

亿纬锂能 (300014)

证券研究报告
2019年11月3日

ETC 业务表现亮眼，消费接力新动能

事件：公司 19 年 Q3 实现收入 20.5 亿元，同比增长 82%，归母净利润为 6.58 亿元，同比增长 199%，扣非净利润 6.43 亿元，同比增长 297%；19 年 Q1-3 合计收入 45.8 亿元，同比增长 52%，归母净利润为 11.6 亿元，同比增长 206%，扣非净利润为 11.34 亿元，同比增长 266%。

点评：公司三季度主业大超预期，扣除麦克韦尔投资收益，Q3 主业净利 3.26 亿元，同比大增 374%，表现亮眼：

锂电池业务：受益于 ETC 与智能表计更换，公司锂原出货量成倍增长，同时净利率大幅提升。估算 19 年 Q3 锂原业务收入约 7.3 亿元，其中 ETC 占据 60% 以上份额，单月出货约 1200 万张，单价约 12 元/张，Q3 合计收入为 4.3 亿元，净利率或超过 40%。

动力电池业务：19Q3 LFP 合计收入约 5.4 亿元，预计其中动力 LFP 收入约 4.6 亿元，19 年 Q3 动力 LFP 装机量为 0.35Gwh，同比增长 434%，环比增长 6%，公司在 Q3 行业低迷的环境下，依旧保持稳定增长。报告期内公司加大与 SK 在软包动力电池领域的合作，双方规划建设 20-25Gwh 软包产能，公司合计投资 5.25 亿美元，占股 50%。

消费电池与圆柱电池：Q3 消费电池收入约 3 亿元，毛利率约 23%，环比增长约 5Pct，主要是公司在三季度着力提升生产效率，消费电池盈利能力进一步提升。圆柱电池收入约 4.7 亿元，毛利率小幅下降至 23%，预计全年收入有望达 16 亿元。

三季度费用控制超出预期。Q3 三费率只有 4.6%，环比下降 2.6Pct，同比下降 3.2Pct，其中管理费用率环比下降 2.9Pct、同比下降 0.7Pct。公司近年来一直强调优化部门职能，严控费用，目前成效显著。Q3 研发费用为 1.29 亿元，同比增长 68%，研发费用率为 6.3%，同比下降 0.9Pct，主要是由于收入端增长幅度较大。

公司主业表现亮眼，短期看 ETC 仍处于供不应求状态，增厚公司业绩将持续至 20 年 Q1。中长期看，公司在软包方面已于 SK 密切合作，合建 6Gwh 软包产线预计明年年中投产，募投 3.5Gwh 储能项目预计也将在明年投产。

电子烟方面，短期或受美国政策波动的影响，但中长期看，电子烟替代传统卷烟趋势不可逆，麦克韦尔作为电子雾化器 ODM 龙头将充分受益。考虑到公司本部消费电池（TWS）、动力业务持续向好，我们上调公司 19-20 年业绩预测，预计 19-21 年归母净利润为 17.2/19.6/27.4 亿元（原预计 11.9/19.0/27.4 亿元），对应 PE 分别为 21.6/18.9/13.5X，维持“买入”评级。

风险提示：电子烟政策大幅趋严，电动车销量不及预期，产能投放不及预期。

投资评级

行业	电子/其他电子
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	34.44 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	969.14
流通 A 股股本(百万股)	819.12
A 股总市值(百万元)	33,377.17
流通 A 股市值(百万元)	28,210.33
每股净资产(元)	7.42
资产负债率(%)	48.18
一年内最高/最低(元)	45.10/11.58

作者

杨藻	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517060001	
yangzao@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《亿纬锂能-半年报点评:控费成效明显，电子烟继续超预期》 2019-08-17
- 《亿纬锂能-公司点评:中美贸易战对亿纬锂能影响的量化测算》 2019-05-15
- 《亿纬锂能-季报点评:电子烟持续高增，电动工具反转》 2019-05-03

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,982.30	4,351.19	6,711.81	11,055.00	14,371.50
增长率(%)	27.46	45.90	54.25	64.71	30.00
EBITDA(百万元)	884.34	1,223.88	2,222.73	2,589.66	3,544.20
净利润(百万元)	403.36	570.71	1,721.14	1,959.38	2,741.12
增长率(%)	60.18	41.49	201.58	13.84	39.90
EPS(元/股)	0.42	0.59	1.78	2.02	2.83
市盈率(P/E)	92.02	65.04	21.57	18.94	13.54
市净率(P/B)	12.04	10.42	7.20	5.39	3.95
市销率(P/S)	12.45	8.53	5.53	3.36	2.58
EV/EBITDA	19.35	11.14	16.86	13.33	9.30

资料来源：wind，天风证券研究所



1. 事件:

公司 19 年 Q3 实现收入 20.5 亿元,同比增长 82%,归母净利润为 6.58 亿元,同比增长 199%,扣非净利润 6.43 亿元,同比增长 297%; 19 年 Q1-3 合计收入 45.8 亿元,同比增长 52%,归母净利润为 11.6 亿元,同比增长 206%,扣非净利润为 11.34 亿元,同比增长 266%。

2. 点评:

公司三季度主业大超预期,扣除麦克韦尔投资收益,Q3 主业净利 3.26 亿元,同比大增 374%,表现亮眼:

锂原电池业务: 受益于 ETC 与智能表计更换,公司锂原出货量成倍增长,同时净利率大幅提升。估算 19 年 Q3 锂原业务收入约 7.3 亿元,其中 ETC 占据 60%以上份额,单月出货约 1200 万张,单价约 12 元/张, Q3 合计收入为 4.3 亿元,净利率或超过 40%。

动力电池业务: 19Q3 LFP 合计收入约 5.4 亿元,预计其中动力 LFP 收入约 4.6 亿元, 19 年 Q3 动力 LFP 装机量为 0.35Gwh,同比增长 434%,环比增长 6%,公司在 Q3 行业低迷的环境下,依旧保持稳定增长。报告期内公司加大与 SK 在软包动力电池领域的合作,双方规划建设 20-25Gwh 软包产能,公司合计投资 5.25 亿美元,占股 50%。

消费电池与圆柱电池: Q3 消费电池收入约 3 亿元,毛利率约 23%,环比增长约 5Pct,主要是公司在三季度着力提升生产效率,消费电池盈利能力进一步提升。圆柱电池收入约 4.7 亿元,毛利率小幅下降至 23%,预计全年收入有望达 16 亿元。

图 1: 亿纬锂能业绩拆分表

亿纬锂能业绩拆分表					
	2018年	2019年Q1	2019年Q2	2019年Q3	2019年Q1-Q3
总收入 (亿元)	43.5	10.98	14.3	20.5	45.8
YOY	46%	61%	19%	82%	52%
锂原电池	12	2.75	3.8	7.3	13.9
ETC				4.3	4.3
非ETC	12.0	2.7	3.8	3.0	9.6
YoY	10%	-6%	17%		
锂离子电池	31.5	8.23	10.5	13.2	31.9
YoY	127%	113%	17%		
消费电池	10	1.9	2.4	3.0	7.3
LFP-动力	13.5	3.0	4.4	4.6	12.0
LFP-储能		0.3	0.5	0.8	1.7
圆柱	8	3	3.2	4.7	10.9
毛利率					
锂原电池	40%	40.5%	40.5%	45.0%	43%
锂离子电池	18%	19%	21%	23%	21%
消费电池	18%	18%	18%	23%	20%
LFP	18%	20%	23%	23%	22%
圆柱	15%	20%	25%	23%	23%
扣非净利润 (亿元)	4.96	1.96	2.95	6.43	11.34
YOY	81%	175%	283%	297%	266%
锂原电池	3	0.55	0.84	2.84	4.23
消费电池	0.8	0.04	0.10	0.30	0.43
LFP	0.4	0.10	0.39	0.45	0.95
圆柱	-0.6	0.04	0.25	0.47	0.77
软包	-1.5	-0.05	-0.09	-0.10	-0.24
方形	-0.3	-0.01	-0.01	-0.03	-0.05
麦克韦尔业绩	7.99	3.83	5.97	8.44	18.24
麦克韦尔投资收益	3	1.44	2.24	3.17	6.85
资产减值损失	-0.84	-0.15	-0.77	-0.68	-1.60
本部扣非净利润 (亿元)	1.96	0.52	0.71	3.26	4.49
YOY		49%	109%	374%	225%
归母净利润 (亿元)	5.7	2.0	3.0	6.58	11.6
YoY	41%	170%	255%	199%	206%

资料来源：公司公告，天风证券研究所（标黄部分为预测值）

三季度费用控制超出预期。Q3 三费率只有 4.6%，环比下降 2.6Pct，同比下降 3.2Pct，其中管理费用率环比下降 2.9Pct、同比下降 0.7Pct。公司近年来一直强调优化部门职能，严控费用，目前成效显著。Q3 研发费用为 1.29 亿元，同比增长 68%，研发费用率为 6.3%，同比下降 0.9Pct，主要是由于收入端增长幅度较大。

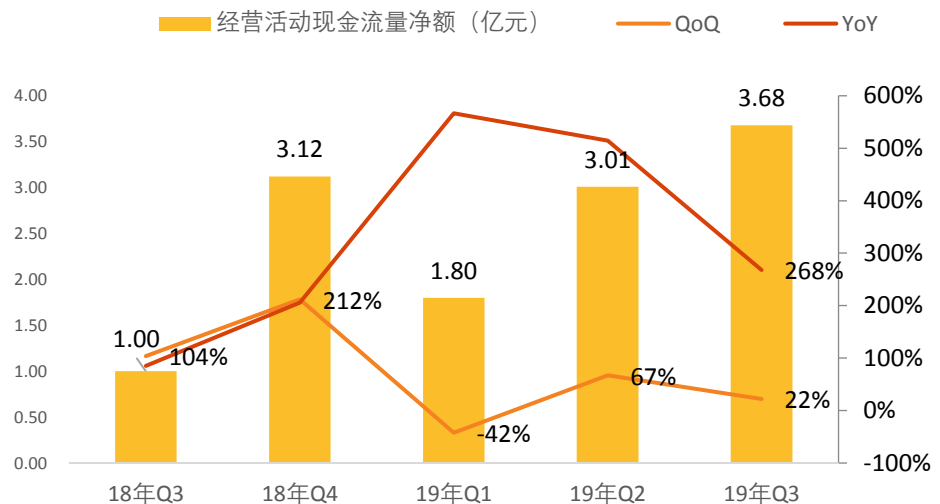
表 1：亿纬锂能期间费用率

	18 年 Q3	18 年 Q4	19 年 Q1	19 年 Q2	19 年 Q3	QoQ	YoY
销售费用率	3%	4.4%	4.6%	1.3%	2.2%	0.9%	-1.1%
管理费用率	3%	3.0%	2.1%	4.5%	1.9%	-2.6%	-0.7%
财务费用率	2%	2.2%	3.3%	1.5%	0.5%	-0.9%	-1.4%
研发费用率	7%	6.6%	9.5%	7.2%	6.3%	-0.9%	-0.5%
期间费用率	14.7%	16.2%	19.5%	14.4%	10.9%	-3.4%	-3.7%
三费率	7.8%	9.6%	10.0%	7.2%	4.6%	-2.6%	-3.2%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司现金流继续保持稳健，Q3 经营活动现金净流量为 3.68 亿元，同比增长 268%，环比增长 22%。公司的锂原电池属于现金牛业务，同时新增 ETC 业务在三季度放量，带动公司经营现金流持续向好。

图 2：亿纬锂能经营活动现金净流量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 投资建议：

公司主业表现亮眼，短期看 ETC 仍处于供不应求状态，增厚公司业绩将持续至 20 年 Q1。中长期看，公司在软包方面已于 SK 密切合作，合建 6Gwh 软包产线预计明年年中投产，募投 3.5Gwh 储能项目预计也将在明年投产。

电子烟方面，短期或受美国政策波动的影响，但中长期看，电子烟替代传统卷烟趋势不可逆，麦克韦尔作为电子雾化器 ODM 龙头将充分受益。考虑到本部消费电池（TWS）、动力业务持续向好，我们上调公司 19-20 年业绩预测，预计 19-21 年归母净利润为 17.2/19.6/27.4 亿元（原预计 11.9/19.0/27.4 亿元），对应 PE 分别为 21.6/18.9/13.5X，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	264.45	1,122.49	536.94	4,245.73	6,195.45
应收票据及应收账款	1,522.97	2,094.57	2,963.69	5,292.86	5,440.65
预付账款	43.59	32.90	68.99	120.53	125.74
存货	907.07	1,200.33	1,588.80	3,483.12	3,009.51
其他	188.21	134.62	195.53	237.68	250.27
流动资产合计	2,926.29	4,584.91	5,353.95	13,379.92	15,021.62
长期股权投资	502.41	734.20	734.20	734.20	734.20
固定资产	1,470.90	2,485.96	2,918.82	3,152.87	3,254.63
在建工程	1,600.77	1,272.65	799.59	527.75	346.65
无形资产	273.46	351.35	319.20	287.04	254.88
其他	686.50	602.85	643.01	637.75	608.74
非流动资产合计	4,534.05	5,447.01	5,414.81	5,339.61	5,199.10
资产总计	7,460.34	10,031.92	10,768.76	18,719.53	20,220.73
短期借款	504.25	815.20	1,011.76	1,400.00	1,500.00
应付票据及应付账款	2,081.42	2,862.37	2,862.30	8,089.87	6,584.46
其他	264.77	508.02	417.49	531.98	633.08
流动负债合计	2,850.44	4,185.59	4,291.56	10,021.85	8,717.54
长期借款	477.39	585.81	0.00	200.00	250.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	935.42	1,558.51	1,003.12	1,165.68	1,242.44
非流动负债合计	1,412.81	2,144.31	1,003.12	1,365.68	1,492.44
负债合计	4,263.25	6,329.91	5,294.67	11,387.53	10,209.97
少数股东权益	115.13	140.05	315.57	443.29	614.46
股本	856.37	855.15	969.14	969.14	969.14
资本公积	1,024.94	1,021.16	1,021.16	1,021.16	1,021.16
留存收益	2,225.59	2,706.81	4,189.38	5,919.57	8,427.15
其他	(1,024.94)	(1,021.16)	(1,021.16)	(1,021.16)	(1,021.16)
股东权益合计	3,197.09	3,702.01	5,474.08	7,332.00	10,010.75
负债和股东权益总	7,460.34	10,031.92	10,768.76	18,719.53	20,220.73

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	433.07	582.94	1,721.14	1,959.38	2,741.12
折旧摊销	136.50	244.91	132.35	149.95	161.50
财务费用	59.34	89.39	116.34	120.00	145.37
投资损失	(193.43)	(364.57)	(960.00)	(821.00)	(1,745.00)
营运资金变动	(213.91)	651.42	(1,888.55)	1,158.14	(1,018.22)
其它	(140.58)	(769.60)	184.75	129.89	175.06
经营活动现金流	80.99	434.49	(693.97)	2,696.35	459.82
资本支出	1,734.03	611.65	615.39	(82.57)	(26.75)
长期投资	465.78	231.79	0.00	0.00	0.00
其他	(3,939.27)	(1,547.31)	284.61	823.57	1,721.75
投资活动现金流	(1,739.46)	(703.86)	900.00	741.00	1,695.00
债权融资	1,087.42	1,707.46	1,166.04	1,788.83	1,966.52
股权融资	739.55	(98.28)	(2.35)	(120.00)	(145.37)
其他	(444.63)	(612.80)	(1,955.27)	(1,397.40)	(2,026.25)
筹资活动现金流	1,382.33	996.37	(791.58)	271.44	(205.10)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(276.14)	727.00	(552.72)	4,084.20	1,245.23

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,982.30	4,351.19	6,711.81	11,055.00	14,371.50
营业成本	2,109.89	3,318.32	4,698.26	7,959.60	10,778.62
营业税金及附加	18.91	18.70	28.85	66.33	100.60
营业费用	112.86	169.11	187.93	331.65	431.14
管理费用	116.08	139.61	167.80	276.37	431.14
研发费用	232.92	314.83	436.27	731.42	919.78
财务费用	46.02	93.29	116.34	120.00	145.37
资产减值损失	66.12	84.28	62.33	70.91	72.51
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	193.43	364.57	960.00	821.00	1,745.00
其他	(397.75)	(756.12)	(1,920.00)	(1,642.00)	(3,490.00)
营业利润	483.83	604.60	1,974.04	2,319.71	3,237.33
营业外收入	0.61	1.78	7.50	3.30	4.19
营业外支出	2.40	0.80	1.60	1.60	1.33
利润总额	482.04	605.59	1,979.94	2,321.41	3,240.19
所得税	48.97	22.65	74.04	232.14	324.02
净利润	433.07	582.94	1,905.89	2,089.27	2,916.17
少数股东损益	29.71	12.23	184.75	129.89	175.06
归属于母公司净利润	403.36	570.71	1,721.14	1,959.38	2,741.12
每股收益(元)	0.42	0.59	1.75	2.03	2.66

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	27.46%	45.90%	54.25%	64.71%	30.00%
营业利润	42.13%	24.96%	226.50%	17.51%	39.56%
归属于母公司净利润	60.18%	41.49%	201.58%	13.84%	39.90%
获利能力					
毛利率	29.25%	23.74%	30.00%	28.00%	25.00%
净利率	13.53%	13.12%	25.64%	17.72%	19.07%
ROE	13.09%	16.02%	33.37%	28.44%	29.17%
ROIC	25.40%	19.76%	53.66%	39.73%	70.75%
偿债能力					
资产负债率	57.15%	63.10%	49.17%	60.83%	50.49%
净负债率	25.74%	15.80%	11.49%	-33.51%	-42.24%
流动比率	1.03	1.10	1.25	1.34	1.72
速动比率	0.71	0.81	0.88	0.99	1.38
营运能力					
应收账款周转率	2.43	2.41	2.65	2.68	2.68
存货周转率	4.14	4.13	4.81	4.36	4.43
总资产周转率	0.50	0.50	0.65	0.75	0.74
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.59	1.78	2.02	2.83
每股经营现金流	0.08	0.45	-0.72	2.78	0.47
每股净资产	3.18	3.68	5.32	7.11	9.70
估值比率					
市盈率	92.02	65.04	21.57	18.94	13.54
市净率	12.04	10.42	7.20	5.39	3.95
EV/EBITDA	19.35	11.14	16.86	13.33	9.30
EV/EBIT	22.76	13.83	16.41	12.37	9.24

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com