

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

亿纬锂能 (300014.SZ): 传统业务稳健增长 动力电池蓄势启航

——调研简报

2017年4月6日

分析师:

崔国涛

执业证书编号: S1380513070003

联系电话: 010-51789093

邮箱: cuiguotao@gkzq.com.cn

研究助理:

邓焱

执业证书编号: S1380116110007

联系电话: 010-51789074

邮箱: dengyao@gkzq.com.cn

公司评级

当前价格: 39.1

本次评级: 尚未覆盖, 未评级

公司基本数据

总股本(百万股): 428.88

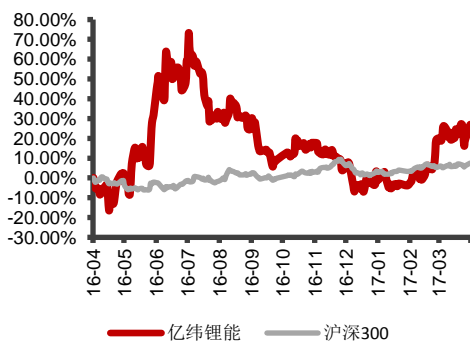
流通股本(百万股): 410.27

流通A股市值(亿元): 160

每股净资产(元): 4.55

资产负债率(%): 52.27

亿纬锂能近一年股价走势



内容提要:

亿纬锂能主营业务包括锂原电池、锂离子电池和电子烟, 近期我们对公司进行了调研, 形成主要投资观点如下:

- **动力电池全速前行, 磷酸铁锂与高镍三元齐头并进。**公司预计2017年底将达到9GWh的动力电池产能, 目前已确定的产品方向有3.5GWh三元电池、2.5GWh磷酸铁锂和1GWh的三元软包叠片电池。2016年公司动力电池尚处于产能爬坡阶段, 下半年开始释放产能, 实现营收超5亿元, 2017年产能扩建后业绩将显著提升, 未来凭借先进产线、高性能产品和良好的品牌形象, 有望跻身国内动力电池行业前列, 为公司带来丰厚的业绩增量。
- **锂原电池龙头优势明显, 增长稳健。**公司是国内锂原电池龙头, 为了优化公司产品结构, 引领中国锂原电池制造进入世界一流水平, 2016年12月, 公司拟以不高于人民币15,000万元的投后估值取得孚安特的全部股权。未来锂原电池市场需求将受益于智能交通、共享单车、智能安防及物联网等高速发展, 产品需求持续旺盛, 公司将通过逐步实现全自动化生产, 提升产品性能及拓展客户, 进一步巩固行业龙头地位, 实现稳健增长。
- **支持麦克韦尔独立IPO, 继续分享丰厚利润。**2016年子公司麦克韦尔电子烟自有品牌和ODM业务均实现高速增长, 为了支持麦克韦尔顺利实现IPO, 同时结合公司聚焦主业的发展需要考虑, 拟转让麦克韦尔7%的股份。公司仍看好麦克韦尔的发展, 虽不合并其营业收入, 但仍将继续分享其丰厚的经营利润。完成股权转让后, 公司可以整合更多资源来聚焦锂电池主业, 将对经营产生积极影响。
- **军工业务深耕十载, 形成差异化竞争优势。**公司拥有军工资质, 在军工锂电池领域已耕耘近十年, 形成了较为深厚的技术优势, 产品将主要应用于水下武器(锂原电池)和无人机(锂离子电池), 预计2017-2018年实现量产, 将推动公司形成在锂电池领域差异化的竞争优势。
- **风险提示:**锂电池销量不及预期, 原材料价格波动, 公司产能释放不及预期, 公司业绩低于预期, 相关政策变动风险, 国内外二级市场系统性风险。

近期我们对亿纬锂能（以下简称公司）进行了调研，与董秘唐秋英女士、证券事务代表夏冬冬先生就公司2016年业绩和未来经营计划进行了交流，整理纪要如下，供投资者参考。

1、公司基本情况

1.1 公司主营业务

亿纬锂能主营业务包括锂原电池、锂离子电池和电子烟。

锂原电池主要应用于智能表计、智能交通、智能家居、汽车电子等领域；公司锂亚电池销量全球领先，锂锰电池销量在国内名列前茅；

锂离子电池主要包括动力电池、储能电池和消费电子用电池，主要应用于新能源汽车、电力及通信储能、可穿戴产品等领域；

电子烟业务由子公司麦克韦尔专业从事电子烟和开放式电子雾化设备的研发、生产和销售，经营模式主要是OEM、ODM和自有品牌销售。

1.2 公司业绩情况

2016年，公司实现营收23.4亿元，同比增长73.45%；归母净利润2.52亿元，同比增长66.43%；基本每股收益为0.59元，同比增长55.26%，销售毛利率29.2%，相比2015年增长1.27个百分点，2016Q4实现营收8.92亿元，环比增长42.24%；归母净利润9304.8万元，环比增长33.3%。

公司2016年利润分配预案为：每10股转增10股，派发现金红利1.2元。

预计公司2017年Q1净利润为5270.51-6399.91万元，同比增长40-70%左右。

2、投资观点

2.1 动力电池全速前行，磷酸铁锂与高镍三元齐头并进

公司目前已拥有动力锂电池产能3.5GWh，包含1GWh三元电池和2.5GWh磷酸铁锂。

其中三元电池由公司金松项目生产，产品以2.6Ah的NCM622电池为主，系统能量密度可达125Wh/kg以上，符合国家新能源乘用车1.1倍（即最高档）的补贴标准。

金松项目一期总投资6亿元，拥有国内目前自动化程度最高的动力圆柱锂离子电池生产线3条，达到日韩现有最高水平，年产能1GWh，产品主要为18650；

金松项目二期将于2017年2季度建成，届时将新增2.5GWh三元电池产能。此外，2017年3季度将建成1GWh三元软包叠片电池产能。

磷酸铁锂生产基地在湖北金泉，目前年产能2.5GWh。公司LF68和LF90两款磷酸铁锂方形电池已通过强制性检验，电池能量密度达到145Wh/Kg以上，电池系统采用复合性材料进行轻量化设计后，能量密度可以达到115Wh/kg以上，符合按中央

财政补贴标准的 1.2 倍（即最高档）进行补贴的指标要求。2017 年金泉基地将新增 4.5GWh 动力电池产能。

市场拓展方面，公司在 2016 年成功入选工信部“符合《汽车动力蓄电池行业规范条件》企业目录”第四批，配套车型当前主要为纯电动客车和物流车，其中南京金龙 2017 年采购额预计将达 10 亿元。目前，公司在乘用车领域合作对象有华泰汽车，公司已与国内主流车企积极接洽进行拓展，拟配套供应产品为三元软包叠片电池。

2016 年公司动力电池尚处于产能爬坡阶段，下半年开始释放产能，营业收入超 5 亿元，推动锂离子电池业务营收同比增长了 160.40%，毛利率提高了 10.85%，预计 2017 年底将达到 9GWh 的动力锂电池产能，形成磷酸铁锂与高镍三元齐头并进的业务格局。

我们认为，当前动力电池行业竞争激烈，逐渐呈现低端过剩、高端不足的局面，未来势必迎来行业洗牌。对公司而言，一方面，通过多年来在锂电行业的耕耘已形成了深厚的技术积淀和品牌影响力，另一方面，在当前先进产线保障和高性能产品定位下，有望跻身国内动力电池行业前列，为公司带来丰厚的业绩增量，并且随着行业地位的确立，盈利能力也将不断提升。

2.2 锂原电池龙头优势明显，增长稳健

公司锂原电池业务 2016 年营收 7.76 亿元，占公司总营收的 33.19%，同比增长 11.77%，毛利率 36.23%，属于公司毛利率最高的一块业务，相对 2015 年提升了 0.12 个百分点。

2016 年 12 月 23 日，公司拟以不高于人民币 15,000 万元的投后估值取得孚安特的全部股权。本次增资和收购孚安特有利于进一步优化公司产品结构，强化公司在锂原电池行业的领先地位，并引领中国锂原电池制造进入世界一流水平，提高中国锂原电池行业在国际上的整体竞争力。

未来锂原电池市场需求将受益于智能交通、汽车电子、共享单车、智能安防及物联网等高速发展，产品需求持续旺盛，公司将通过逐步实现全自动化生产，提升产品性能及拓展客户，进一步巩固行业龙头地位，实现稳健增长。

2.3 支持麦克韦尔独立 IPO，继续分享丰厚利润

公司在 2014 年以 4.39 亿元收购麦克韦尔，成功切入电子烟领域，2015 年麦克韦尔在三板挂牌上市。2016 年麦克韦尔自有品牌业务取得突破，产品结构获得优化，同时 ODM 订单持续增长，实现营收 7.26 亿元，占公司总营收的 31.1%，同比增长 146.59%。

为支持子公司麦克韦尔顺利实现 IPO，同时聚焦锂电池主业，公司拟转让麦克韦尔 7% 的股份，持股比例将由 47.49% 变更为 40.49%，未来还将根据所持麦克韦尔股票解除限售的情况和公司业务需要，在合适的时间继续减持至一定比例。公司仍看好麦克韦尔的发展，虽不合并其营业收入，但仍将继续分享其丰厚的经营利润。完成

股权转让后，公司可以整合更多的资源来聚焦锂电池主业，将对经营产生积极影响。

2.4 军工业务深耕十载，形成差异化竞争优势

公司拥有军工资质，在军工锂电池领域已耕耘近十年，形成了较为深厚的技术优势，产品将主要应用于水下武器（锂原电池）和无人机（锂离子电池），预计 2017-2018 年实现量产，将推动公司形成在锂电池领域差异化的竞争优势。

2.5 股权激励计划彰显公司发展信心

公司于 2017 年 3 月 28 日发布公告，其已完成第二期股票期权与限制性股票激励计划授予登记，拟向董事、高管、中高层管理人员、核心技术（业务）人员等 389 人授予权益 1427.64 万份股票期权，向 27 名激励对象授予 177.70 万份限制性股票。首次授予股票期权行权价格为 29.63 元/股，限制性股票授予价格为 14.82 元/股，对应业绩考核目标为：以 2016 年主营业务收入为基数，2017-2020 年主营业务收入增长率分别不低于 50%、120%、230%、350%。

该激励计划将激励对象利益与公司业绩进行捆绑，有助于公司凝聚力提升，彰显了公司对未来业务发展的信心。

3、调研问答环节

3.1 公司 2016 年锂离子电池出货情况与 2017 年规划

2016 年，动力电池处于产能爬坡阶段，利润率不高，实现营收超 5 亿元，其中磷酸铁锂略多于三元；受制于国内储能市场发展，储能方面 2016 年出货量不多，但预计 2017 年会有明显改善，一方面是切入中国铁塔等带来增量，另一方面储能行业热度要高于去年。

2017 年在产能扩建之后将实现营收超 20 亿元，预计经过两年左右的市场积累，凭借先进的产线与高品质的产品逐渐跻身行业前列，为公司带来丰厚的业绩增量。

3.2 如何看待动力电池降价

动力电池降价是大势所趋，未来随着补贴逐步退出，新能源汽车相对燃料车若再没有价格优势，则将举步维艰，因此长期来看对新能源产业链是好事。

公司层面，动力电池业务属于从无到有，创造业绩皆为增量，在行业洗牌、产品降价这一过程中，将凭借其技术、产品和品牌优势获得广阔的生存发展空间。

3.3 公司目前动力电池销售状况

2017 年一季度新能源汽车销量整体放缓，公司动力电池 2017 年 3 月份开始有销量，预计二季度销量会明显提升。

3.4 公司锂原电池和电子烟业务未来规划

公司是国内锂原电池龙头，未来基于物联网、共享单车、智能交通等领域的高速发

展，仍将保持稳健增长；电子烟业务方面则为支持子公司麦克韦尔顺利实现 IPO，实行了股权转让，公司仍看好麦克韦尔发展，未来营收虽不再并表，但仍将继续分享其经营利润，同时进一步聚焦锂电池主业，推动公司经营发展。

3.5 公司军工业务方面具体情况

公司拥有军工资质，通过近十年的努力，逐步到了收获阶段，未来几年将带来很多希望，主要应用领域为水下武器（锂原电池），无人机（锂离子电池）等，均为国家重大专项，预计2017-2018年实现量产。

3.6 公司 2016 年锂离子业务毛利率提升的原因

公司锂离子业务分三大应用领域：动力电池、储能电池、消费类用锂离子电池，锂离子电池业务毛利率的提升主要是动力电池产品的贡献，动力电池相较储能电池、消费类用锂离子电池毛利率要高，推动公司锂离子电池业务毛利率较上年同期增长10.85%。

3.7 公司与林洋能源方面的合作情况

公司与林洋能源自 2004 年开始在智能表计领域展开合作，并建立长期稳定战略合作伙伴关系。2017 年 3 月 6 日，公司与林洋能源在公司签订了《战略合作框架协议》，双方就本次战略合作，聚焦于打造和推进“智慧分布式储能”，建成了 1MWh 智能微网储能系统。此次合作，双方从产品合作过渡到平台+项目合作，有助于提高公司未来的业绩水平。

3.8 公司有否考虑在乘用车领域进行突破

公司在乘用车领域合作对象有华泰汽车，2016 年暂未形成大的销量，目前正在与多家国内主流车企进行积极接洽，拟配套产品为三元软包叠片电池。

3.9 公司有无布局高镍三元电池 811 产品的计划

目前公司金松一期量产的是 NCM622，NCM811 已有研发，但暂未进行量产。

3.10 上游钴价上涨对公司影响

钴仅占到公司 BOM 成本的 10% 以内，尤其公司主要产品 622 所受影响相对 532 要少，因此钴价上涨对公司整体影响不大。

4、风险提示

锂电池销量不及预期，原材料价格波动，公司产能释放不及预期，相关政策变动风险，公司业绩低于预期，国内外二级市场系统性风险。

表 1: 公司近三年主要财务指标

	2016A	2015A	2014A
营业收入 (万元)	233,971.20	134,893.29	120,892.40
(+/-) %	73.45	11.58	16.35
营业利润 (万元)	34,040.44	13,462.93	3,559.68
(+/-) %	152.85	280.56	-80.33
归属于母公司的净利润 (万元)	25,181.52	15,130.26	8,423.59
(+/-) %	66.43	82.34	-47.59
EPS 摊薄 (元)	0.59	0.38	0.21
P/E (TTM)	57.63	121.29	45.12

资产负债表(万元)	2016A	2015A	2014A	利润表(万元)	2016A	2015A	2014A
流动资产	211,420.46	127,980.08	80,078.00	营业收入	233,971.20	134,893.29	120,892.40
固定资产	101,286.84	39,360.32	33,879.06	同比(%)	73.45	11.58	16.35
长期股权投资	3,662.65	372.05		营业成本	199,940.43	121,908.01	117,388.61
资产总计	438,761.61	248,795.63	168,049.28	营业利润	34,040.44	13,462.93	3,559.68
同比(%)	76.35	47.10	32.31	同比(%)	152.85	280.56	-80.33
流动负债	175,100.01	54,827.15	41,945.88	利润总额	35,891.73	18,091.22	9,961.43
非流动负债	54,245.83	16,603.95	24,061.89	同比(%)	98.39	81.86	-45.84
负债合计	229,345.84	71,431.10	66,007.77	净利润	31,525.57	16,600.68	8,090.70
同比(%)	221.07	8.22	76.37	归属母公司股东的净利润	25,181.52	15,130.26	8,423.59
股东权益	209,415.77	177,364.53	102,041.51	同比(%)	66.43	82.34	-47.59
归属母公司股东的权益	194,427.85	170,879.31	97,411.83	非经常性损益	1,800.21	5,930.37	6,485.58
同比(%)	13.78	75.48	9.68	扣非后归属母公司股东的净利润	23,381.31	9,199.89	1,938.01
资本公积金	66,863.76	65,298.16	7,721.43	同比(%)	154.15	407.66	-87.75
盈余公积金	9,408.68	7,284.83	6,371.76	研发费用	11,622.08	7,051.82	8,582.59
未分配利润	75,444.98	55,590.51	43,490.52	EBIT	34,273.50	14,233.32	10,214.00
				EBITDA	43,611.66	21,758.56	16,494.90
现金流量表(万元)	2016A	2015A	2014A	其他指标	2016A	2015A	2014A
销售商品提供劳务收到的现金	197,085.71	132,469.97	139,011.60	ROE(摊薄)(%)	12.95	8.85	8.65
经营活动现金净流量	4,723.26	5,700.16	3,912.90	销售毛利率(%)	29.20	27.93	25.97
购建固定无形长期资产支付的现金	89,767.87	31,574.26	7,571.48	EPS(稀释)	0.59	0.38	0.21
投资支付的现金	5,700.84	4,226.12	11,660.00	EPS(基本)	0.59	0.38	0.21
投资活动现金净流量	-91,385.86	-39,471.51	-17,821.52	P/E(TTM)	57.63	121.29	45.12
吸收投资收到的现金	3,972.59	59,862.83	300.00	P/E(LYR)	82.43	166.34	34.39
取得借款收到的现金	108,217.00	33,237.29	9,426.79	P/B(MRQ)	6.41	8.20	5.68
筹资活动现金净流量	91,945.60	67,668.90	1,993.23	P/S(TTM)	6.87	11.07	4.50
现金净增加额	5,968.19	34,601.84	-11,838.05				
期末现金余额	51,601.42	45,633.23	11,031.39				
折旧与摊销	9,338.17	7,525.24	6,280.91				

注: 表中估值指标均以当年最后一个交易日收盘价和总股本进行计算。

资料来源: Wind, 国开证券研究部

分析师简介承诺

崔国涛，2008年毕业于北京理工大学，工学学士，曾就职于天相投资顾问有限公司，2011年至今于公司研究部担任行业研究员，具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师；

邓焱，2012年毕业于吉林大学，经济学博士，曾就职于国家开发银行湖南分行、工信部华信研究院，2016年至今于国开证券研究部任职。

我们保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券有限责任公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，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。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。

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或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层