.15
					发行在外股份(百万	855	969	969	969
					股)				
					ROIC (%)	14.7%	26.4%	25.1%	25.9%
					ROE (%)	16.0%	24.1%	23.8%	24.6%
					毛利率 (%)	23.7%	26.6%	24.8%	23.7%
					销售净利率 (%)	13.4%	26.7%	21.0%	19.2%
					资产负债率 (%)	63.1%	47.0%	50.3%	52.9%
					收入增长率 (%)	45.9%	53.4%	52.5%	37.3%
					净利润增长率 (%)	41.5%	209.3%	19.6%	25.8%
					P/E	58.37	18.92	15.80	12.57
					P/B	8.26	4.56	3.76	3.09
					EV/EBITDA	37	17	13	10

数据来源: 贝格数据, 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>

