

2019年05月09日

电子烟业务不断超预期，锂电池逐步调顺，盈利水平上升

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）	4351.2	6660.6	9072.4	11644.6
同比（%）	45.9%	53.1%	36.2%	28.4%
归母净利润（百万元）	570.7	952.7	1282.5	1669.0
同比（%）	41.5%	66.9%	34.6%	30.1%
每股收益（元/股）	0.67	1.11	1.50	1.95
P/E（倍）	35.94	21.69	16.05	12.35

投资要点

- 18年实现扣非净利润4.96亿，同比增加81.02%，符合预期。2018年公司营收43.51亿元，同比增长45.9%；归母净利润5.71亿元，同比增长41.49%；扣非净利润4.96亿元，同比增长81.02%，2018年毛利率为23.74%，同比下降5.52个百分点
- 19Q1归母净利润2亿，增长175%，超预期，且毛利率不断提升。公司一季度实现营收10.98亿元，同比增长60.49%，环比下滑18%；归母净利润2亿元，同比增长169.81%，环比增4.2%；扣非净利润1.96亿元，同比增长175.46%。此前业绩预告1.63-1.86亿，由于麦克韦尔1季度业绩大超预期达到3.8亿，为公司贡献1.44亿投资收益，因此公司净利润上修。盈利能力看，一季度公司毛利率为25.85%，同比下降3.81个百分点，环比提升1.74个百分点，主要由于圆柱电池产能利用率不断提升。
- 分业务看，锂离子电池业务收入规模大幅增加。18年实现营收31.51亿，同比增加126.61%，毛利率17.64%，同比下降4.52%；营收占比72.41%，同比上升25.79%。18年锂原电池业务实现营收12亿，同比增长10.01%，营收占比27.59%，由于18年共享单车锂原电池需求减少，公司收入增速放缓；但公司毛利率依然维持39.73%，同比增0.03个百分点。但19年有望受益于电表采购量增加，而保持稳定增长。
- 费用整体上升，研发投入同增明显。2018年公司三费合计7.17亿元，同比增长41.15%，费用率为16.47%。研发费用3.15亿，同比增长75.15%，研发费用率为7.24%，主要由于动力电池针对乘用车市场处于拓展期，相关投入大。18年公司资产减值损失0.84亿，同比增27%，主要为坏账准备计提。
- 经营现金流大幅好转。2018年底公司存货为12亿，较年初增加32.33%；应收账款18.17亿，较年初增长41.33%；期末公司预收账款0.39亿元，较年初增长15.79%。18年经营活动净现金流为4.34亿，同比上升436.48%，19Q1经营活动现金流净额为1.8亿元；18年投资活动净现金流为-7.04亿，固定资产和在建工程分别为24.9亿和12.7亿，分别增加10亿和减少3.3亿。
- 公司软包电池发展迅猛，多次斩获国际订单。公司软包动力电池与SK合作，定位国际市场，继获得戴姆勒订单后，有望获得现代起亚订单，并还在积极拓展其他海外项目。目前公司软包产能1.5gwh，19年底有望扩展至3gwh，加上本次公告5.8gwh产能，后续产能可达9gwh左右。我们预计公司软包电池今年出货量开始爬坡，20年开始放量。
- 盈利预测与投资评级：预计公司19-21年归母净利润9.53、12.82、16.69亿元，同比增长67%、35%、30%，对应PE为22x、16x、12x，给予目标价31元，对应19年28倍PE，维持“买入”评级。
- 风险提示：市场竞争加大，价格下滑超预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.08
一年最低/最高价	10.76/30.20
市净率(倍)	5.47
流通A股市值(百万元)	19727.3

基础数据

每股净资产(元)	4.40
资产负债率(%)	61.96
总股本(百万股)	855.48
流通A股(百万股)	819.24

相关研究

- 1、《亿纬锂能（300014）点评：软包电池再获国际主机厂认可，用实力说话》2019-03-07
- 2、《亿纬锂能（300014）三季报业绩点评：电子烟业绩大增及消费类圆柱电池放量，三季报业绩大幅增长》2018-11-01
- 3、《亿纬锂能（300014）中报点评：业绩符合预期，锂原和电子烟贡献利润，锂电池冲量》2018-08-06

18 年实现扣非净利润 4.96 亿，同比增加 81.02%，符合预期。2018 年公司营收 43.51 亿元，同比增长 45.9%；归母净利润 5.71 亿元，同比增长 41.49%；扣非净利润 4.96 亿元，同比增长 81.02%，2018 年毛利率为 23.74%，同比下降 5.52 个百分点。

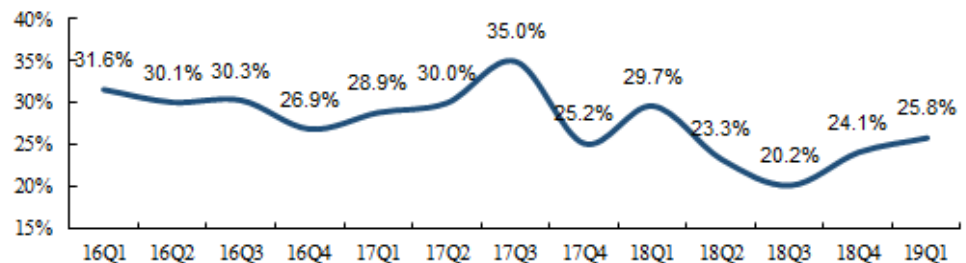
同时公司发布 1 季报，19Q1 归母净利润 2 亿，增长 175%，超预期，且毛利率不断提升。公司一季度实现营收 10.98 亿元，同比增长 60.49%，环比下滑 18%；归母净利润 2 亿元，同比增长 169.81%，环比增 4.2%；扣非净利润 1.96 亿元，同比增长 175.46%。此前业绩预告 1.63-1.86 亿，由于麦克韦尔 1 季度业绩大超预期达到 3.8 亿，为公司贡献 1.44 亿投资收益，因此公司净利润上修。盈利能力看，一季度公司毛利率为 25.85%，同比下降 3.81 个百分点，环比提升 1.74 个百分点，主要由于圆柱电池产能利用率不断提升。

图 1：亿纬锂能分季度业绩

	1Q2019	4Q2018	3Q2018	2Q2018	1Q2018
营业收入(百万)	1,097.9	1,342.2	1,125.3	1,199.5	684.1
-同比	60.49%	34.85%	75.02%	54.98%	20.02%
毛利率	25.85%	24.11%	20.16%	23.30%	29.66%
归母净利润(百万)	200.3	192.0	220.0	84.5	74.2
-同比	169.81%	139.25%	142.79%	-52.71%	38.07%
净利率	18.40%	14.83%	19.61%	7.47%	10.76%
扣非归母净利润(百万)	195.51	186.24	161.84	77.12	70.97
-同比	175.46%	890.49%	81.33%	-33.65%	42.48%
扣非归母净利率	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

图 2：亿纬锂能季度毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分业务看，锂离子电池业务收入规模大幅增加。18 年实现营收 31.51 亿，同比增加 126.61%，毛利率 17.64%，同比下降 4.52%；营收占比 72.41%，同比上升 25.79%。公

司锂原电池主要包括：动力电池，消费类电池（圆柱和非圆柱），储能电池。动力电池 18 年出货量主要为方型铁锂，主要应用于客车和专用车，装机电量为 1.3gwh，其中南京金龙为最大客户，占比超过 70%，我们估计动力电池营收 18 年达到 12 亿左右。消费类电池中，圆柱三元电池转型为电动工具，产能 3.5gwh，从 3 季度开始出货量，4 季度实现单月盈利，我们估计 18 年实现营收 8 亿；其他消费类电池受益于电子烟行业大幅增长，我们估计收入增速翻番，达到 10 亿；因此我们判断消费类电池合计贡献营收 18 亿。储能电池刚起量，我们估计收入贡献营收 1 亿左右。

18 年锂原电池业务实现营收 12 亿，同比增长 10.01%，营收占比 27.59%，由于 18 年共享单车锂原电池需求减少，公司收入增速放缓；但公司毛利率依然维持 39.73%，同比增 0.03 个百分点。但 19 年有望受益于电表采购量增加，而保持稳定增长。

麦克韦尔业绩不断超预期。受益于电子烟行业高速增长，以及客户拓展，包括美国 Jupiter、日本烟草等，麦克韦尔 18 年实现营收 34.3 亿，同比增 119%；净利润 7.85 亿，同比增 257%，为公司贡献投资收益 3 亿；且 18 年公司出售麦克韦尔 60.9 万股，带来 0.6 亿投资收益。19 年麦克韦尔延续高增长态势，1 季度营收及净利润环比均增长 10%。

图 3：亿纬锂能分业务情况

	2018H2					2018H1			2018全年		
	营业收入 (亿)	同比	毛利率	同比	环比	营业收入 (亿)	同比	营业收入 (亿)	同比	毛利率	同比
锂原电池	5.86	10.01%	39.73%	-8.86%	-4.56%	6.14	37.28%	12.00	10.01%	39.73%	0.03%
锂离子电池	18.82	126.61%	17.64%	89.53%	48.31%	12.69	219.60%	31.51	126.61%	17.64%	-4.52%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：亿纬锂能主要子公司情况

公司名称	公司类型	主要业务	2018年				2018年H1	
			营业收入 (百万)	营收-同比	净利润 (百万)	净利润-同比	营业收入 (百万)	净利润 (百万)
麦克韦尔	参股公司	电子雾化器、电子烟、设备及关键零部件的研发和销售	3,433.99	119%	784.75	257.2%	1,176.13	190.13
湖北金泉	子公司	生产和销售锂原电池和锂离子电池、锂原电池和锂离子电池材料	1,809.79	256%	102.93	276.2%	707.53	32.81

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

费用整体上升，研发投入同增明显：2018 年公司三费合计 7.17 亿元，同比增长 41.15%，费用率为 16.47%。其中销售费用 1.69 亿元，同比增长 49.83%，销售费用率 3.89%；管理费用(含研发)4.54 亿元，同比增长 30.22%，其中研发费用 3.15 亿，同比增长 75.15%，研发费用率为 7.24%，主要由于动力电池针对乘用车市场处于拓展期，相关投入大；财务费用 0.93 亿元，但 19 年公司非公开发行后，财务费用有望降低。18 年公司资产减值损失 0.84 亿，同比增 27%，主要为坏账准备计提。

图 3：2018 年亿纬锂能三费情况

项目	规模 (百万)	规模同比 (%)	费用率
销售费用	169.11	49.83%	3.89%
财务费用	93.29	102.72%	2.14%
管理+研发	454.44	30.22%	10.44%
三费合计	716.84	41.15%	16.47%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

经营现金流大幅好转：2018 年底公司存货为 12 亿，较年初增加 32.33%；应收账款 18.17 亿，较年初增长 41.33%；期末公司预收账款 0.39 亿元，较年初增长 15.79%。18 年经营活动净现金流为 4.34 亿，同比上升 436.48%，19Q1 经营活动现金流净额为 1.8 亿元；18 年投资活动净现金流为 -7.04 亿，固定资产和在建工程分别为 24.9 亿和 12.7 亿，分别增加 10 亿和减少 3.3 亿。

公司软包电池发展迅猛，多次斩获国际订单。公司软包动力电池与 SK 合作，定位国际市场，继获得戴姆勒订单后，有望获得现代起亚 13.48gwh 订单，并还在积极拓展其他海外项目。目前公司软包产能 1.5gwh，19 年底有望扩展至 3gwh，加上本次公告 5.8gwh 产能，后续产能可达 9gwh 左右。我们预计公司软包电池今年出货量开始爬坡，20 年开始放量。

盈利预测与投资建议：预计公司 19-21 年归母净利润 9.53、12.82、16.69 亿，同比增长 67%、35%、30%，对应 PE 为 22x、16x、12x，给予目标价 31 元，对应 19 年 28 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加大，价格下滑超预期

亿纬锂能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,585	6,112	8,103	10,378	营业收入	4,351	6,661	9,072	11,645
现金	1,122	666	907	1,164	减: 营业成本	3,318	5,139	7,052	9,074
应收账款	1,817	2,823	3,845	4,935	营业税金及附加	19	29	39	50
存货	1,200	1,865	2,568	3,311	营业费用	169	226	290	349
其他流动资产	362	657	663	828	管理费用	454	633	771	990
非流动资产	5,447	6,112	6,726	6,997	财务费用	93	28	33	29
长期股权投资	734	734	734	734	资产减值损失	84	109	111	118
固定资产	2,486	3,084	3,535	3,845	加: 投资净收益	365	620	655	852
在建工程					其他收益				
无形资产	351	323	391	356	营业利润	605	1,136	1,470	1,916
其他非流动资产	1,875	1,970	2,066	2,062	加: 营业外净收支	1	4	9	9
资产总计	10,032	12,223	14,830	17,375	利润总额	606	1,140	1,480	1,925
流动负债	4,186	5,665	7,316	8,618	减: 所得税费用	23	171	178	231
短期借款	1,122	947	861	326	少数股东损益	12	16	20	25
应付账款	1,953	3,024	4,150	5,340	归属母公司净利润	571	953	1,282	1,669
其他流动负债	1,111	1,694	2,305	2,952	EBIT	698	1,164	1,504	1,945
非流动负债	2,144	2,144	2,144	2,144	EBITDA	943	1,399	1,789	2,274
长期借款	586	586	586	586					
其他非流动负债	1,559	1,559	1,559	1,559	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	6,330	7,810	9,460	10,762	每股收益(元)	0.67	1.11	1.50	1.95
少数股东权益	140	157	176	201	每股净资产(元)	4.17	4.98	6.07	7.50
归属母公司股东权益	3,562	4,257	5,193	6,412	发行在外股份(百万股)	855	855	855	855
负债和股东权益	10,032	12,223	14,830	17,375	ROIC(%)	14.7%	17.1%	19.9%	23.2%
					ROE(%)	16.0%	22.4%	24.7%	26.0%
					毛利率(%)	23.7%	22.8%	22.3%	22.1%
					销售净利率(%)	13.4%	14.6%	14.4%	14.6%
					资产负债率(%)	63.1%	63.9%	63.8%	61.9%
					收入增长率(%)	45.9%	53.1%	36.2%	28.4%
					净利润增长率(%)	41.5%	66.9%	34.6%	30.1%
					P/E	35.94	21.69	16.05	12.35
					P/B	5.77	4.84	3.97	3.21
					EV/EBITDA	25	17	14	11

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>

