

**强烈推荐-A (维持)**

**亿纬锂能 300014.SZ**

目标估值: 23-25 元

当前股价: 19.24 元

2017 年 07 月 04 日

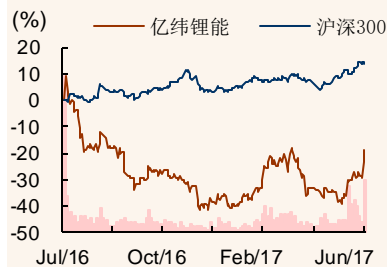
**大扩产再造亿纬，将显著受益于下半年物流车放量**

**基础数据**

上证综指	3196
总股本(万股)	85599
已上市流通股(万股)	81932
总市值(亿元)	165
流通市值(亿元)	158
每股净资产(MRQ)	2.3
ROE(TTM)	13.4
资产负债率	58.6%
主要股东	惠州亿纬控股有限公司
主要股东持股比例	32.68%

**股价表现**

%	1m	6m	12m
绝对表现	32	32	-11
相对表现	27	23	-27



资料来源: 贝格数据、招商证券

**相关报告**

1、《亿纬锂能(300014): 深度布局动力电池市场, 业绩已获高速增长》  
2017-02-28

**游家训**

021-68407937  
youjx@cmschina.com.cn  
S1090515050001

**董瑞斌**

021-68407847  
dongruibin@cmschina.com.cn  
S1090516030002

**鄢凡**

0755-83074419  
yanfan@cmschina.com.cn  
S1090511060002

**事件:** 6月28日, 亿纬锂能及子公司湖北金泉高管, 携重点客户与供应商等 200 余人, 在湖北荆门基地举行金泉二区投产暨三区启动仪式。公司在动力电池领域持续投入, 产能扩张的同时实现技术引领。公司原有一次电池业务稳健增长, 共享单车新市场贡献锂原电池增量业绩, 预计 2017 年公司业绩将实现高速增长, 公司在动力电池领域的投入与布局值得关注, 给予“强烈推荐-A”评级。

- **国内首条 21700 三元产线投产。** 公司金泉二区始建于 2016 年 10 月 28 日, 总投资达 20 亿元, 历经 8 个月, 于 2017 年 6 月 28 日正式建成投产。其中, 公司开始制造 21700 规格电池, 这也是中国第一条 21700 产线。相比较 18650, 新型 21700 不仅具有高可靠性和稳定性, 而且其电池系统能量密度提升约 20%, 但系统的成本和重量预计下降 10%左右, 公司电池的能量密度 3 年后有望提升至 260 Wh/kg。
- **产能扩张力度、进度超预期, 三元与磷酸铁锂齐发力。** 公司作为电池行业老牌企业, 积累了丰富的锂原电池经验, 近年来持续发力动力电池领域, 产能扩张的力度与进度持续超预期。公司目前动力电池产能已经达到 5.8 GWh, 包括 2.3 GWh 磷酸铁锂和 3.5 GWh 三元圆柱, 预计三季度将新增 1 GWh 三元软包产能, 今年年底预计三元将再增加 2 GWh 以上; 届时, 公司电池总产能将超过 9 GWh, 在规模上将正式跻身动力电池第一梯队。
- **客户开拓捷报频传, 有望显著受益于 2017 年下半年物流车放量。** 公司现有客户包括专用车、客车、乘用车等, 其中, 专用车比例最高。公司商用车客户有南京金龙、厦门金龙、东风、长安、御捷等, 乘用车主要为新大洋知豆系列。公司目前仍在加快新客户拓展, 未来有望进入更主流的供应链。公司 2017 年前五批新能源专用车目录中, 搭载公司电池的车型约 38 款; 预计随着 2017 年下半年物流车放量, 公司动力电池收入弹性将显著加大。
- **锂原电池受益共享单车超预期, 电子烟业务保持高速增长, 业绩有一定确定性。** 2016 年以来共享单车市场暴涨, 公司为共享单车提供电源系统解决方案, 主推锂亚电池+SPC 方案, 获国家专利优秀奖, 目前已批量投放市场, 受次拉动, 公司锂原电池表现超预期。电子烟业务保持高速增长, 未来将贡献较大的经营性投资收益, 综上, 我们分析公司业绩有一定确定性。
- **投资建议:** 给予“强烈推荐-A”评级, 调整目标价为 23-25 元。
- **风险提示:** 电池扩产低于预期、行业政策低于预期、新能源车销量低于预期。

**财务数据与估值**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1349	2340	5246	7353	10837
同比增长	12%	73%	124%	40%	47%
营业利润(百万元)	135	340	528	737	1071
同比增长	278%	153%	55%	40%	45%
净利润(百万元)	151	252	416	577	834
同比增长	80%	66%	65%	39%	44%
每股收益(元)	0.35	0.59	0.49	0.67	0.97
PE	54.3	32.6	39.6	28.5	19.8
PB	4.8	4.2	7.7	6.3	5.1

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、国内首条 21700 产线投产	4
1、中国第一条 21700 三元产线投产	4
2、产能扩张力度、进度超预期，三元与铁锂齐发力	5
二、客户开拓捷报频传，有望显著受益下半年物流车放量	7
1、公司物流车电池目录数全国第二，将显著受益于下半年物流车放量	7
2、有望切入更主流的供应链	8
三、锂原电池受益共享单车超预期，助动力电池抢占市场	9
1、2016 年业绩高增长，三大业务平分秋色	9
2、锂原电池龙头平稳增长，共享单车贡献新增量	10
3、电子烟业务持续高增长	11
4、切入动力锂电池领域，持续投入与布局	12

## 图表目录

图 1 亿纬锂能生产基地分布	5
图 2. 三元电池在乘用车/专用车上的应用比例	6
图 3. 磷酸铁锂电池在客车上的应用比例	6
图 4. 2016 年全国各月新能源专用车销量（台）	7
图 5. 2017 年全国各月新能源专用车销量（台）	7
图 6. 2012-2016 公司锂原电池收入及毛利率	11
图 7. 共享单车用户规模	11
图 8. 共享单车市场规模	11
图 9. 2014-2016 公司电子烟业务收入及毛利率	12
图 10: 研发费用率对比	13
图 11: 锂离子电池业务毛利率对比	13
图 12: 亿纬锂能历史 PE Band	13
图 13: 亿纬锂能历史 PB Band	13
表 1: 公司 21700 型产品规格	4
表 2: 特斯拉公司超级工厂进展计划	4

表 3: 特斯拉电池参数比较.....	5
表 4: 固定资产、在建工程情况.....	5
表 5: 产能扩建情况.....	6
表 6: 产能测算 (GWh) .....	6
表 7: 1-5 批目录专用车电池厂商配套车型.....	7
表 8: 2016 年新能源客车市场格局.....	8
表 9: 亿纬锂能收入及成本结构/百万元.....	9
表 10: 亿纬锂能 2016 年半年经营情况总体回顾.....	9
表 11: 锂原电池应用领域.....	10
表 12: 公司锂原电池经营情况.....	10
表 13: 亿纬锂能研发投入统计.....	12
附: 财务预测表.....	14

## 一、国内首条 21700 产线投产

### 1、中国第一条 21700 三元产线投产

亿纬锂能于 2016 年 10 月 28 日在湖北金泉二区动工建设圆柱电池二期项目，前后历时 8 个月，于 2017 年 6 月 28 日正式建成投产。

二期项目总投资 20 亿元，是国内目前自动化程度最高的动力圆柱锂电池生产线，同时也是国内投产的首条 21700 生产线。该产线除了能生产 21700 型电池，还能向下兼容 18650 型电池，标志着我国动力电池行业实现大跨步，正式进入 21700 时代。

表 1：公司 21700 型产品规格

项目	参数
典型容量 (4.2V-2.5V)	0.2C: 4000mAh 1C: 3800mAh
标称电压	3.7V
能量密度	≥210Wh/kg
内阻	12±2mΩ
充电电流	标准电流: 1900mA 最大电流: 2850mA
放电电流	标准电流: 3800mA 最大电流: 11400mA
重量	65.0±2g
工作温度	充电温度: 0-55℃ 放电温度: 20-60℃ 存储温度:
尺寸	直径: 21.70±0.10mm 总高: 70.80±0.15mm

资料来源：公开资料，招商证券

2017 年 1 月，特斯拉宣布与松下联合开发的新型 21700 电池开始进入量产，宣告全球动力电池正式进入 21700 时代，这款全球首发的 21700 电池将在超级工厂生产。

表 2：特斯拉公司超级工厂进展计划

时间	阶段	产品用途
2016.12	试生产	Powerwall 2、Powerpack 2
2017.1	量产	Powerwall 2、Powerpack 2
2017Q2	量产	Model 3 动力电池
2018	量产	35GWh

资料来源：tesla，招商证券

相比较 18650 型电池，新型 21700 具有四大显著的优势：

- 1) 保持了 18650 型电池所具有的高可靠性和稳定的性能；
- 2) 电池系统能量密度提升约 20%：根据特斯拉的公开资料，目前其生产的 21700 电池系统能量密度约 300wh/kg，相比较现有的 18650 电池系统 250wh/kg 提高了 20% 左右，而且其单体电芯的能量密度的提升幅度更高；
- 3) 系统的成本预计下降 10%左右：根据特斯拉披露的电池价格信息，预计 21700 电池系统的价格约 170 元/wh，同等能量下，考虑到其单体电池容量提升带来的数量减少，从而使结构件、导电连接件等配件数量相应减少，整个系统成本下降约 10%；
- 4) 系统的重量预计下降 10%左右：如上述所言，因为配件数量的减少，也将使得整个电池系统减少 10%左右的组件和重量，提升其能量密度。

表 3：特斯拉电池参数比较

	Model S	Model 3
电池类型	三元	三元
型号	18650	21700
正极	NCA	NCA
负极	石墨	硅碳负极
能量密度	233wh/kg	300wh/kg 左右
电池容量	40/60/85kwh	65-75kwh

资料来源：tesla，招商证券

## 2、产能扩张力度、进度超预期，三元与铁锂齐发力

公司作为电池行业老牌企业，积累了丰富的锂原电池经验，近年来持续发力动力电池领域，目前产能集中于全国两大基地，产能扩张的力度与进度持续超预期。

公司现有产能 5.8 GWh，包括 2.3 GWh 磷酸铁锂和 3.5 GWh 三元圆柱电池，预计三季度将新增 1 GWh 三元软包产能，今年年底预计三元将再增加 2 GWh 以上，总产能超过 9 GWh，实现产能的扩速扩张的同时，也在不断引领技术进步。

图 1 亿纬锂能生产基地分布



资料来源：招商证券

表 4：固定资产、在建工程情况

(万元)	2013	2014	2015	2016	2017Q1
固定资产	26,368.1	33,879.1	39,360.3	101,286.8	101,201.6
在建工程	4,826.6	6,797.3	21,890.0	35,792.4	73,441.6

资料来源：数据来源：wind，招商证券

表 5: 产能扩建情况

类型	现有产能/建成地点(GWh)	预建产能/预建地点(GWh)	预建时间	备注
磷酸铁锂(方形铝壳)	2.5/湖北金泉	-	-	-
三元圆柱 18650	1/广东惠州	2.5/湖北	2017Q2	已采购生产线
软包叠片三元电池	-	1/广东惠州	2017Q3	已采购生产线
方形三元+方形 LFP	-	2/湖北荆门	2017 年底	厂房已建好

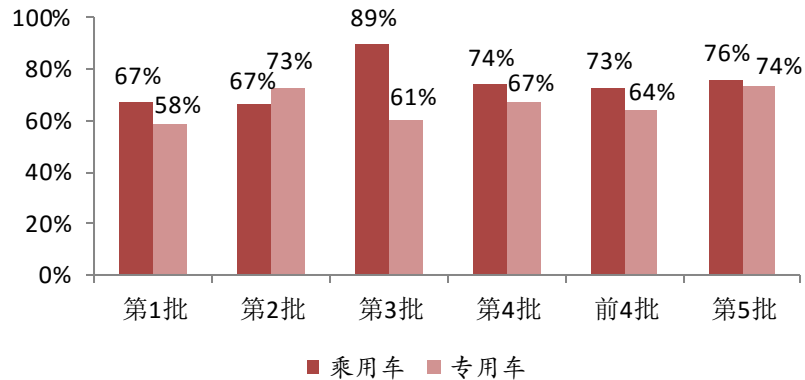
资料来源: 招商证券

表 6: 产能测算 (GWh)

	2017.7	2017.8	2017.12
磷酸铁锂	2.3	2.3	2.3
三元圆柱	3.5	3.5	3.5
三元软包	—	1	1-2
三元方型	—	—	1-2
<b>合计</b>	<b>5.8</b>	<b>6.8</b>	<b>9</b>

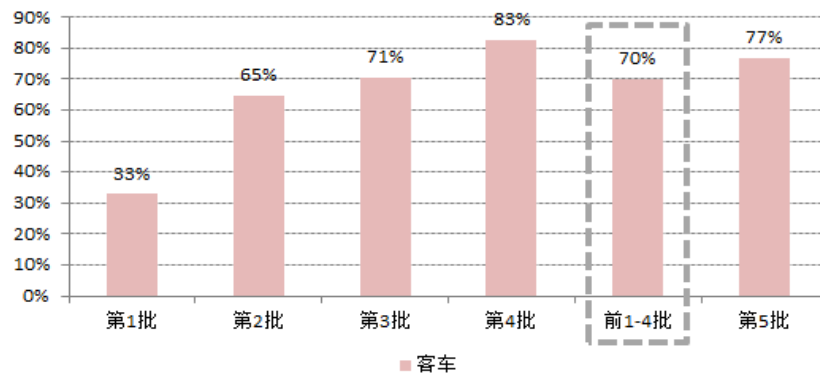
资料来源: 招商证券

图 2. 三元电池在乘用车/专用车上的应用比例



资料来源: 工信部, 招商证券

图 3. 磷酸铁锂电池在客车上的应用比例



资料来源: 工信部, 招商证券

## 二、客户开拓捷报频传，有望显著受益下半年物流车放量

### 1、公司物流车电池目录数全国第二，将显著受益于下半年物流车放量

公司是最纯正的物流车电池标的之一：2017 年以来，我国新能源汽车在经历了 2016 年刮骨疗伤之后，维持着每月一批目录发布的稳定节奏，目前已经发布了五批新能源汽车推荐目录，根据已披露的三电系统信息，我们的统计结构表明，亿纬锂能配套的车型多达 38 款，高居配套电池排行榜的第二位，仅次于沃特玛。

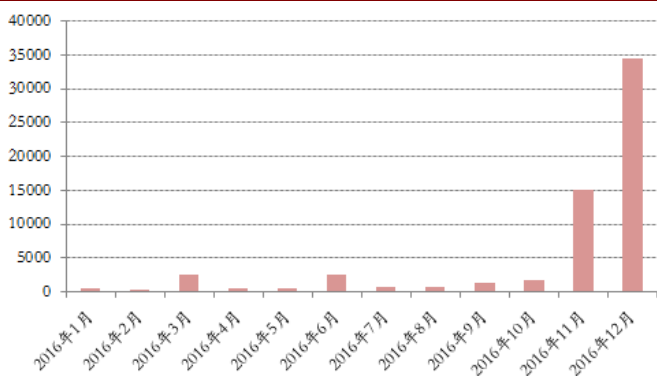
2017 年下半年，随着双积分政策接力补贴退坡，预计 2017H2 物流车甚至乘用车将逐渐放量，基于公司目前的客户结构，公司是非常纯正的物流车电池标的，有望受益于下半年物流车的快速放量，带来业绩高增长。

表 7：1-5 批目录专用车电池厂商配套车型

电池厂商	配套车型数
深圳市沃特玛电池有限公司	59
<b>惠州亿纬锂能股份有限公司</b>	<b>38</b>
宁德时代新能源科技股份有限公司	24
深圳市比克动力电池有限公司	24
合肥国轩高科动力能源股份公司	23
上海德朗能动力电池有限公司	23
北京国能电池科技有限公司	18
远东福斯特新能源有限公司	17
力神动力电池系统有限公司	16
星恒电源股份有限公司	12

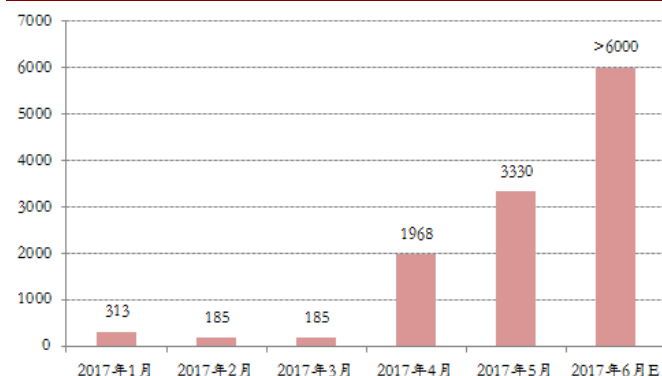
资料来源：工信部，招商证券

图 4. 2016 年全国各月新能源专用车销量（台）



资料来源：工信部，招商证券

图 5. 2017 年全国各月新能源专用车销量（台）



资料来源：工信部，招商证券

## 2、有望切入更主流的供应链

公司现有客户包括物流车、客车、乘用车等。其中：

- 1) **物流车**客户占比最大，是目前电池业务业绩贡献的主要来源，主要有长安、重庆御捷与雅骏等；
- 2) **客车**主要有南京金龙、厦门金旅、中车时代、吉利等；
- 3) **乘用车**主要是新大洋知豆系列、众泰等；

同时公司不断开拓新客户，未来有望进入北汽、宇通等大客户供应链，形成紧密的合作伙伴关系。

### 核心客户、潜在客户分析：

1) **新大洋知豆**：公司有望给知豆 D2 和 D3 供应电池，从 2017 年 5 月份全球新能源乘用车销量数据来看，知豆 D2 EV 雄踞榜单第二，仅次于丰田普锐斯，爆款车型让亿纬锂能下半年与 2018 年产能扩张后消化产能无忧

2) **北汽**：公司正大力开拓乘用车新客户，北汽是我国新能源乘用车的龙头企业，根据下表的车企排名，北汽新能源 5 月份销量达 6530 辆，高居全球第五名，中国第一名；另外，从上表也可以看出，其爆款车型北汽 EC180 高居全球车型产销量第三名，公司未来有望切入北汽供应链，显著受益于北汽在乘用车市场的领头羊地位；

3) **宇通**：同时公司正大力开拓客车新客户，宇通是我国客车的龙头企业，2016 年宇通销量 26677 辆，市场占有率高达 20%，同时客车对电池电量要求更大，亿纬锂能积极开拓宇通等客车大客户，快速扩产的磷酸铁锂产能消化无忧。

**表 8：2016 年新能源客车市场格局**

客车厂商	销量(辆)	市占率
宇通客车	26677	20%
比亚迪	14050	10%
中通客车	13774	10%
金龙汽车	12665	9%
南京金龙客车	7950	6%
北汽福田	7333	5%
安凯客车	4963	4%
珠海广通汽车	4872	4%
南车时代	4840	4%
亚星客车	3614	3%
江苏九龙汽车	3147	2%
中国重汽	2635	2%
东风汽车	2397	2%
其他	26159	19%
合计	135076	100%

资料来源：招商证券



### 三、锂原电池受益共享单车超预期，助动力电池抢占市场

#### 1、2016 年业绩高增长，三大业务平分秋色

2016 年，公司实现营业收入 23.40 亿元，同比增长 73.45%，归母净利润 2.52 亿元，同比增长 66.43%，扣非后归母净利润 2.34 亿元，同比增长 154.15%。

分业务看，公司三大业务基本平分秋色：2016 年，锂原电池业务实现营业收入 7.76 亿元，同比增长 11.77%；锂离子电池业务实现营业收入 8.30 亿元，同比增长 160.40%；电子烟业务控股子公司麦克维尔实现营业收入 7.26 亿元，同比增长 146.79%。净利润 1.25 亿元，比上年同期增长 227.33%。

分季度看，随着公司动力电池产能持续释放，2016 年各个季度业绩增长呈现持续攀升态势，公司单季度收入和利润实现了大幅的改善。

表 9：亿纬锂能收入及成本结构/百万元

	2014H1	2014	2015H1	2015	2016H1	2016
锂离子及锂聚合物组合电						
营业收入	140.77	229.69	115.03	289.78	155.34	830.41
同比变化	-19.2%	-54.3%	-18.3%	26.2%	35.0%	186.6%
营业成本	112.78	193.58	93.82	251.76	123.55	640.22
毛利率	19.9%	15.7%	18.4%	13.1%	20.5%	22.9%
锂原电池						
营业收入	261.35	579.04	327.56	694.34	377.40	776.05
同比变化	24.9%	13.7%	25.3%	19.9%	15.2%	11.8%
营业成本	179.91	381.12	202.51	443.63	232.54	494.91
毛利率	31.2%	34.2%	38.2%	36.1%	38.4%	36.2%
电子烟						
营业收入	43.99	167.26	140.82	296.03	287.98	727.59
同比变化	-	-	220.1%	77.0%	104.5%	145.8%
营业成本	30.14	112.38	100.47	211.01	211.77	520.91
毛利率	31.5%	32.8%	28.7%	28.7%	26.5%	28.4%

资料来源：Wind，招商证券

表 10：亿纬锂能 2016 年半年经营情况总体回顾

	2015H2	2016H1	2016H2	同比增加	环比增加
营业收入	715.11	821.28	1,518.43	112.3%	84.9%
营业毛利	186.61	253.09	430.01	130.4%	69.9%
营业费用	38.52	38.50	45.97	19.4%	19.4%
管理费用	80.35	80.41	124.57	55.0%	54.9%
财务费用	5.68	2.94	-0.51	-109.0%	-117.3%
投资收益	4.78	2.03	-1.94	-140.5%	-195.2%
营业利润	55.07	123.72	216.68	293.5%	75.1%
所得税	3.85	18.95	24.71	541.8%	30.4%
归属母公司净利润	89.61	88.97	162.85	81.7%	83.0%
EPS (元)	0.23	0.21	0.38	-	-
主要比率					
毛利率	26.1%	30.8%	28.3%		-

营业费用率	5.4%	4.7%	3.0%
管理费用率	11.2%	9.8%	8.2%
营业利润率	7.7%	15.1%	14.3%
有效税率	7.0%	15.3%	11.4%
净利率	12.5%	10.8%	10.7%

资料来源：Wind，招商证券

受益于动力电池产能的建设和投产，公司 2016 年下半年收入结构中动力电池贡献规模逐渐递增，也不断增厚公司业绩。与此同时，为了彰显公司对于未来发展的信心，锁定核心员工与上市公司利益，公司在 2017 年 1 月 4 日公告拟向董事、高级管理人员、中高层管理人员及核心技术人员等 397 人授予共计 2,000 万股的股票期权和限制性股票，占总股本的 4.68%。其中，首次授予的股票期权行权价格为 29.63 元，限制性股票的授予价格为每股 14.82 元，并设置了以 2016 年主营业务收入为基数，2017 年-2020 年主营业务收入增长率分别不低于 50%、120%、230%、350%的业绩考核目标。

## 2、锂原电池龙头平稳增长，共享单车贡献新增量

亿纬锂能是一次电池的龙头企业，其锂原电池业务包括锂亚电池、锂锰电池、SPC 产品等，主要应用于智能表计（水、电、气、热表）、遥控数据采集系统、智能安防、智能家居、智能交通、数据储存和传输、医疗器械、石油钻探、军事应用等领域，成为驱动物联网重要能源。

2016 年，锂原电池业务实现营业收入 7.76 亿，比上年同期增长 11.77%。主要原因是：（1）在智能交通、智能安防、汽车电子等物联网领域需求快速增长的同时，公司积极开拓国际市场，营业收入稳定增长；（2）公司通过逐步实现全自动化生产，提高成品率，降低单位生产成本，在上游原材料上涨的情况下，产品盈利能力稳步提升。

表 11：锂原电池应用领域

产品类型	应用领域
锂亚电池	智能仪表、汽车 TPMS 系统等、远程监测系统电源、军事武器和通讯设备
锂锰电池	烟雾报警器等安防产品、不停车收费系统等 RFID 产品、电脑主板、电子玩具、照相机、智能仪表等

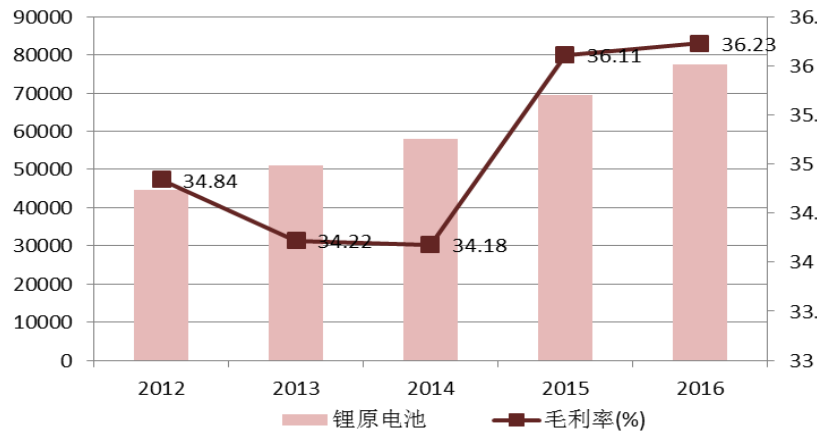
资料来源：招股说明书，招商证券

表 12：公司锂原电池经营情况

(万元)	2012	2013	2014	2015	2016
锂原电池	44705.88	50940.29	57904.1	69433.53	77605.48
成本	29130.28	33508.24	38112.17	44363.03	49491.37
毛利	15575.6	17432.04	19791.93	25070.51	28114.11
毛利率(%)	34.84	34.22	34.18	36.11	36.23

资料来源：Wind，招商证券

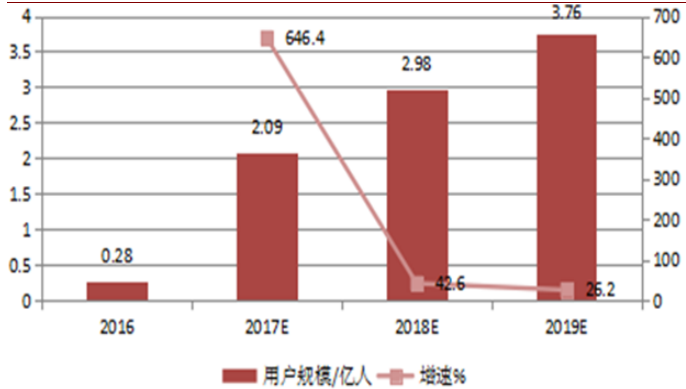
图 6. 2012-2016 公司锂原电池收入及毛利率



资料来源: Wind, 招商证券

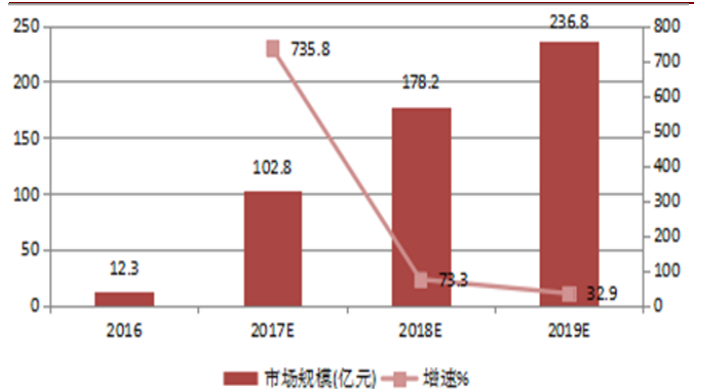
**共享单车市场爆发，带来公司锂原电池业绩增量：**2016 年以来，共享单车如迅雷不及掩耳之势，快速进入普通民众的视野和生活之中，凭借管理的灵活方便、使用的便捷性以及低价的使用成本等优势，迅速地在全国各大城市取得进展，客户数量不断创出新高。公司为共享单车智能车锁提供电源系统解决方案，主推锂亚电池+SPC 方案，获得国家专利优秀奖，目前已批量投放市场，公司锂原电池有望持续超预期，为迅速扩产的动力电池抢占市场份额打下坚实基础(行业分析，公司解决方案单车产值在 20-30 元左右)。

图 7. 共享单车用户规模



资料来源: 中国产业信息网, 招商证券

图 8. 共享单车市场规模



资料来源: 中国产业信息网, 招商证券

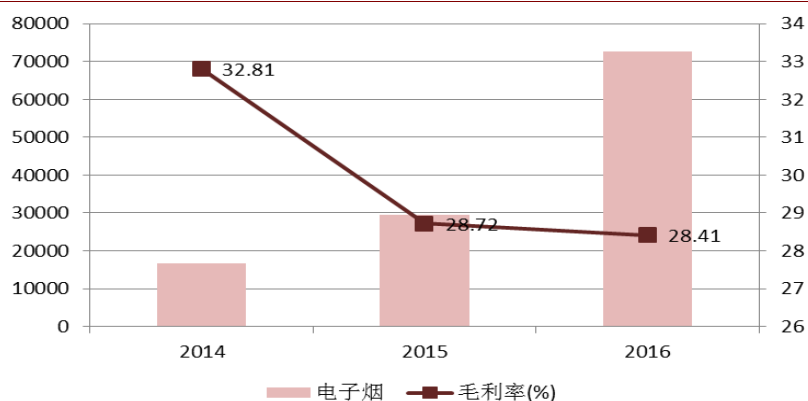
### 3、电子烟业务持续高增长

公司电子烟业务包括电子烟 (E-cigarette) 和开放式电子雾化设备 APV (Advanced Personal Vaporizer)，主要用途是传统香烟的替代品。

2016 年，公司控股子公司麦克韦尔营业收入 7.26 亿元，比上年同期增长 146.59%，净利润 1.25 亿元，比上年同期增长 227.33%。主要原因是：(1) 公司在 2016 年新业务自有品牌电子烟投放市场带来较大的收入和利润增长；(2) 公司原有业务 ODM 大客户订单持续增长，使得固定费用摊薄，带来利润增长。

随着人类对于健康的需求逐步提升，电子烟作为传统香烟的替代品得到消费者的认可。全球电子烟市场在 2016 年的增速高于 2014-2015 的平均水平，烟草公司逐步实现在电子烟领域的布局，销售金额及门店铺货数量逐步上升，特别是欧洲市场是继美国市场后的快速增长的又一市场，预测欧洲市场的增幅将会超过美国，主要以英国、法国和德国等为主要增长的国家，同时亚洲包含中国市场的销售门店数量也在增加，公司电子烟业务在工艺技术、产品品质、研发实力等方面处于行业领先水平，ODM 和自有品牌业务都取得高速增长。

图 9. 2014-2016 公司电子烟业务收入及毛利率



资料来源: Wind, 招商证券

#### 4、切入动力锂电池领域，持续投入与布局

公司锂原电池业务每年保持平稳的增长，近年来受益于共享单车的爆发式增长有望带来业绩弹性，加上电子烟业务近年来的快速发展，公司传统主营业务保持良好的增长态势。另一方面，公司 2015 年开始积极布局锂离子电池领域，立足未来高增长，至此完成三大业务的战略布局。

2016 年，锂离子业务实现营业收入 8.30 亿，比上年同期增长 160.40%。主要原因是：(1) 上半年受到“动力。电池准入”等政策影响，动力电池销售不及年初预期；(2) 2016 年 6 月 20 日，公司成功入选工信部“符合《汽车动力蓄电池行业规范条件》企业目录(第四批)”，为公司动力电池进入新能源汽车市场取得了准入证，促进了动力电池下半年的销售工作；(3) 随着下半年磷酸铁锂方形电池和三元圆柱形电池产能释放，动力电池实现规模销售。

当前，亿纬锂能已经搭建了一套有效的研发体系，公司在锂原电池市场已经取得了非常显著的成绩和市场地位。

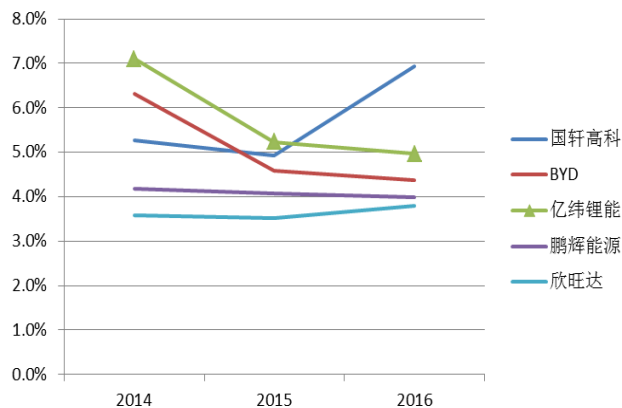
表 13: 亿纬锂能研发投入统计

	2014 年	2015 年	2016 年
研发人员数量 (人)	420	560	664
研发人员数量占比	10.29%	10.67%	10.68%
研发投入金额 (百万元)	85.83	70.52	116.22
研发投入占营业收入比例	7.10%	5.23%	4.97%
研发支出资本化的金额 (百万元)	23.94	18.33	20.93

资料来源: Wind, 招商证券

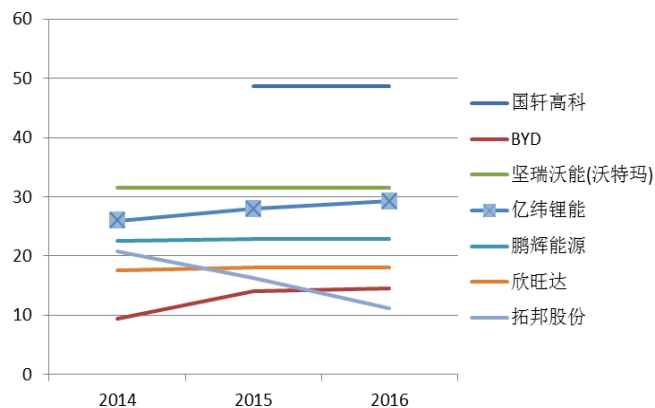
与此同时，公司也在继续不断的就动力电池市场需求进行新产品开发，公司三元电池以 2.6ah 的 NCM622 电池为主，单体能量密度高达 205wh/kg，位居国内前列，2017 年 1 月 9 日公司公告显示，亿纬锂能生产的方形铝壳磷酸铁锂 LF68Ah 和 LF90Ah 产品通过强制性检验，给客车配套的电池系统能量密度可以达到国家 1.2 倍补贴的标准，相对于竞争对手具有先发优势。我们认为亿纬锂能扎实的研发实力可为公司持续增长带来核心驱动力，其盈利能力处于行业前列。

图 10：研发费用率对比



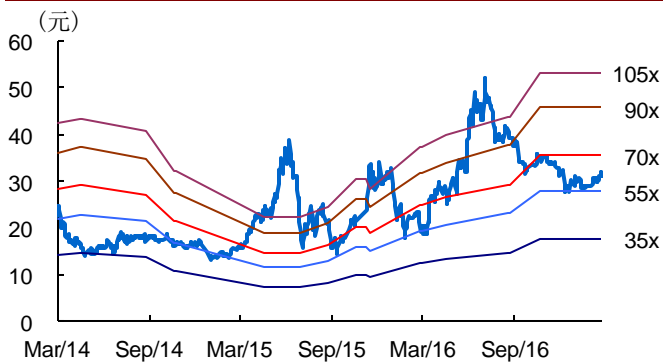
资料来源：Wind，招商证券

图 2：锂离子电池业务毛利率对比



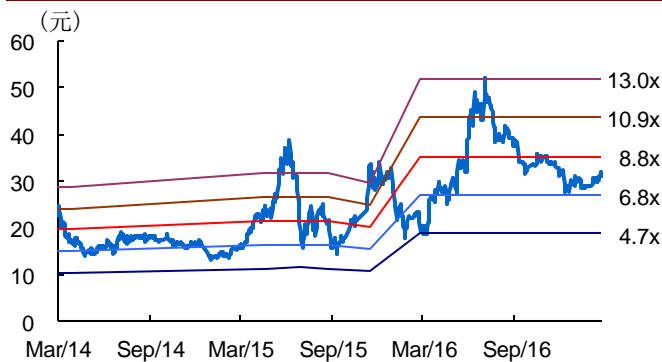
资料来源：Wind，招商证券

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1280	2114	3609	4718	5997
现金	469	540	476	558	821
交易性投资	36	0	0	0	0
应收票据	102	104	233	327	0
应收款项	390	825	1793	2369	3175
其它应收款	20	44	100	140	206
存货	233	534	854	1111	1480
其他	29	67	152	214	316
<b>非流动资产</b>	1208	2273	2865	3308	3638
长期股权投资	4	37	37	37	37
固定资产	394	1013	1593	2116	2588
无形资产	126	117	131	144	157
其他	684	1107	1105	1011	856
<b>资产总计</b>	<b>2488</b>	<b>4388</b>	<b>6473</b>	<b>8026</b>	<b>9635</b>
<b>流动负债</b>	548	1751	3566	4573	5386
短期借款	107	624	949	992	307
应付账款	208	639	1521	2175	3219
预收账款	16	47	112	160	237
其他	217	441	985	1246	1622
<b>长期负债</b>	166	542	542	542	542
长期借款	0	27	27	27	27
其他	166	515	515	515	515
<b>负债合计</b>	<b>714</b>	<b>2293</b>	<b>4109</b>	<b>5115</b>	<b>5928</b>
股本	427	427	856	856	856
资本公积金	653	669	240	240	240
留存收益	629	849	1051	1503	2164
少数股东权益	65	150	218	312	447
归属于母公司所有者权益	1709	1944	2147	2599	3260
<b>负债及权益合计</b>	<b>2488</b>	<b>4388</b>	<b>6473</b>	<b>8026</b>	<b>9635</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	57	47	583	760	1653
净利润	151	252	416	577	834
折旧摊销	75	93	109	166	218
财务费用	13	3	42	59	65
投资收益	(5)	0	(45)	(80)	(90)
营运资金变动	(193)	(344)	(45)	(83)	457
其它	15	43	105	120	168
<b>投资活动现金流</b>	(395)	(914)	(710)	(618)	(556)
资本支出	(316)	(898)	(710)	(618)	(556)
其他投资	(79)	(16)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	677	919	63	(60)	(833)
借款变动	355	765	274	44	(685)
普通股增加	29	0	429	0	0
资本公积增加	576	16	(429)	0	0
股利分配	(199)	(214)	(214)	(125)	(173)
其他	(83)	352	3	21	25
<b>现金净增加额</b>	<b>339</b>	<b>53</b>	<b>(63)</b>	<b>82</b>	<b>263</b>

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1349	2340	5246	7353	10837
营业成本	972	1657	3943	5637	8344
营业税金及附加	12	14	42	59	87
营业费用	74	84	236	294	433
管理费用	144	205	443	581	834
财务费用	12	2	42	59	65
资产减值损失	4	37	57	67	92
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	0	45	80	90
<b>营业利润</b>	135	340	528	737	1071
营业外收入	92	20	20	20	25
营业外支出	46	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	181	359	546	755	1095
所得税	15	44	63	84	125
<b>净利润</b>	166	315	484	671	969
少数股东损益	15	63	68	94	136
<b>归属于母公司净利润</b>	151	252	416	577	834
<b>EPS (元)</b>	0.35	0.59	0.49	0.67	0.97

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	12%	73%	124%	40%	47%
营业利润	278%	153%	55%	40%	45%
净利润	80%	66%	65%	39%	44%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.9%	29.2%	24.8%	23.3%	23.0%
净利率	11.2%	10.8%	7.9%	7.9%	7.7%
ROE	8.9%	13.0%	19.4%	22.2%	25.6%
ROIC	7.2%	10.8%	14.9%	17.7%	24.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	28.7%	52.3%	63.5%	63.7%	61.5%
净负债比率	4.3%	16.0%	15.1%	12.7%	3.5%
流动比率	2.3	1.2	1.0	1.0	1.1
速动比率	1.9	0.9	0.8	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.5	0.8	0.9	1.1
存货周转率	4.1	4.3	5.7	5.7	6.4
应收帐款周转率	3.8	3.8	4.0	3.5	3.9
应付帐款周转率	4.8	3.9	3.7	3.1	3.1
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.35	0.59	0.49	0.67	0.97
每股经营现金	0.13	0.11	0.68	0.89	1.93
每股净资产	4.00	4.55	2.51	3.04	3.81
每股股利	0.50	0.50	0.15	0.20	0.29
<b>估值比率</b>					
PE	54.3	32.6	39.6	28.5	19.8
PB	4.8	4.2	7.7	6.3	5.1
EV/EBITDA	67.8	32.2	19.6	13.8	9.8

## 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：**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。

**赵智勇：**曾就职于艾默生、GE，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，主要研究工业自动化与信息化产业。

**陈术子：**上海交通大学高金硕士，曾就职于光大证券，2015 年加入招商证券，主要研究新能源发电产业。

**陈雁冰：**曾就职于远景能源、博世联电、华金证券，2017 年加入招商证券，主要研究新能源汽车上游产业。

## 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。