

# 细分行业龙头，成长空间广阔

亿纬锂能（300014）调研报告

谨慎推荐（首次）

风险评级：一般风险

2013年8月29日

## 投资要点：

- ◆ **聚焦创新和成本综合发展战略。**公司已完成从加工制造到自主设计再到自主创新的蜕变，形成完整的锂离子电池组的设计、电芯制造、和电池组合的综合能力。同时，公司设立金泉新材料，进军电池上游材料，构筑成本壁垒。
- ◆ **短期来看，公司立足智能电表和电子烟细分行业龙头，充分受益于行业成长。**一方面，锂原电池稳定增长。其中，锂亚电池受益于国内智能电表招标维持高位、智能水表和智能气表渗透率提升、军工需求增长；锂锰电池通过OEM迎接欧洲电池产业转移；锂电池有望通过B2C业务放量。另一方面，电子烟带动锂离子电池腾飞，布局消费电子提供中长期成长空间。我们预计公司2013-2014年电子烟用锂电池增长率分别为530%和70%，市场占有率有望进一步提升，巩固行业龙头地位。消费电子锂电池将从2014年开始贡献业绩。
- ◆ **长期来看，公司“一体两翼”战略布局逐渐成形。**智能电表、电子烟、消费电子、北斗终端和新能源汽车产品渐次放理，市场空间呈阶梯状打开。锂原电池和锂离子电池构成公司业务布局的核心，北斗终端和新能源汽车为公司展开两翼，中长期成长格局清晰。一方面，公司通过设立广东亿纬进军北斗；另一方面，增程式电动车为公司打开新能源汽车市场。
- ◆ **首次给予“谨慎推荐”评级。**预计公司2013-2015年EPS分别为0.80、1.17和1.47元，当前股价对应的动态市盈率分别为47、32和26倍，未来3年复合增长率为59%，首次给予“谨慎推荐”评级。

郑磊

SAC 执业证书编号：

S0340512080002

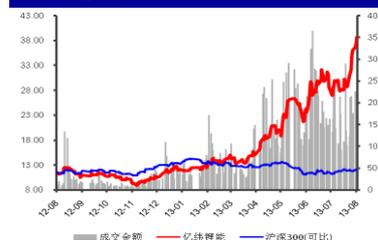
电话：0769-22115935

邮箱：zl10@dgzq.com.cn

## 主要数据 2013年8月28日

收盘价(元)	38.60
总市值(亿元)	76.81
总股本(百万股)	199.00
流通股本(百万股)	154.00
ROE(TTM)	15.38%
12月最高价(元)	37.58
12月最低价(元)	8.64

## 股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

## 公司主要财务指标预测表

	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	606.10	1,187.56	1,813.05	2,430.96
同比%	27.01	95.94	52.67	34.08
归属母公司净利润(百万元)	98.32	159.46	232.29	293.16
同比%	14.62	62.18	45.67	26.20
毛利率%	29.20	27.22	25.83	24.69
ROE%	13.36	18.45	22.10	22.78
每股收益(元)	0.50	0.80	1.17	1.47
每股净资产(元)	3.70	4.34	5.28	6.47
市盈率(倍)	75.80	46.90	32.19	25.51
市净率(倍)	10.16	8.65	7.12	5.81

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

## 相关报告

## 目录

投资逻辑： .....	3
锂电池行业： .....	3
电子烟锂电池： .....	3
亿纬锂能： .....	3
1. 概述：细分行业龙头 .....	5
1.1 业务：专注于高能锂能源领域 .....	5
1.2 研发：自主创新带动公司持续发展 .....	7
2. 锂原电池：智能电表市场龙头 .....	7
2.1 锂亚电池：智能表计平稳增长 .....	8
2.2 锂锰电池：通过 OEM 迎接产业转移 .....	8
2.3 锂铁电池：进军 B2C 业务 .....	9
3. 锂离子电池：电子烟市场龙头 .....	10
3.1 电子烟：欧美市场启动 .....	10
3.2 消费电子：打开中长期成长空间 .....	11
3.3 电动汽车：增程式更节能 .....	12
4. 盈利预测 .....	13
5. 风险提示 .....	14

## 插图目录

图 1：公司股权结构 .....	5
图 2：锂电池分类 .....	5
图 3：公司锂原电池产品 .....	6
图 4：公司锂离子电池产品 .....	6
图 5：锂电池分类 .....	10
图 6：消费电子锂电池行业竞争格局 .....	12
图 7：国内企业竞争优势 .....	12

## 表格目录

表 1：创新推动公司成长步伐 .....	7
表 2：锂铁电池主要优势 .....	9
表 3：收入分类预测表 .....	13

## 投资逻辑：

### 公司投资逻辑



资料来源：东莞证券研究所

### 锂电池行业：

锂电池行业高速成长，有巨大的市场空间。短期来看，在智能终端高成长带动下，消费电子锂电池需求高速增长。中长期来看，新能源汽车和储能未来将拉动千亿美元的市场规模。但是，从行业竞争格局来看，一些规模较小的细分市场有良好的成长前景，竞争不如消费电子激烈，却比新能源汽车更为成熟，细分行业龙头往往能获得高速成长。

### 电子烟锂电池：

电子烟采用烟液尼古丁雾化技术，具备携带方便（一根一次性电子烟约相当于一包传统香烟）、有害物质少等优点，且在有些国家可规避高额烟草税。目前电子烟市场主要集中在美国、欧盟以及俄罗斯等地。FDA 败诉后，美国市场带动电子烟高速成长。对比全球传统烟每年 5 万亿支的市场规模，有巨大的替代空间。我们预计，未来 10 年电子烟有 10 倍成长空间。

### 亿纬锂能：

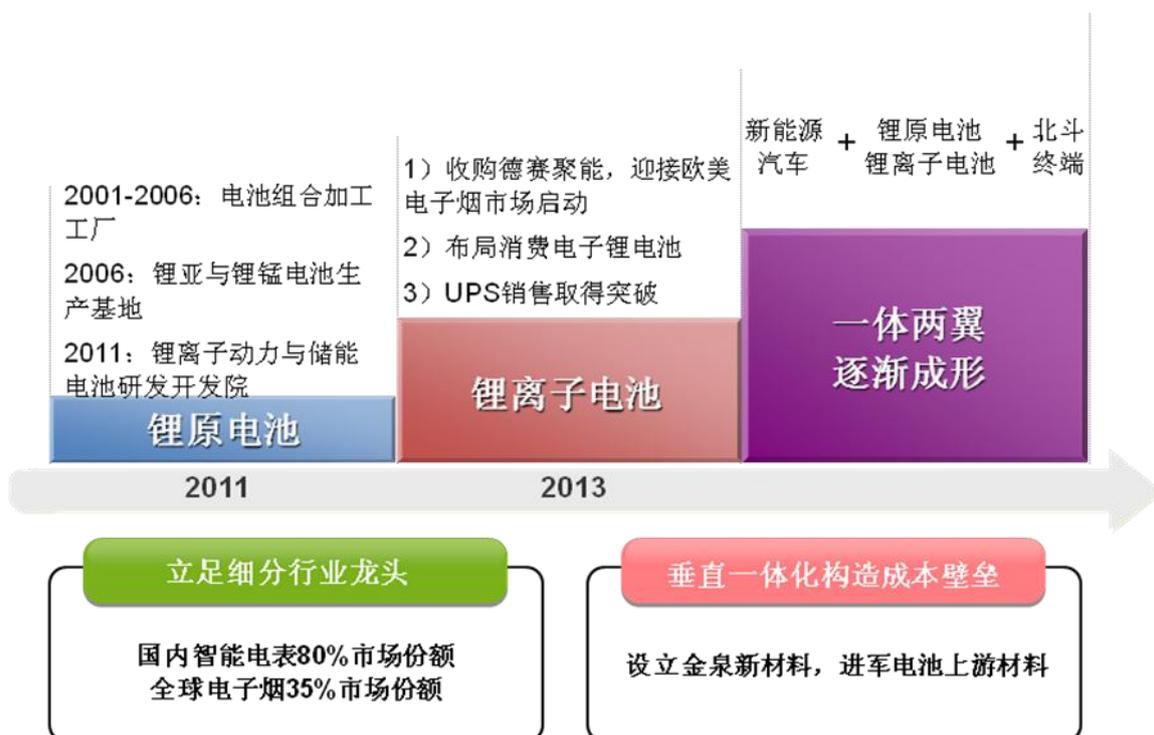
聚焦创新和成本综合发展战略。公司已完成从加工制造到自主设计再到自主创新的蜕变，形成完整的锂离子电池组的设计、电芯制造、和电池组合的综合能力。同时，公司设立金泉新材料，进军电池上游材料，垂直一体化布局为公司构筑成本壁垒。

短期来看，公司立足智能电表和电子烟细分行业龙头，充分受益于行业成长。一方面，锂原电池稳定增长。其中，锂亚电池受益于国内智能电表招标维持高位、智能水表和智能气表渗透率提升、军工需求增长；锂锰电池通过 OEM 迎接欧洲电池产业转移；锂铁电池有望通过 B2C 业务放量。另一方面，电子烟带动锂离子电池腾飞，布局消费电子

提供中长期成长空间。我们预计公司 2013-2014 年电子烟用锂电池增长率为 530% 和 70%，市场占有率有望进一步提升，巩固行业龙头地位。消费电子锂电池将从 2014 年开始贡献业绩。

长期来看，公司“一体两翼”战略布局逐渐成形。智能电表、电子烟、消费电子、北斗终端和新能源汽车产品渐次放理，市场空间呈阶梯状打开。锂原电池和锂离子电池构成公司业务布局的核心，北斗终端和新能源汽车为公司展开两翼，中长期成长格局清晰。一方面，公司通过设立广东亿纬进军北斗；另一方面，增程式电动车为公司打开新能源汽车市场。

公司成长路径

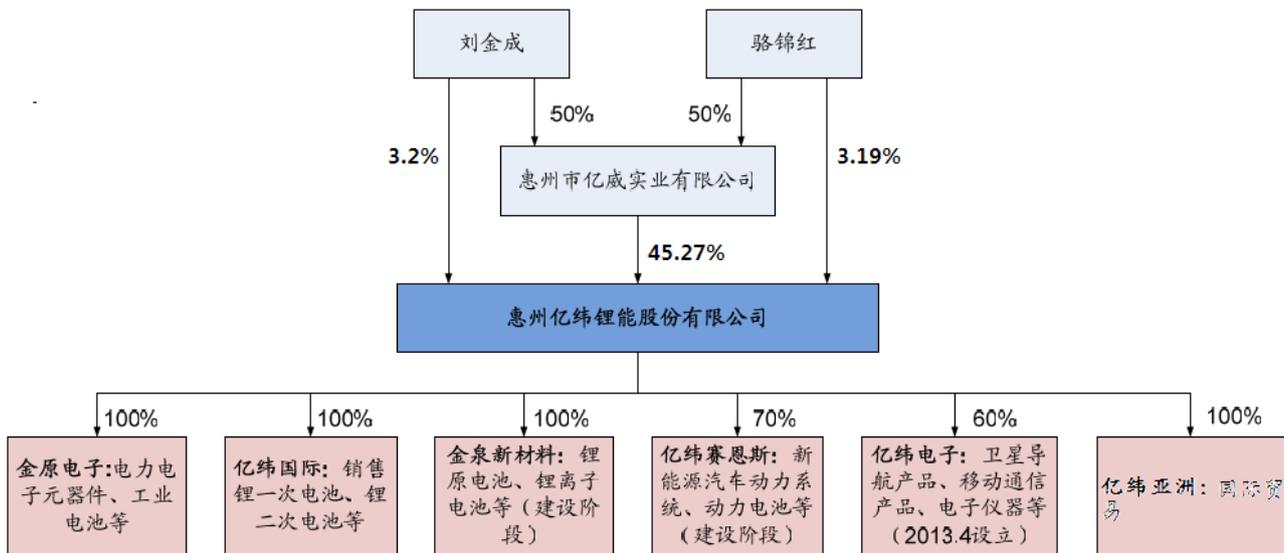


资料来源：公司资料，东莞证券研究所

## 1. 概述：细分行业龙头

惠州亿纬锂能股份有限公司成立于2001年，2009年10月在深圳创业板上市，是首批28家创业板企业之一。经过十年发展，公司不仅占据锂原电池全球领先地位，具备军工资质，锂离子电池也在电子烟带动下高速增长。

图 1：公司股权结构

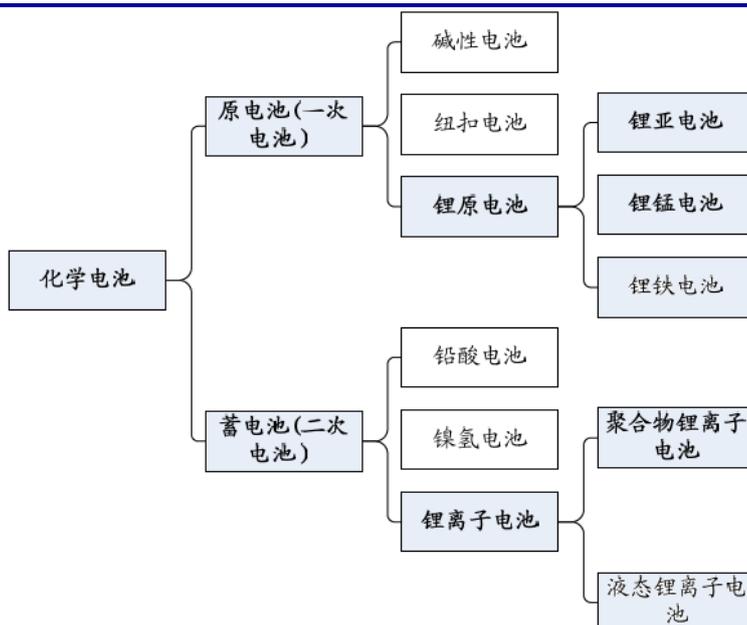


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

### 1.1 业务：专注于高能锂能源领域

公司是全球领先的锂电池生产企业，产品主要分为两大类，锂原电池（锂/亚硫酸酐、锂/二氧化锰和锂/二硫化铁等）及锂离子电池（聚合物锂离子电池、液态锂离子电池、锂离子动力与储能电池等）。

图 2：锂电池分类



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

**锂原电池：**

公司始终坚持自主开发和技术创新，目前已拥有 59 项国家专利，其中 2 项发明专利获得国家知识产权局授予的“中国专利优秀奖”，并在锂/亚硫酸氯、锂/二氧化锰和锂/二硫化铁等一次锂电池领域拥有技术和生产规模的优势。公司的主要产品锂/亚硫酸氯电池在国内市场的占有率遥遥领先，并已成为具有国际先进技术水平的绿色高能锂电池的全球主要供应商之一。产品广泛应用于全球智能表计、汽车电子、安防、数据通信和智能交通等领域。

图 3：公司锂原电池产品



资料来源：公司资料，东莞证券研究所

**锂离子電池：**

在全球新能源产业不断升级的背景下，亿纬锂能引进了先进的自动化生产设备和尖端的分析测试仪器，研发并生产各种规格的高性能的锂二次电池，包括聚合物锂离子电池、方形和柱形液态锂离子电池、锂离子动力与储能电池等，产品广泛应用于消费类电子产品、便携式电子设备、电动工具、电动自行车和储能动力等应用领域。同时，公司正在不断提升生产规模，积极打造具有国际竞争力的锂二次电池生产基地。

图 4：公司锂离子电池产品



**小型动力电池：**

电子烟、专业航模、航模玩具、电动工具、机器人、无人飞机

**数码产品电池：**

智能手机、平板电脑、移动电源、MP3/MP4/MP5、GPS、少儿点读笔、蓝牙耳机、便携式 DVD、电子书



**储能动力电池：**  
电动车、混合动力电动车、  
电动工具、储能设备

资料来源：公司资料，东莞证券研究所

## 1.2 研发：自主创新带动公司持续发展

公司坚持自主开发和技术创新，目前已拥有 59 项国家专利，是广东省首批 29 家创新型企业之一，锂电池产品达到国际先进水平。公司拥有了一支以董事长/总经理刘金成博士为统帅和以二院院士为代表的资深专家顾问组成的高素质研发团队，并采用同美国 NanoMas Technologies, Inc. 和中国科学院物理所、武汉大学、华南理工大学等业界机构合作的方式，确保公司始终保持锂离子电池行业技术前沿的行列；公司也先后被认定为国家火炬计划重点高新技术企业、省级企业技术中心和广东省锂电池工程技术研究中心。在发展各种安全可靠的锂离子电池体系的同时，公司也充分发挥近 10 年的电池组合业务的经验，积极开发智能电池管理系统，形成完整的锂离子电池组的设计、电芯制造、和电池组合的综合能力。研发中心承担了多项国家省部级科研项目：

- 方型大容量锂—亚硫酰氯电池（科技部财政部创新基金）
- 安全型大功率锂亚硫酰氯电池（科技部财政部创新基金）
- ML 系列微型扣式锂锰二次电池研制（省科技攻关项目）
- 高能锂/亚硫酰氯电池功能电解液产业化（省部产学研项目）
- 绿色高能锂/亚硫酰氯电池产业化（国家火炬计划）

表 1：创新推动公司成长步伐

2008年	省科技厅等 6 部门认定为首批 <b>“广东省创新型企业”</b>
2009年	科技部等 4 部门认定为 <b>“国家火炬计划重点高新技术企业”</b>
2009年	由省经信委批准建立 <b>“企业技术中心”</b>
2010年	由科技厅认定为广东省 <b>“百强创新型企业培育工程” 示范企业</b>
2010年	由国家人力资源部批准建立 <b>“博士后科研工作站”</b>
2010年	由省经信委认定为 <b>“省战略性新兴产业骨干企业”</b>
2011年	<b>“锂电池工程技术研究中心”</b> 通过科技厅验收
2012年	省科技厅批准 <b>“建设具备国家工程中心实力的锂电池工程中心”</b>

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

## 2. 锂原电池：智能电表市场龙头

公司锂原电池主要以锂亚电池为主，锂锰电池为辅，锂铁电池处于初期的筹划推广中。

## 2.1 锂亚电池：智能表计平稳增长

### 2.1.1 市场空间

#### 智能表计：

公司锂亚电池主要应用于智能表计，受国家智能电表招标影响显著。国家电网 2009 年底开始对智能电表进行招标。2011 年和 2012 年国家电网智能电表计划招标量均为 5500 万只，而实际智能电表招标量分别为 6700 万和 7600 万只，大幅超过先前招标计划。预计 2013 年智能电表标招仍在 5500 万只以上。此外，农网表招标已于 6 月启动，三年计划总量约为 2.5 亿只。

锂亚电池不仅用于电表，智能水表、智能气表等领域仍有广阔空间。2010 年，智能水表、燃气表、热量表在国内的销售量分别是 600 万只、560 万只和 300 万只，预计未来五年增速分别为 20%、28%和 30%。随着智能表计渗透率提升，锂亚电池需求有望快速成长。

#### 特种业务：

国际同业公司的军工业务占比达 40%。中国已经上升为世界第六大军火出口国，公司已获得军工企业资质，军工等特种业务为公司提供了潜在市场。

### 2.1.2 竞争格局

锂亚电池目前行业格局基本形成，主要制造企业分布在法国、以色列、中国、韩国等国，其中以法国 SAFT 集团为垄断地位，旗下 SAFT 品牌和 Tadiran 品牌是世界范围内的主流供应商。公司作为国内最大、全球前三的锂亚电池生产企业，在中国市场处于行业主导地位，在全球市场占据约 10%的市场份额。

### 2.1.3 业务情况

公司生产锂亚电池主要客户为全球知名电表企业，未来在智能表计持续占据领先地位，将充分受益于全球智能表计的增长。目前，公司占据了国内智能电表用电池 80%以上份额，位居绝对的龙头地位。在农网表招标推动下，公司 2013 年锂亚电池营收有望维持稳定增长。

## 2.2 锂锰电池：通过 OEM 迎接产业转移

### 2.2.1 市场空间

锂锰电池方面，公司柱式、扣式锂锰电池产品性能达到国际先进水平，并在国内率先开发出具有国际领先水平的 9V 锂锰电池和软包装锂锰电池。

#### 智能表计：

在智能表计领域，锂锰电池凭借脉冲性能优秀的特点，在某些表的设计中将形成对锂亚电池的替代，但不影响锂亚电池和锂锰电池总需求。

#### 消费电子：

作为支撑电源，应用在手表、照相机等日常电子产品，有望随电子产品需求增加而快速增长。

#### 安防：

在安防市场，由于无线安防产品正逐步替代有线安防产品，锂原电池的需求量也有所增长。公司 9V 锂锰电池产品主要应用于烟雾报警器等安防产品。

#### 智能交通：

软包装锂锰电池产品主要应用于高速公路不停车收费系统等 RFID 应用市场。

### 2.2.2 竞争格局

在全球范围内，高端锂锰电池市场 70%以上的份额被日本、德国占据。三洋、松下、ELL、索尼、德国的 VARTA 等公司是高端锂锰电池市场的主要领导者。公司也是国内锂锰电池代表性企业，目前占据全球 5%左右的额市场。

锂锰电池目前处于行业整合期。日本锂锰公司仍然处于行业龙头地位，产能保持稳定，而欧洲的部分锂锰电池公司迫于成本压力，处于往中国转移的过程中，他们积极寻求建立 OEM 合作工厂，使得中国锂锰电池厂商的产销量逐年提升。

### 2.2.3 业务情况

公司锂锰电池主要客户包括 VITZROCELL、WAVETREND 等国际知名厂商。公司锂锰电池产能为柱式 2000 万只/年，扣式 2.5 亿只/年。目前关注产品质量的控制和合格率的提升，没有组织满产。公司接到欧洲厂家 OEM 订单将使得锂锰电池今年出货量维持快速增长。

### 2.3 锂铁电池：进军 B2C 业务

锂铁电池将是公司由 B2B 向 B2C 迈进的首要产品。公司是全球第二家量产 1.5V 锂铁电池的厂商，锂铁电池容量高，耐用，储存性能好，存放时间可达 10 年以上，可在高温（60℃）、低温（-40℃）特殊环境下使用等特点，主要面向无线鼠标、电动玩具等产品。

**表 2：锂铁电池主要优势**

能量密度高，电池容量高（可达 3000mAh），绝对容量是碱锰电池的 2 倍
适合大电流放电且放电平台稳定，是高档照相机的理想配套电源，安全性能优良
自放电低，储存性能好，存放时间可达 10 年以上，优于普通锌锰电池
重量轻，仅是普通将锰电池的三分之二
绿色环保，不含汞，无任何有毒有害物质
使用温度宽广，可在-40 至 60 摄氏度下使用
工作电压高
重负载场合下的工作性能好。重负载性能是碱锰电池的 4-10 倍

资料来源：公司资料，东莞证券研究所

此外，公司 B2C 还将于三季度推出移动电源产品，随着移动终端产品的快速成长，移动电源市场需求旺盛。目前市场鱼龙混杂，缺乏领导品牌。

### 3. 锂离子电池：电子烟市场龙头

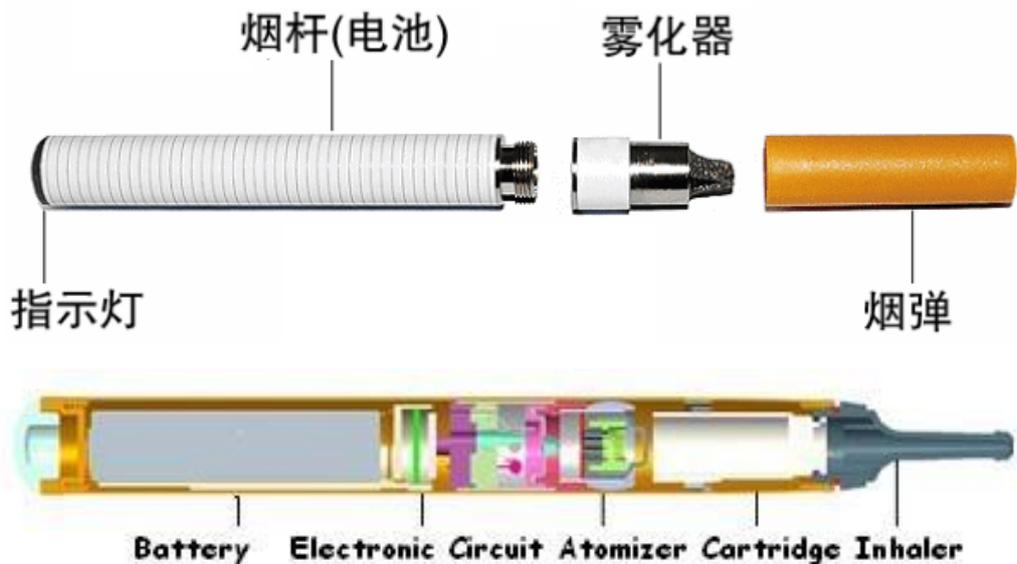
锂离子电池主要用于消费电子、电动车和电动工具，市场竞争较为激烈，公司从竞争相对较小的电子烟用锂电池切入，快速成长为细分行业龙头，并逐步布局消费电子和电动车市场。

#### 3.1 电子烟：欧美市场启动

##### 3.1.1 市场空间

电子烟采用烟液尼古丁雾化技术，具备携带方便（一根一次性电子烟约相当于一包传统香烟）、有害物质少等优点，且在有些国家可规避高额烟草税。目前电子烟市场主要集中在美国、欧盟以及俄罗斯等地。

图 5：电子烟结构示意图



资料来源：公开资料，东莞证券研究所

从锂离子电池行业来看，电子烟是一个较小的细分市场。13 年电子烟市场规模 4~5 亿支，每支电子烟用聚合物锂电池容量约为 200mah，市场售价约为 4~5 元人民币，对应市场空间约 20 亿元。全球传统烟市场规模约 5 万亿支/年，电子烟有巨大替代空间，目前主要市场是美国。影响市场的主要因素包括两方面：一是政策因素，二是消费习惯和理念。

从政策方面来看，美国 FDA 先前对电子烟进行了收缴行动，随着 2012 年 5 月份生产商对 FDA 的收缴行动提出了指控，美国最高法院裁定 FDA 败诉，美国电子烟不断吞噬传统卷烟市场，销量快速上升。美国未来 10 年电子烟的需求量有望与香烟持平，市场空间约 800 亿美元，按 7%~8%的比例估算，对应未来 10 年锂电池市场容量约为 60 亿美元。

从消费习惯和理念来看，电子烟已经受到人们的追捧，而传统卷烟市场则受到电子烟挤压呈现下降的趋势。美国零售商都开始经销电子烟，使得市场销量快速的增长，传统的卷烟制造商也开始涉足这一领域。从产品结构来看，目前市场上约有 70% 电子烟用一次性电池，30% 用可充电电池，可充电电池价格比一次性电池略高。

### 3.1.2 竞争格局

公司占据电子烟用电池三成以上市场份额，处于绝对龙头地位，短期内难以有企业与其直接竞争。一方面，电子烟用电池市场规模尚小，即使过年高速增长，仍与消费电子锂电池市场差距悬殊。龙头企业更乐于竞争并维持在消费电子领导品牌供应链的地位，进入电子烟用电池市场概率较低。另一方面，新进入电子烟用电池生产企业需要采购日本进口相关设备，大概需要 6~9 个月的建设期，再到产线调试和良率爬坡，需要一年半的时间，在缺乏下游核心客户的情况下，难以与公司形成竞争关系。

### 3.1.3 业务情况

上半年，公司电子烟用电池产品供不应求，订货周期一般在 2~3 个月。公司收购德赛聚能后，聚焦电子烟业务，通过提升效率使原德赛聚能产能提升 60%，同时，公司积极扩产满足下游需求。8 月份，公司电子烟产能从 60 万只/日增加至 80 万只/日，荆门工厂预计四季度形成 25 万只/日的产能，合计超过 100 万只/日的产能，年内产能翻番。公司计划明年一季度继续增加至 125 万只/日。

以 2013 年出货 1.5 亿只电子烟用电池估算，公司市场占有率约 35%。根据下游估算，明年电子烟市场增长率为 50%，公司拥有全球电子烟前十大客户的核心资源，通过不断扩产的产能释放，目标于 2014 年提升电子市场占有率至 50%。

## 3.2 消费电子：打开中长期成长空间

### 3.2.1 市场空间

高工锂电产业研究所统计数据显示，2011 年中国锂电池销量首次超过铅酸电池销量，接近 30 亿只，约 140GWH，标志着中国二次充电电池行业步入锂电时代。其中，消费电子锂电池容量为 22.9GWH，市场规模为 101.1 亿美元。

### 3.2.2 竞争格局

消费电子锂电池属完全竞争市场。高端市场被日韩企业和国内一线厂商占据。而大部分的锂离子电池生产企业规模较小、技术水平较低、产品开发能力薄弱、产品的一致性较差、产品的供货速度与规模得不到保证，难以通过一线品牌的供应商认证，只能为二三线品牌或者自主品牌提供产品。

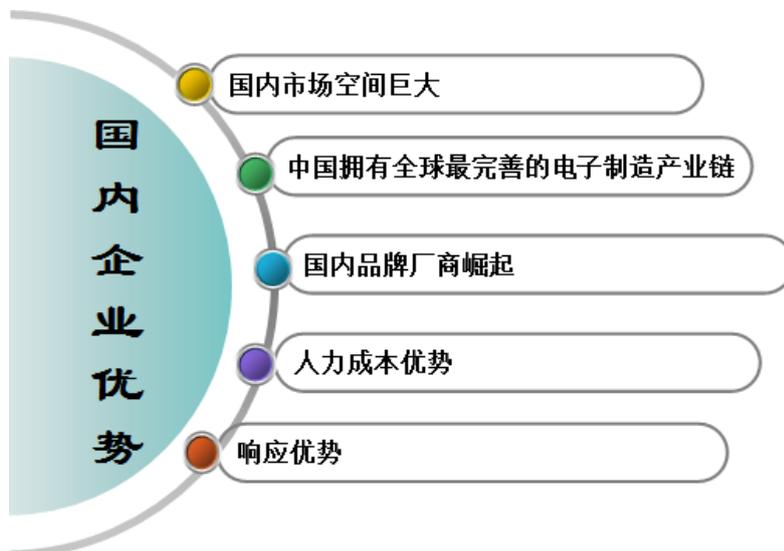
图 6：消费电子锂电池行业竞争格局



资料来源：公开资料，东莞证券研究所

随着消费电子产业链向中国转移，中国拥有巨大的市场空间和全球最完善的电子制造产业链，国内企业有望迎接锂电池产业转移。

图 7：国内企业竞争优势



资料来源：东莞证券研究所

### 3.2.3 业务情况

离子电池分为两期建设，一期产能将于 2014 年下半年投产，每期产能分别为 10 万块/天，主要针对智能手机、平板电脑等数码产品领域。按照高端市场电芯售价 10 元/块计算，项目达产后总产值约为 7 亿元，为公司中长期发展奠定基础。

## 3.3 电动汽车：增程式更节能

### 3.3.1 市场空间

随着电动汽车逐步进入市场，未来有望形成千亿美元的市场空间占锂电池市场需求总量的九成。从国内市场来看，25 个试点城市公共交通领域市场容量高达 2000 亿以上。

根据《广东省战略性新兴产业发展“十二五”规划》，广东省将大力发展新能源汽车产业，到 2015 年形成 20 万辆以上的新能源汽车综合生产能力。广东公交车保有量在 5 万辆以上，以 100 万元单价计算，有 500 亿潜在市场空间。

### 3.3.2 竞争格局

由于电动汽车市场尚未真正启动，锂电池竞争格局相对混乱。从国内来看，比亚迪居于领先水平，各地城市公共交通试点中，企业更多受益区域市场发展。

### 3.3.3 业务情况

公司 2012 年与杭州赛恩斯合资，通过控股亿纬赛恩斯新能源汽车进行资源整合，并与广汽集团合作，共同推动增程式电动车电池和系统技术在广东省的应用化市场。公司与广汽合作研发的“GZ6922HPEV 型混合动力城市客车”进入了“工业和信息化部”公告目录（第 249 批），可以进行销售，同时，公司获得了广汽在惠州市的经销增程式电动客车的授权，有望受益于地方政府采购。增程式电动车理论节油率 50%，电池容量只需纯电动车的 30~50%。

## 4. 盈利预测

表 3：收入分类预测表

	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>锂原电池</b>				
销售收入（百万元）	447.06	509.20	611.04	702.70
增长率（YOY）		13.90%	20.00%	15.00%
毛利率	34.84%	35.00%	35.00%	35.00%
毛利（百万元）	156.18	178.22	213.86	245.94
增长率（YOY）	44.93%	14.11%	20.00%	15.00%
占总销售额比重	89.44%	42.88%	33.70%	28.91%
占主营业务利润比重	89.65%	55.13%	45.67%	40.97%
<b>电子烟</b>				
销售收入（百万元）	79.53	501.02	851.74	1107.26
增长率（YOY）		530.00%	70.00%	30.00%
毛利率	15.78%	23.90%	23.50%	23.00%
毛利（百万元）	9.30	119.74	200.16	254.67
增长率（YOY）	23.20%	1187.57%	67.15%	27.23%
占总销售额比重	4.98%	42.19%	46.98%	45.55%
占主营业务利润比重	5.34%	37.04%	42.75%	42.42%
<b>消费电子锂电池</b>				
销售收入（百万元）		97.00	261.90	523.80
增长率（YOY）			170.00%	100.00%
毛利率		17.00%	17.00%	17.00%
毛利（百万元）		16.49	44.52	89.05
增长率（YOY）			170.00%	100.00%

	占总销售额比重		8.17%	14.45%	21.55%
	占主营业务利润比重		5.10%	9.51%	14.83%
<b>其他</b>					
	销售收入（百万元）	76.51	80.34	88.37	97.21
	增长率（YOY）		5%	10%	10%
	毛利率	10.96%	10.96%	10.96%	10.96%
	毛利（百万元）	8.39	8.80	9.69	10.65
	增长率（YOY）		5.00%	10.00%	10.00%
	占总销售额比重		6.76%	4.87%	4.00%
	占主营业务利润比重		2.72%	2.07%	1.77%
<b>合计</b>					
	销售收入（百万元）	<b>606.10</b>	<b>1187.56</b>	<b>1813.05</b>	<b>2430.96</b>
	增长率		<b>95.94%</b>	<b>52.67%</b>	<b>34.08%</b>
	综合毛利率		<b>27.22%</b>	<b>25.83%</b>	<b>24.69%</b>

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

公司已完成从加工制造到自主设计再到自主创新的蜕变，形成完整的锂离子电池组的设计、电芯制造、和电池组合的综合能力。

短期来看，公司立足智能电表和电子烟细分行业龙头，充分受益于行业成长。一方面，锂原电池稳定增长。其中，锂亚电池受益于国内智能电表招标维持高位、智能水表和智能气表渗透率提升、军工需求增长；锂锰电池通过 OEM 迎接欧洲电池产业转移；锂电池有望通过 B2C 业务放量。另一方面，电子烟带动锂离子电池腾飞，布局消费电子提供中长期成长空间。我们预计公司 2013-2014 年电子烟用锂电池增长率分别为 530% 和 70%，市场占有率有望进一步提升，巩固行业龙头地位。消费电子锂电池将从 2014 年开始贡献业绩。

长期来看，公司智能电表、电子烟、消费电子、北斗终端和新能源汽车产品渐次放理，市场空间呈阶梯状打开，“一体两翼”战略布局逐渐成形。锂原电池和锂离子电池构成公司业务布局的核心，北斗终端和新能源汽车为公司展开两翼，中长期成长格局清晰。一方面，公司通过设立广东亿纬进军北斗；另一方面，增程式电动车为公司打开新能源汽车市场。

预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.80、1.17 和 1.47 元，当前股价对应的动态市盈率分别为 47、32 和 26 倍，未来 3 年复合增长率为 59%，首次给予“谨慎推荐”评级。

## 5. 风险提示

- 1) 电子烟政策风险；
- 2) 业务进展不及预期

**附表：财务报表预测与比例分析**

利润表					现金流量表				
科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E	科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	606.10	1,187.56	1,813.05	2,430.96	净利润	98.23	159.46	233.11	294.37
营业成本	429.12	864.30	1,344.82	1,830.65	折旧与摊销	43.55	67.08	14.99	51.41
营业税金及附加	5.62	8.31	12.69	17.02	财务支出	0.77	0.78	5.92	15.39
销售费用	18.71	41.56	58.02	72.93	投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	46.37	91.44	126.91	154.37	净营运资本变动	-117.01	-294.42	-215.79	-220.44
财务费用	-0.47	0.78	5.92	15.39	经营活动现金流	25.52	-67.10	38.23	140.73
资产减值损失	2.21	3.56	5.44	7.29	资本支出	-63.81	-79.03	-93.37	-88.84
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	其它投资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	104.53	177.60	259.25	333.32	投资活动现金流	-63.81	-79.03	-93.37	-88.84
利润总额	115.76	187.60	274.25	346.32	股权融资	2.44	0.67	0.00	0.00
减 所得税	17.53	28.14	41.14	51.95	债券融资	0.00	170.00	130.00	50.00
净利润	98.23	159.46	233.11	294.37	股利分配及其它	-18.75	-32.67	-52.38	-74.02
减 少数股东损益	-0.09	0.00	0.82	1.21	筹资活动现金流	-16.31	138.00	77.62	-24.02
归母公司净利润	98.32	159.46	232.29	293.16	货币资金净变动	-54.60	-8.13	22.48	27.87

资产负债表					主要财务比率				
科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E	科目	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	116.85	137.36	149.51	235.34	成长能力(YOY)				
应收账款	274.21	195.00	282.90	341.00	营业收入	27.01%	0.00%	0.00%	0.00%
预付账款	16.37	29.15	27.15	22.81	营业利润	10.35%	1313.38%	202.28%	37.92%
存货	116.00	146.96	218.67	272.31	归母公司净利润	14.62%	621.13%	180.72%	37.08%
其它	39.35	73.40	86.90	101.50	盈利能力				
流动资产合计	562.77	581.86	765.13	972.96	销售毛利率	29.20%	25.27%	26.42%	26.42%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	16.22%	5.63%	10.03%	10.91%
固定资产合计	215.60	248.41	251.81	249.95	ROE	13.36%	6.24%	15.47%	18.30%
长期待摊费用	23.88	1.67	1.17	0.82	ROIC	13.07%	-0.76%	4.95%	13.28%
其它	93.37	68.49	71.08	70.72	偿债能力				
非流动资产合计	332.85	318.58	324.06	321.49	资产负债率	17.82%	21.71%	26.78%	28.59%
资产总计	895.62	900.44	1,089.19	1,294.45	流动比率	4.17	2.98	2.62	2.63
短期借款	0.00	62.40	98.40	124.00	速动比率	3.31	2.23	1.87	1.89
应付账款	80.55	110.75	153.85	193.89	营运能力				
预收款项	12.20	8.74	13.58	17.11	资产周转率	0.71	0.91	1.24	1.30
其它	42.22	13.55	25.83	35.07	存货周转率	4.03	6.52	4.95	4.65
流动负债合计	134.97	195.45	291.65	370.06	应收账款周转率	2.61	4.54	5.15	4.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标				
其它	30.90	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.50	0.33	0.93	1.27
非流动负债合计	30.90	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	12.87	-49.02	65.69	131.99
负债合计	159.59	195.45	291.65	370.06	每股净资产	3.70	5.29	5.98	6.93
实收资本	198.33	133.34	133.34	133.34	每股股利	0.10	0.00	0.23	0.32
资本公积	261.22	424.09	424.09	424.09	估值指标				
留存收益及其它	276.48	147.32	239.84	366.68	PE	75.80	46.90	32.19	25.51
所有者权益合计	736.03	704.75	797.28	924.11	PB	10.16	8.65	7.12	5.81
负债和权益总计	895.62	900.20	1,088.93	1,294.17	EV/EBITDA	49.16	29.57	25.79	18.08

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

**东莞证券投资评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430