

坚持高端电池路线，静待三元放量

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 修正关于 2017 年 1-6 月归母净利润, 原先估计业绩为 1.3 亿元-1.5 亿元, 同比增长 50%-70%, 现在修正为 2.2 亿-2.4 亿之间。
- **扣除转让麦克韦尔股权的投资收益, 上半年预计净利润增速为 50%-70%。** 公司扣非后净利润在 1.3 亿元-1.5 亿元之间, 同比增长 50%-70%。公司目前已经形成了消费电池+动力电池+储能电池的完整电池结构。其中消费电池和动力电池的占比约 3: 7。而在动力电池当中, 公司的电池涵盖方形磷酸铁锂电池、三元圆柱电池和三元软包电池, 对应的目标市场分别为客车、专用车、乘用车。
- **打造高端产线, 供应链结构优异。** 公司着力打造高端电池, 从设备到材料到技术团队都非常优质。设备上, 公司的三元软包产线由韩国 SK 团队倾心打造, 确保设备精度和自动化程度; 18650 产线全部采用韩国进口, 最大程度保证电池的一致性。材料上: 正极材料基本出自当升科技和杉杉股份, 电解液也是一线厂商, 隔膜目前还以高端进口为主。
- **6 月开始新能源车销量环比持续增长, 预计三季度放量明显。** 2017 年 6 月新能源乘用车销量达到 4.14 万, 环比 5 月增长 9%, 同比增速 22%。17 年新能源乘用车保持月度环比持续向上态势, 5 月的环比增量达到 0.9 万台, 6 月环比增长 0.3 万台。在 17 年补贴政策 and 市场需求逐步回归正常后, 新能源车产销逐步走强的特征明显。1-6 月新能源车累计销量增长 31%, 三季度预计销量可实现较快增长。对于电池厂商来说, 三季度将迎来出货高峰, 全年业绩保持高增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.54 元、0.65 元、0.80 元, 对应 PE 分别为 41 倍、33 倍、27 倍, 未来三年归母净利润将保持 39.8% 的复合增长率, 行业平均估值在 30 倍左右, 公司净利润增长速度高于行业均值, 可享受一定的估值溢价, 给予公司 2017 年 45 倍估值, 对应目标价 24.3 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游新能源车销量不达预期, 电池产能过剩导致电池价格大幅度下滑的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2339.71	3164.41	4144.80	5806.67
增长率	73.45%	35.25%	30.98%	40.10%
归属母公司净利润(百万元)	251.82	458.27	555.42	687.86
增长率	66.43%	81.99%	21.20%	23.84%
每股收益 EPS(元)	0.29	0.54	0.65	0.80
净资产收益率 ROE	15.05%	21.92%	21.59%	21.68%
PE	74	41	33	27
PB	9.56	7.90	6.60	5.48

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

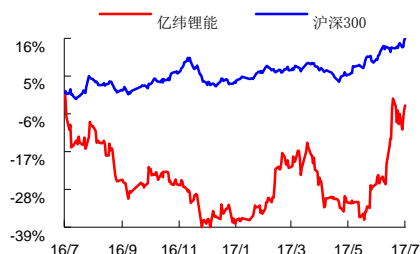
分析师: 李佳颖
执业证号: S1250513090001
电话: 023-63786561
邮箱: lijy@swsc.com.cn

分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaiox@swsc.com.cn

联系人: 谭菁
电话: 010-57631196
邮箱: tanj@swsc.com.cn

联系人: 李志虹
电话: 021-68415929
邮箱: lzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

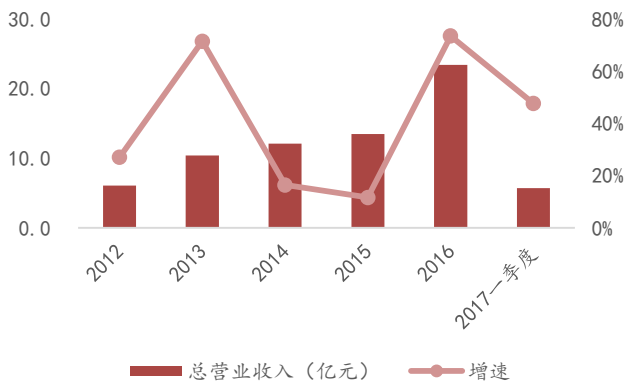
基础数据

总股本(亿股)	8.56
流通 A 股(亿股)	8.19
52 周内股价区间(元)	14.41-45.78
总市值(亿元)	187.29
总资产(亿元)	51.88
每股净资产(元)	4.65

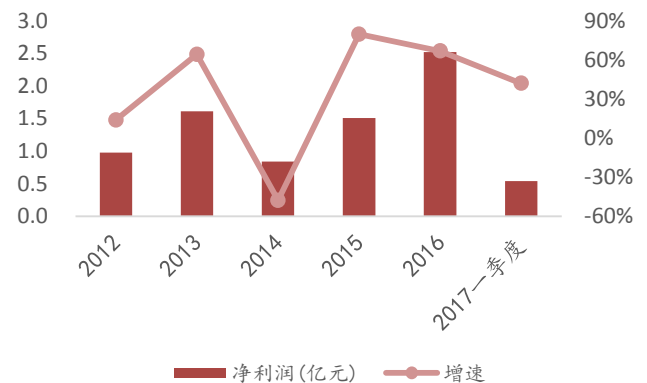
相关研究

公司以锂原电池起家，是中国最大、世界第五的锂亚电池供应商，12年开始大规模进入锂离子电池领域，拥有湖北荆门和广东惠州两大生产基地。

上市以来，公司营收和净利润均出现大幅度上升，12年至16年营收复合增长率为40.2%，归母净利润复合增长率为26.6%。公司自16年起，进入动力电池产能高速释放期，截至17年6月份，公司已建成湖北金泉2.5GWh方形磷酸铁锂电池、惠州1Gwh18650三元电池、湖北荆门2.5Gwh三元电池（18650+21700）的产能，按计划四季度惠州将达产1Gwh软包叠片三元，另有荆门2Gwh产能在规划，预计18年下半年达产。随着动力锂离子电池产能的逐步释放，亿纬锂能未来三年仍将保持较高的增速。

图 1：公司 2012 年以来主营收入和同比增速


数据来源：wind，西南证券整理

图 2：公司 2012 年以来归母净利润和同比增速


数据来源：wind，西南证券整理

关键假设：

假设 1：公司动力锂离子电池产能按计划扩张顺利，新能源汽车 2020 年销量可以达到 200 万辆，保证公司动力锂离子电池的下游需求。

假设 2：公司 6 月顺利完成麦克韦尔 8.98% 股权转让，剩余 38.5% 的股权，不再控股，今年并表半年，17 年下半年及 18-19 年不再并表，转为投资收益。

假设 3：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	1208.9	1348.9	2339.7	3164.4	4144.8	5806.7
yoy	16.3%	11.6%	73.4%	35.2%	31.0%	40.1%
营业成本	895.0	972.1	1656.6	2289.2	3097.9	4426.5
毛利率	26.0%	27.9%	29.2%	27.7%	25.3%	23.8%
锂离子及锂聚合物组合电池						
收入	229.69	289.78	830.41	1826.9	3105.7	4658.6
yoy		26.16%	186.57%	120.00%	70.00%	50.00%

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成本	193.58	251.76	640.22	1406.7	2422.5	3680.3
毛利率	15.72%	13.12%	22.90%	23.00%	22.00%	21.00%
锂原电池						
收入	579.04	694.34	776.05	892.5	1026.3	1129.0
yoy		19.91%	11.77%	15.0%	15.0%	10.0%
成本	381.12	443.63	494.91	580.1	667.1	733.8
毛利率	34.18	36.11	36.23	35.0%	35.0%	35.0%
电子烟						
收入	167.26	296.03	727.59	436.6		
yoy		76.99%	145.78%	-40.0%		
成本	112.38	211.01	520.91	296.9		
毛利率	32.81	28.72	28.41	32.0%		
其他						
收入	232.9	68.8	5.7	8.5	12.7	19.1
yoy		-70.47%	-91.77%	50.0%	50.0%	50.0%
成本	2.7	30.2	0.6	5.5	8.3	12.4
毛利率	59.6%	4.6%	89.9%	35.0%	35.0%	35.0%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2339.71	3164.41	4144.80	5806.67	净利润	315.26	573.72	695.35	861.15
营业成本	1656.61	2289.19	3097.86	4426.54	折旧与摊销	93.38	72.93	72.93	72.93
营业税金及附加	14.33	23.59	30.25	40.07	财务费用	2.43	-28.46	-38.20	-53.30
销售费用	84.47	113.92	145.07	203.23	资产减值损失	36.59	5.00	5.00	5.00
管理费用	204.98	268.97	352.31	493.57	经营营运资本变动	-172.98	-322.98	-213.65	-377.11
财务费用	2.43	-28.46	-38.20	-53.30	其他	-227.44	-199.24	-260.69	-301.45
资产减值损失	36.59	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	47.23	101.43	233.69	203.39
投资收益	0.10	190.00	250.00	300.00	资本支出	-826.44	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-87.41	190.00	250.00	300.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-913.86	190.00	250.00	300.00
营业利润	340.40	681.82	824.61	1017.28	短期借款	516.64	-442.41	-181.53	0.00
其他非经营损益	18.51	-6.86	-6.55	-4.16	长期借款	27.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	358.92	674.97	818.06	1013.12	股权融资	15.70	0.00	0.00	0.00
所得税	43.66	101.24	122.71	151.97	支付股利	-32.03	-50.36	-91.65	-111.08
净利润	315.26	573.72	695.35	861.15	其他	392.10	-22.13	38.20	53.30
少数股东损益	63.44	115.45	139.93	173.29	筹资活动现金流净额	919.46	-514.91	-234.98	-57.79
归属母公司股东净利润	251.82	458.27	555.42	687.86	现金流量净额	59.68	-223.47	248.71	445.60
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	539.74	316.27	564.98	1010.58	成长能力				
应收和预付款项	986.34	1213.41	1623.67	2289.89	销售收入增长率	73.45%	35.25%	30.98%	40.10%
存货	533.75	746.36	1018.42	1452.52	营业利润增长率	152.85%	100.30%	20.94%	23.37%
其他流动资产	54.37	73.50	98.63	137.62	净利润增长率	89.91%	81.99%	21.20%	23.84%
长期股权投资	36.63	36.63	36.63	36.63	EBITDA 增长率	96.17%	66.50%	18.32%	20.66%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1370.79	1316.82	1262.85	1208.88	毛利率	29.20%	27.66%	25.26%	23.77%
无形资产和开发支出	484.35	467.02	449.68	432.35	三费率	12.47%	—	—	—
其他非流动资产	381.64	380.01	378.38	376.75	净利率	13.47%	18.14%	16.38%	14.54%
资产总计	4387.62	4548.99	5493.28	7015.25	ROE	15.05%	21.92%	21.59%	21.68%
短期借款	623.94	181.53	0.00	0.00	ROA	7.19%	12.61%	12.66%	12.28%
应付和预收款项	1070.64	1200.03	1682.95	2443.67	ROIC	17.22%	#REF!	#REF!	#REF!
长期借款	27.04	27.04	27.04	27.04	EBITDA/销售收入	18.64%	22.96%	20.25%	17.51%
其他负债	571.84	523.47	526.54	531.25	营运能力				
负债合计	2293.46	1931.48	2272.07	3043.97	总资产周转率	0.68	0.71	0.85	0.95
股本	427.10	855.99	855.99	855.99	固定资产周转率	3.33	3.21	4.45	6.61
资本公积	668.64	239.76	239.76	239.76	应收账款周转率	3.85	3.47	3.54	3.59
留存收益	848.54	1256.44	1720.21	2296.98	存货周转率	4.24	3.52	3.49	3.57
归属母公司股东权益	1944.28	2352.18	2815.95	3392.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.24%	—	—	—
少数股东权益	149.88	265.33	405.26	578.56	资本结构				
股东权益合计	2094.16	2617.52	3221.21	3971.28	资产负债率	52.27%	42.46%	41.36%	43.39%
负债和股东权益合计	4387.62	4548.99	5493.28	7015.25	带息债务/总负债	28.38%	10.80%	1.19%	0.89%
					流动比率	1.21	1.69	1.95	1.98
					速动比率	0.90	1.15	1.34	1.39
					股利支付率	12.72%	10.99%	16.50%	16.15%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	436.21	726.29	859.35	1036.92	每股收益	0.29	0.54	0.65	0.80
PE	73.83	40.57	33.47	27.03	每股净资产	2.27	2.75	3.29	3.96
PB	9.56	7.90	6.60	5.48	每股经营现金	0.06	0.12	0.27	0.24
PS	7.95	5.88	4.49	3.20	每股股利	0.04	0.06	0.11	0.13
EV/EBITDA	20.80	24.95	20.58	16.63					
股息率	0.17%	0.27%	0.49%	0.60%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn