

**投资评级 优于大市 维持**

# 锂原电池、电子烟双轮驱动，归母净利润高增

**股票数据**

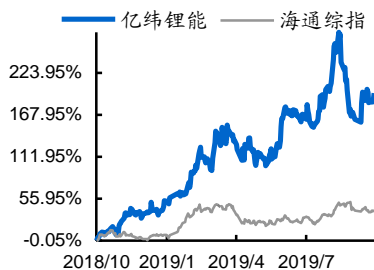
10月25日收盘价(元)	34.44
52周股价波动(元)	11.58-45.10
总股本/流通A股(百万股)	969/819
总市值/流通市值(百万元)	33377/28210

**相关研究**

 《利润高增长，麦克韦尔贡献高投资收益》  
 2019.08.17

 《电子烟业绩高增，动力电池潜力十足》  
 2019.04.30

 《四大业务齐发力，动力电池获海外认证》  
 2019.03.01

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	11.6	-1.6	11.5
相对涨幅(%)	10.9	-3.6	10.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:张一弛

Tel:(021)23219402

Email:zyc9637@htsec.com

证书:S0850516060003

分析师:曾彪

Tel:(021)23154148

Email:zb10242@htsec.com

证书:S0850517080006

分析师:徐柏乔

Tel:(021)23219171

Email:xbq6583@htsec.com

证书:S0850513090008

分析师:陈佳彬

Tel:(021)23154513

Email:cjb11782@htsec.com

证书:S0850519090004

**投资要点:**

- **归母净利润快速增长。**10月26日，亿纬锂能发布19年3季报，19年1-9月公司营业收入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%；扣非归母净利润11.34亿元，同比增长265.86%；其中19年3季度单季营业收入20.47亿元，同比增长81.94%，环比增长42.95%；19年3季度单季归母净利润6.58亿元，同比增长199.23%，环比增长119.33%；扣非净利润6.43亿元，同比增长297.47%。
- **麦克韦尔贡献的投资净收益快速增长。**我们认为公司利润来源中投资收益贡献较大，19年1-3季度分别为1.45亿元、2.23亿元、3.28亿元，其中主要是参股企业麦克韦尔贡献。麦克韦尔主营电子雾化器和开放式电子雾化设备，为海外大型烟草公司提供应用公司专利技术的电子雾化产品。截至19年半年报，亿纬锂能直接持有麦克韦尔37.55%的股权，采用权益法进行会计处理，上半年麦克韦尔营业收入32.74亿元，同比增长178.40%，净利润9.70亿元，同比增长390.15%，对应亿纬锂能上半年投资收益3.64亿元。我们认为随着电子烟需求的快速增长，Q3麦克韦尔贡献投资收益环比增加。
- **Q3扣除投资净收益后归母净利润高增。**公司主业中包括锂原电池及锂离子电池，19年Q3收入同环比大幅增加主要是因为ETC及智能表计用锂原电池和SPC需求叠加，出货量成倍增长；小型锂离子电池生产效率提升，带来销售额增长；动力电池产能有序释放促进业绩增长。19年Q3公司主营业务毛利率达33.22%，同比增长13.04个百分点，环比增长7.94个百分点。扣除投资收益后，19年Q1-Q3公司归母净利润分别为0.55亿元、0.77亿元、3.30亿元，Q3环比实现快速增长。
- **动力电池未来或带来明显的业绩增量。**我们认为未来动力电池将成为公司增量最大的业务，将带动公司整体业务的增长。根据公司19年半年报，在新能源商务车领域，公司客户包括南京金龙、郑州宇通和吉利等；在新能源乘用车领域，公司的子公司亿纬集能获得国际高端客户包括戴姆勒、现代起亚的认可并获得订单和供应商选定报告。未来随着新能源汽车渗透率的提升，我们认为亿纬锂能亦将显著受益。
- **投资策略与评级。**亿纬锂能为国内锂电池核心企业，电化学技术积累扎实，由锂原电池向动力锂电池迈进，另外参股公司电子烟业务可贡献较高的投资收益；我们预计公司19-21年EPS分别为1.59元、1.78元、2.08元，根据可比公司估值，我们按照19年25倍-30倍PE，对应合理价值区间39.75元-47.70元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示：**新能源汽车政策风险，动力电池技术路线风险，电子烟政策风险。

**主要财务数据及预测**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2982	4351	6407	8077	10210
(+/-)YoY(%)	27.5%	45.9%	47.2%	26.1%	26.4%
净利润(百万元)	403	571	1541	1723	2014
(+/-)YoY(%)	60.2%	41.5%	170.0%	11.8%	16.8%
全面摊薄EPS(元)	0.42	0.59	1.59	1.78	2.08
毛利率(%)	29.3%	23.7%	25.7%	24.1%	23.4%
净资产收益率(%)	13.1%	16.0%	20.4%	18.6%	17.8%

资料来源：公司年报(2017-2018)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

**表 1 新能源产业可比上市公司估值对比**

代码	公司	Last price (元)	总市值 (亿元)	EPS(元)			PE (x)		
		10月25日	10月25日	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
300750	宁德时代	71.02	1568.41	1.53	2.01	2.47	46.31	35.39	28.81
300409	道氏技术	11.46	52.71	0.48	0.09	0.45	23.96	127.33	25.20
300073	当升科技	22.46	98.09	0.72	0.85	1.17	31.02	26.39	19.28
002340	格林美	4.47	185.49	0.18	0.22	0.28	25.40	20.45	16.06
行业平均							31.67	52.39	22.34

资料来源：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期，海通证券研究所

核心假设:

- 1) 19 年受益于 ETC 放量, 公司锂原电池快速增长, 后续进入稳健增长期; 19-21 年收入增速分别为 40%、15%、15%; 毛利率维持在 50% 的水平。
- 2) 动力电池、电动工具电池、消费电池等锂离子电池保持快速增长, 19-21 年收入增速分别为 50%、30%、30%;
- 3) 锂离子电池的毛利率在 18 年的基础上微幅下滑。

表 2 亿纬锂能分业务营收预测 (百万元)

百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营收入</b>						
锂原电池	776.05	1091.17	1200.44	1680.62	1932.71	2222.61
锂离子电池	830.41	1390.35	3150.74	4726.11	6143.94	7987.13
电子烟	727.59	499.30				
电子产品等	5.66	1.49	0.01			
合计	2339.71	2982.30	4351.19	6406.73	8076.65	10209.74
<b>YOY</b>						
锂原电池	11.77%	40.61%	10.01%	40.00%	15.00%	15.00%
锂离子电池	186.57%	67.43%	126.61%	50.00%	30.00%	30.00%
电子烟	145.78%	-31.38%				
电子产品等	-91.46%	-73.67%	-99.40%			
合计	73.77%	27.46%	45.90%	47.24%	26.07%	26.41%
<b>主营成本</b>						
锂原电池	494.91	658.01	723.51	840.31	966.35	1111.31
锂离子电池	640.22	1082.21	2594.95	3922.67	5160.91	6709.19
电子烟	520.91	368.34				
电子产品等		1.33				
合计	1656.04	2109.89	3318.45	4762.98	6127.27	7820.49
<b>毛利率</b>						
锂原电池	36.23%	39.70%	39.73%	50.00%	50.00%	50.00%
锂离子电池	22.90%	22.16%	17.64%	17.00%	16.00%	16.00%
电子烟	28.41%	26.23%				
电子产品等	-	10.74%				
合计	29.22%	29.25%	23.73%	25.66%	24.14%	23.40%

资料来源: 公司年报 (2016-2018 年), 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>4351</b>	<b>6407</b>	<b>8077</b>	<b>10210</b>
每股收益	0.59	1.59	1.78	2.08	营业成本	3318	4763	6127	7820
每股净资产	3.68	7.81	9.59	11.66	毛利率%	23.7%	25.7%	24.1%	23.4%
每股经营现金流	0.45	-0.25	0.59	0.69	营业税金及附加	19	32	38	49
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	169	192	242	306
P/E	58.48	21.66	19.37	16.58	营业费用率%	3.9%	3.0%	3.0%	3.0%
P/B	9.37	4.41	3.59	2.95	管理费用	140	192	242	306
P/S	6.77	5.21	4.13	3.27	管理费用率%	3.2%	3.0%	3.0%	3.0%
EV/EBITDA	47.26	32.04	27.75	21.73	EBIT	391	715	780	1013
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	93	38	26	33
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	2.1%	0.6%	0.3%	0.3%
毛利率	23.7%	25.7%	24.1%	23.4%	资产减值损失	84	53	0	14
净利润率	13.1%	24.1%	21.3%	19.7%	投资收益	365	1000	1100	1200
净资产收益率	16.0%	20.4%	18.6%	17.8%	<b>营业利润</b>	<b>605</b>	<b>1624</b>	<b>1854</b>	<b>2166</b>
资产回报率	5.7%	11.2%	10.5%	10.5%	营业外收支	1	-3	-3	-3
投资回报率	9.1%	11.8%	8.7%	9.3%	<b>利润总额</b>	<b>606</b>	<b>1621</b>	<b>1851</b>	<b>2163</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	636	989	1175	1487
营业收入增长率	45.9%	47.2%	26.1%	26.4%	所得税	23	49	93	108
EBIT 增长率	-0.3%	83.0%	9.1%	29.8%	有效所得税率%	3.7%	3.0%	5.0%	5.0%
净利润增长率	41.5%	170.0%	11.8%	16.8%	少数股东损益	12	31	35	41
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>571</b>	<b>1541</b>	<b>1723</b>	<b>2014</b>
资产负债率	63.1%	43.9%	42.2%	40.0%					
流动比率	1.1	2.0	1.8	1.9	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
速动比率	0.8	1.6	1.4	1.4	货币资金	1122	3392	2585	2859
现金比率	0.3	0.9	0.6	0.5	应收账款及应收票据	2095	2633	3540	4476
<b>经营效率指标</b>					存货	1200	1550	1978	2532
应收账款周转天数	151.7	150.0	160.0	160.0	其它流动资产	168	176	189	221
存货周转天数	115.9	118.8	117.8	118.2	流动资产合计	4585	7751	8292	10088
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	长期股权投资	734	674	674	674
固定资产周转率	2.2	2.5	2.5	2.5	固定资产	2486	2712	3817	4343
					在建工程	1273	1773	2773	3273
					无形资产	281	281	281	281
					非流动资产合计	5447	6043	8148	9174
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>10032</b>	<b>13794</b>	<b>16440</b>	<b>19261</b>
净利润	571	1541	1723	2014	短期借款	815	765	715	655
少数股东损益	12	31	35	41	应付票据及应付账款	2862	2479	3190	3857
非现金支出	329	327	395	488	预收账款	39	62	76	97
非经营收益	-255	-921	-1019	-1116	其它流动负债	469	555	619	707
营运资金变动	-222	-1223	-560	-759	流动负债合计	4186	3862	4600	5316
<b>经营活动现金流</b>	<b>434</b>	<b>-245</b>	<b>574</b>	<b>668</b>	长期借款	586	636	786	836
资产	-797	-933	-2503	-1503	其它长期负债	1559	1559	1559	1559
投资	26	60	0	0	非流动负债合计	2144	2194	2344	2394
其他	67	1000	1100	1200	<b>负债总计</b>	<b>6330</b>	<b>6056</b>	<b>6944</b>	<b>7711</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-704</b>	<b>127</b>	<b>-1403</b>	<b>-303</b>	实收资本	855	969	969	969
债权募资	1470	-50	-50	-10	普通股股东权益	3562	7566	9290	11303
股权募资	55	2464	0	0	少数股东权益	140	172	207	248
其他	-529	-27	72	-81	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>10032</b>	<b>13794</b>	<b>16440</b>	<b>19261</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>996</b>	<b>2388</b>	<b>22</b>	<b>-91</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>727</b>	<b>2270</b>	<b>-807</b>	<b>274</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

张一弛 电力设备及新能源行业  
曾彪 电力设备及新能源行业  
徐柏乔 电力设备及新能源行业  
陈佳彬 电力设备及新能源行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 卧龙电驱,许继电气,恩捷股份,当升科技,宁德时代,信捷电气,天顺风能,南都电源,阳光电源,良信电器,林洋能源,国轩高科,岷江水电,金风科技,东方电缆,亿纬锂能,红相股份,汇川技术,英威腾,东方电气,璞泰来,科士达,嘉元科技,容百科技,国电南瑞,明阳智能,天奈科技,哈工智能,麦格米特,通威股份

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。