

# 亿纬锂能 (300014)

证券研究报告

2019年04月12日

## 我们如何看亿纬锂能的核心竞争力和估值?

**动力电池:** 公司自 2015 年涉足动力电池领域, 早期不赌技术路线, 在方形 LFP、圆柱 NCM、方形 NCM、软包 NCM 领域都有布局, 目前确定乘用车以软包 NCM 为主、方形 NCM 为辅, 主打高端市场; 客车以方形 LFP 为主; 软包目前已进入戴姆勒供应链, 现代起亚获得 6 年 13.48Gwh 的订单。

**软包 NCM 估值:** 2019-2021 年起亚订单装机量为 0.23Gwh、0.86Gwh、1.95Gwh, 戴姆勒订单装机量为 0.4Gwh、0.52Gwh、0.68Gwh。预计合计收入为 6.57 亿元、12.99 亿元、22.31 亿元。软包板块估值 31.36 亿元、62.07 亿元、112.77 亿元

**方形 LFP 与方形 NCM 估值:** 预计 2019-2021 年方形电池合计利润为 0.5 亿元、1.2 亿元、1.5 亿元, 由于乘用车与储能增长空间较大, 给予 25 倍估值, 对应市值 12.5 亿元、30 亿元、37.5 亿元

**圆柱 NCM 估值:** 预计 2019 年-2021 年圆柱 NCM 板块利润为 1.2 亿元、1.8 亿元、2.75 亿元, 由于电动工具为传统市场, 因此给予 20 倍估值, 板块对应市值 24 亿、36 亿元、55 亿元

**锂原电池与消费电池:** 2016-2017 年公司市场占有率由 6%提升至 9%, 预计 2018-2021 年将稳步提升, 分别为: 10%、11%、14%与 16%。2007-2017 年, 公司锂原电池营业收入由 0.77 亿元提升至 10.91 亿元, 10 年提升约 14 倍, 年复合增长率约 30%。2018-2021 年预计营收收入分别为约 13 亿元、约 15 亿元、约 19 亿元与约 23 亿元, 年复合增长率约 20%。

**传统业务估值:** 2007-2017 年, 公司消费电池营业收入由 0.38 亿元提升至 5.40 亿元, 10 年提升约 14 倍, 年复合增长率约 30%。2018-2021 年预计随 5G 物联网与电子眼市场的发展, 公司消费电池营业收入年复合增长率可保持在约 30%, 对应的营收收入分别为 7 亿元、9 亿元、12 亿元与 15 亿元。

综上所述, 对公司各部分市值加总后, 我们预计 2019-2021 年合计市值为 292.89 亿元、434.82 亿元与 599.04 亿元。同时, 预计公司 2019-2021 年净利润分别合计 9.1 亿元、12.50 亿元与 16.80 亿元, 以当前 244 亿元市值计算对应 PE 分别为 26.78X、19.50X 与 14.52X。

**总结:** 核心竞争力在于: 1) 传统业务龙头, 对公司生存形成稳定保障, 为公司发展提供试错机会。2) 公司善于学习, 生命力顽强: 公司早年转型动力电池时走过弯路, 但目前动力电池前景逐渐明朗。3) 实际控制人技术背景出身, 注重技术研发, 各事业部精细化管理。

**风险提示:** 动力电池销量不及预期; 锂原电池与消费电池竞争加剧; 电子烟政策风险等。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,339.71	2,982.30	4,351.64	5,639.13	7,755.17
增长率(%)	73.45	27.46	45.92	29.59	37.52
EBITDA(百万元)	429.52	651.42	486.36	946.83	1,521.83
净利润(百万元)	251.82	403.36	571.03	910.00	1,250.00
增长率(%)	66.43	60.18	41.57	59.36	37.36
EPS(元/股)	0.29	0.47	0.67	1.06	1.46
市盈率(P/E)	96.79	60.42	42.68	26.78	19.50
市净率(P/B)	12.54	7.91	6.90	5.73	4.65
市销率(P/S)	10.42	8.17	5.60	4.32	3.14
EV/EBITDA	28.87	26.24	60.11	35.58	23.07

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	电子/其他电子
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	28.49 元
目标价格	34.26 元

### 基本数据

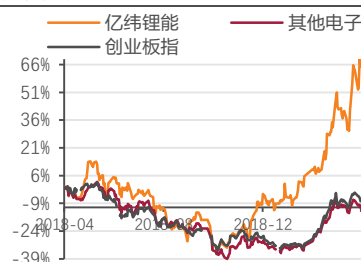
A 股总股本(百万股)	855.48
流通 A 股股本(百万股)	819.26
A 股总市值(百万元)	24,372.61
流通 A 股市值(百万元)	23,340.71
每股净资产(元)	3.99
资产负债率(%)	65.68
一年内最高/最低(元)	30.20/10.76

### 作者

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

**吴立** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《亿纬锂能-公司点评:股权激励绑定三方利益, 三箭齐发保障业绩高增长》 2017-01-05
- 《亿纬锂能-季报点评:动力锂电产能释放保障业绩维持高增长》 2016-10-26
- 《亿纬锂能-半年报点评:业绩稳健增长, 动力锂电将迎来爆发》 2016-08-23

## 内容目录

1. 核心竞争力：深耕电池行业，适时转型动力，管理层软实力强.....	4
2. 动力电池：多元化技术路线发展，2019 年估值 36.5 亿元.....	4
2.1. 方形、圆柱与软包均试水，目前主打方形 LFP.....	4
2.2. 圆柱 NCM 弯路走直，已完成转型.....	6
2.3. 动力电池发展路径已清晰：软包 NCM 为主，方形 NCM 为辅.....	7
2.4. 软包 NCM：与国际软包龙头 SKI 合作，快速开拓市场.....	8
2.5. 软包 NCM：双方优势互补，不存在依赖 SKI 隐患.....	9
2.6. 软包 NCM：戴姆勒订单实现从无到有，再获现代起亚大额订单.....	9
3. 锂原电池与消费电池：10 年 CAGR30%，2019 年估值 95 亿.....	10
3.1. 锂原电池：需求-传统主业 5 大应用场景带来增量空间.....	10
3.2. 供给-产能释放后预计 2021 年全球市占率可达 16%.....	10
3.3. 锂原电池：2018-2021 年预计营业收入的年复合增长率约 20%.....	11
3.4. 消费电池：上市前布局，以传统主业的龙头优势协同发展.....	11
3.5. 消费电池：5G 物联网带动下营业收入可增长约 9.99 亿元/年.....	12
3.6. 消费电池：2018-2021 年预计营业收入的年复合增长率约 30%.....	13
4. 亿纬锂能 2019 电子烟投资收益 4.3 个亿，对应 129 亿市值.....	14
4.1. 亿纬锂能目前持股麦克韦尔 37.55%.....	14
4.2. 行业前景广阔，预计 2023 年全球电子烟市场为 450 亿.....	14
4.3. 电子烟需求中心在欧美约占 66%，制造中心在中国约占 95%.....	15
4.4. 收入复合增长率 117%，利润复合增长率 151%.....	15
4.5. 营收增长主要来自 ODM 业务约 71%，毛利率上 APV 略高.....	16
4.6. 核心客户为全球烟草巨头.....	17
5. 盈利预测与估值（分部法）：2019 年预计市值 292.89 亿元，对应 25.38X PE.....	18
5.1. 动力电池：加总软包、方形与圆柱路线的 2019 年估值约 67.86 亿.....	18
5.2. 锂原电池与消费电池：以传统业务 20 倍 PE 计算 2019 年估值约 95 亿.....	20
5.3. 麦克韦尔：2019 年预计为亿纬锂能带来投资收益 4.3 个亿.....	21
5.4. 汇总：公司 2019 年预计市值 292.89 亿元，对应 43.66X PE.....	21

## 图表目录

图 1：亿纬锂能与可比公司的研发费用率对比.....	4
图 2：亿纬锂能研发费用（亿元）.....	4
图 3：亿纬锂能动力电池发展历史.....	5
图 4：2018 年亿纬锂能 LFP 出货量为 1.11GWh 排名第四.....	6
图 5：全球电动工具市场空间（亿美元）.....	7
图 6：中国新能源客车销售量放缓.....	7
图 7：2016-2018 年中国市场软包 NCM 渗透率逐年提升.....	8
图 8：亿纬锂能与 SKI 合作梳理.....	8
图 9：SKI 动力电池业务发展脉络.....	9

图 10: SKI 主要客户.....	9
图 11: 锂原电池 5 大应用场景.....	10
图 12: 全球一次性电池市场空间 (亿元) .....	11
图 13: 亿纬锂能锂原电池营业收入 (亿元) 与同比增速.....	11
图 14: 锂原电池 3 大应用场景.....	12
图 15: 亿纬锂能消费电池营业收入 (亿元) 与同比增速.....	14
图 16: 2012-2017 年全球电子烟行业市场规模情况 (单位: 亿美元, %) .....	15
图 17: 2012-2017 年中国电子烟行业市场规模情况 (单位: 亿美元, %) .....	15
图 18: 2017 年全球电子烟销售占比情况 (单位: %) .....	15
图 19: 2017 年全球电子烟生产占比情况 (单位: %) .....	15
图 20: 2015-2018 麦克韦尔营业收入及增速 .....	16
图 21: 2015-2018 麦克韦尔归母净利润及增速 .....	16
图 22: 2016-2018 麦克韦尔分项目收入情况 .....	17
图 23: 2015-2018 麦克韦尔净利率与毛利率 .....	17
图 24: 2016-2018 麦克韦尔主要项目毛利率 .....	17
图 25: 2015-2021 麦克韦尔收入与毛利率.....	21
图 26: 2016-2021 麦克韦尔贡献的投资收益 (亿元) .....	21
表 1: 动力电池产能规划 .....	5
表 2: 2016-2018 年亿纬锂能动力电池出货量排名 (GWh) .....	6
表 3: 方形、圆柱、软包动力 NCM 优劣势比较 .....	7
表 4: 亿纬锂能与 SKI 优劣势分析.....	9
表 5: 戴姆勒与现代起亚新能源汽车规划.....	10
表 6: 全球主要运营商的 5G 计划表 .....	13
表 7: 2016-2018 麦克韦尔主要客户 .....	18
表 8: 部分现有起亚新能源车型 .....	18
表 9: 软包 NCM 业务估值 .....	19
表 10: 方形 NCM&方形 LFP 业务估值 .....	19
表 11: 圆柱 NCM 业务估值.....	20
表 12: 锂原电池与消费电池估值 .....	20
表 13: 电子烟业务估值.....	21
表 14: 亿纬锂能分部估值汇总.....	22

## 1. 核心竞争力：深耕电池行业，适时转型动力，管理层软实力强

1) **传统业务龙头，对公司生存形成稳定保障，为公司发展提供试错机会：**公司深耕锂原电池行业，通过行业间的联动性，当公司涉足消费电池行业时较快实现盈利，形成锂原电池协同消费电池立足的独特传统业务，稳定保障公司在发展过程中的生存底线。

2) **公司善于学习，生命力顽强：**公司早年转型动力电池时走过弯路，但目前动力电池前景逐渐明朗。

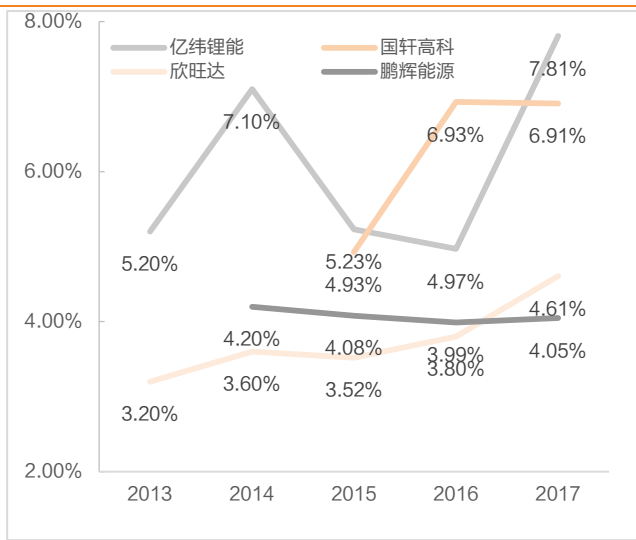
2019 年增长点：圆柱 2.5GWh 的产能由动力转电动工具（已有 TTI 消化产能），预计扭亏为盈。

2020 年增长点：方形电池走 LFP 路线，主要供应客车（2020 年渗透率或有提升）与储能电站（正在布局）。

2021 年增长点：软包与 SK 合资建厂，目前尚未盈利，但已拿到全球顶级车企订单（戴姆勒奔驰 PHEV、现代起亚），2021 年预计出货放量。

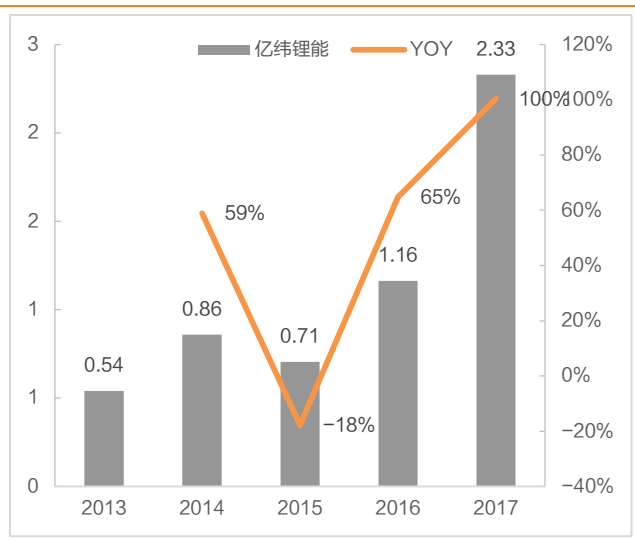
3) **实际控制人技术背景出身，各事业部精细化管理：**公司董事长、实控人刘金成为工学博士，中欧国际商学院 EMBA 学位，核心管理团队中约 60% 具备硕士以上学历，专业背景深厚，各事业部精细化管理。同时，公司注重技术研发，研发费用率年均约 6%，高于业内可比公司（国轩高科、欣旺达与鹏辉能源）。

图 1：亿纬锂能与可比公司的研发费用率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：亿纬锂能研发费用（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 动力电池：多元化技术路线发展，2019 年估值 36.5 亿元

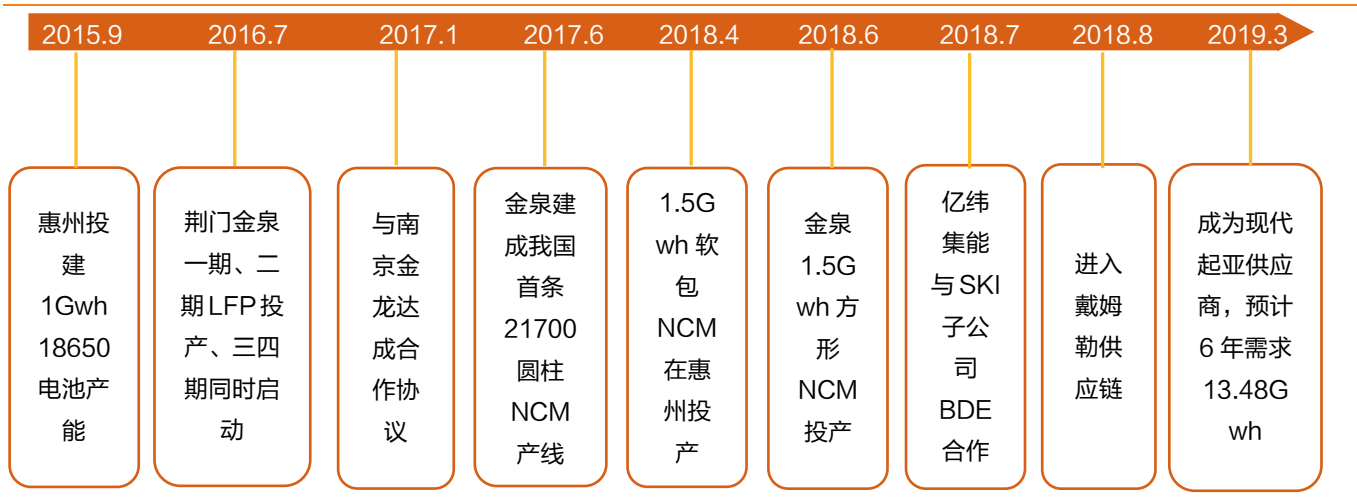
### 2.1. 方形、圆柱与软包均试水，目前主打方形 LFP

**发展路径：**公司自 2015 年涉足动力电池领域，公司早期不赌技术路线，在方形 LFP、圆柱 NCM、方形 NCM、软包 NCM 领域都有布局，目前确定乘用车以软包 NCM 为主、方形 NCM 为辅，主打高端市场；客车以方形 LFP 为主；

**客户方面：**软包目前已进入戴姆勒供应链，现代起亚获得 6 年 13.48Gwh 的订单；方形 NCM 主要客户有吉利、宝马等；方形 LFP 主要为客车市场，客户为金龙、宇通、吉利商用车等

**产能方面：**目前公司已有 9Gwh 产能，软包 NCM 在建 5.8Gwh 产能（对应现代起亚），规划建设方形 NCM1.5Gwh（对应国内乘用车），方形 LFP 在建 3.5Gwh（应用为储能）

图 3：亿纬锂能动力电池发展历史



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：动力电池产能规划

类型	2018 年已有产能 (GWh)	在建产能 (GWh)	下游应用
软包 NCM	1.5	5.8 (预计 2020 年中投产)	乘用车 (戴姆勒、现代起亚)
方形 NCM	1.5	1.5 (定增资金)	乘用车 (郑州日产、江南汽车)
圆柱 NCM	3.5		转型电动自行车、电动工具
方形 LFP	2.5	3.5 (定增资金, 预计 2020 年储能、客车 (金龙、宇通、吉利初投产))	商用
合计	9	10.8	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**市场份额:** 公司涉足动力领域较早, 2015 年开始投建产线, 2016 年开始出货, 2016-2018 年出货量分别为 0.18Gwh、0.77Gwh、1.27Gwh, 排名从第 17 名攀升至第 7 名, 攀升速度较快;

**主要份额集中在客车 (LFP) 领域, 乘用车发展缓慢:** 虽然公司出货量增长较快, 但是份额集中于客车 (LFP), 2018 年 LFP 出货 1.11Gwh, 占比 87.4%, 乘用车 (NCM) 发展缓慢;

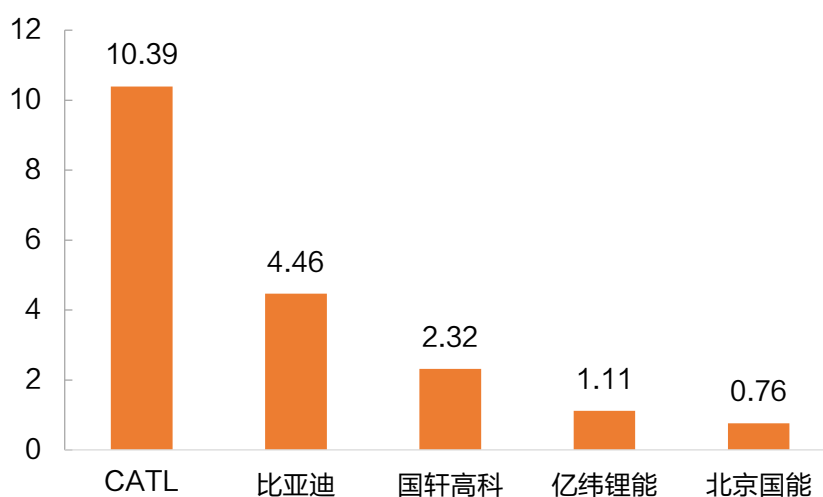
**历史原因:** 公司前期在动力电池布局方向为方形 LFP 与圆柱 NCM, 但由于国内主流乘用车车企向方形 NCM 倾斜, 因此公司 2016-2018 年动力电池出货基本依靠客车订单 (方形 LFP)

表 2: 2016-2018 年亿纬锂能动力电池出货量排名 (GWh)

2016 年			2017 年			2018 年		
排名	名称	出货量	排名	名称	出货量	排名	名称	出货量
1	比亚迪	7.19	1	宁德时代	10.50	1	宁德时代	23.52
2	宁德时代	6.18	2	比亚迪	5.65	2	比亚迪	11.44
3	沃特玛	2.49	3	沃特玛	2.41	3	国轩高科	3.09
4	国轩高科	1.85	4	国轩高科	2.03	4	力神	2.05
5	力神	1.26	5	比克电池	1.73	5	孚能科技	1.92
6	比克电池	0.70	6	孚能科技	1.14	6	比克电池	1.74
7	哈光宇	0.48	7	力神	1.10	7	亿纬锂能	1.27
8	中航锂电	0.45	8	国能电池	0.78	8	国能电池	0.82
...			9	亿纬锂能	0.77	9	中航锂电	0.72
17	亿纬锂能	0.18	10	智航新能源	0.74	10	鹏辉能源	0.62

资料来源: GGII, 天风证券研究所

图 4: 2018 年亿纬锂能 LFP 出货量为 1.11GWh 排名第四 (单位: GWh)



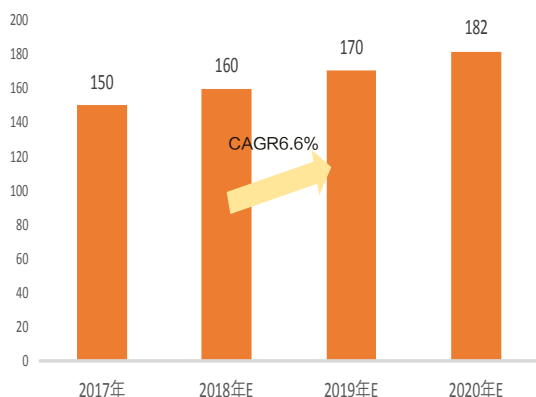
资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 2.2. 圆柱 NCM 弯路走直, 已完成转型

圆柱 NCM 成功转型电动工具 (约 2.5Gwh) 与电动自行车 (约 1Gwh)。公司在锂电池领域深耕多年, 凭借丰富的行业经验, 成功将 3.5Gwh 的圆柱 NCM 产能大部分转型生产电动工具, 目前已取得全球电动工具巨头 TTI 的订单, 根据高工锂电统计 2017 年全球无线电动工具市场超 150 亿美元, 预计 2020 年达 180 亿美元, 2017 年全球前五的电动工具公司锂电池使用量为 10Gwh, 市场空间较大。

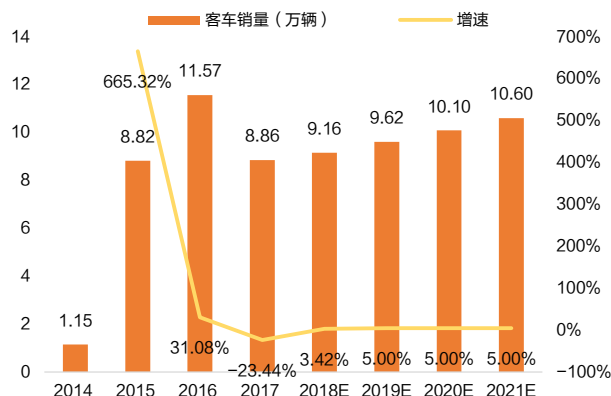
方形 LFP 未来主要应用于储能。客车 EV 销量增速放缓, 已经进入存量阶段, 公司决定将新增方形 LFP 产能 (3.5Gwh) 主要应用于储能市场。已根据 Navigant Research 报告, 未来十年分布式发电与储能容量将达 113.5Gwh, 市场空间较大。

图 5：全球电动工具市场空间（亿美元）



资料来源：GGII，天风证券研究所

图 6：中国新能源客车销售量放缓



资料来源：GGII，天风证券研究所

### 2.3. 动力电池发展路径已清晰：软包 NCM 为主，方形 NCM 为辅

2017 年确定方向，产能快速布局。公司自 2017 年判断出软包 NCM 与方形 NCM 为未来趋势，迅速布局产能，2018 年已有软包 1.5Gwh，在建 5.8Gwh，2018 年方形 1.5Gwh，在建 1.5Gwh，合计规划产能 10.3Gwh。

软包成本下降，渗透率有望提升。软包最大缺点为成本较高，但随着软包生产线成组效率的提升，经济性将有所改善，预计渗透率逐年提升。

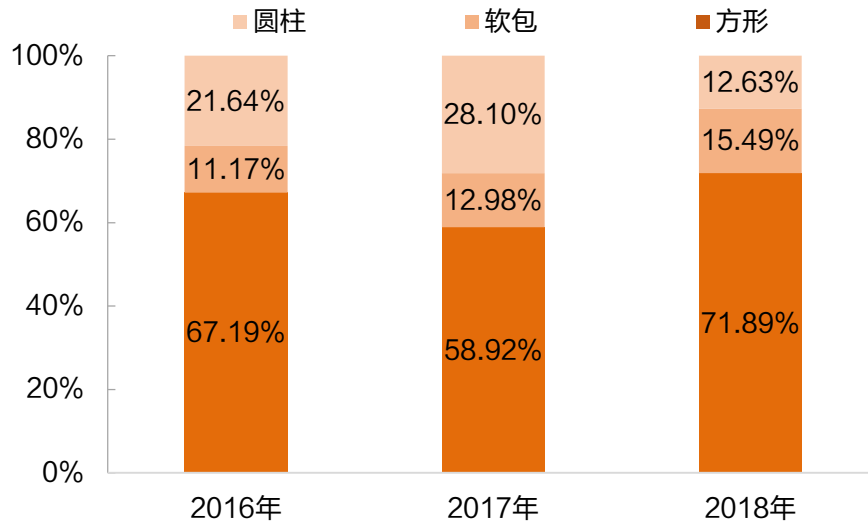
以软包为主、方形为辅打开国际高端品牌市场。公司软包已和国际软包龙头 SKI 合作，合力打开国际品牌市场，目前已成为戴姆勒、现代起亚的供应商；目前方形 NCM 主要客户为郑州日产与江南汽车。

表 3：方形、圆柱、软包动力 NCM 优劣势比较

	圆柱 NCM	方形 NCM	软包 NCM
<b>优点</b>	工艺成熟、自动化程度高、pack 成本较低、良品率高、一致性好	结构简单、重量轻、能量密度高、可定制化生产	容量大、内阻小、循环性能好、安全性能好（胀气不爆炸）、设计灵活、可定制性生产
<b>缺点</b>	能量密度低、不可定制化、安全性低	型号多、工艺难统一、能量密度不及软包	一致性差、成本高、铝塑膜漏液风险
<b>代表企业</b>	松下、力神、比克	CATL、三星、比亚迪、国轩	LG、SK、孚能、亿纬

资料来源：真锂研究，天风证券研究所

图 7：2016-2018 年中国市场软包 NCM 渗透率逐年提升



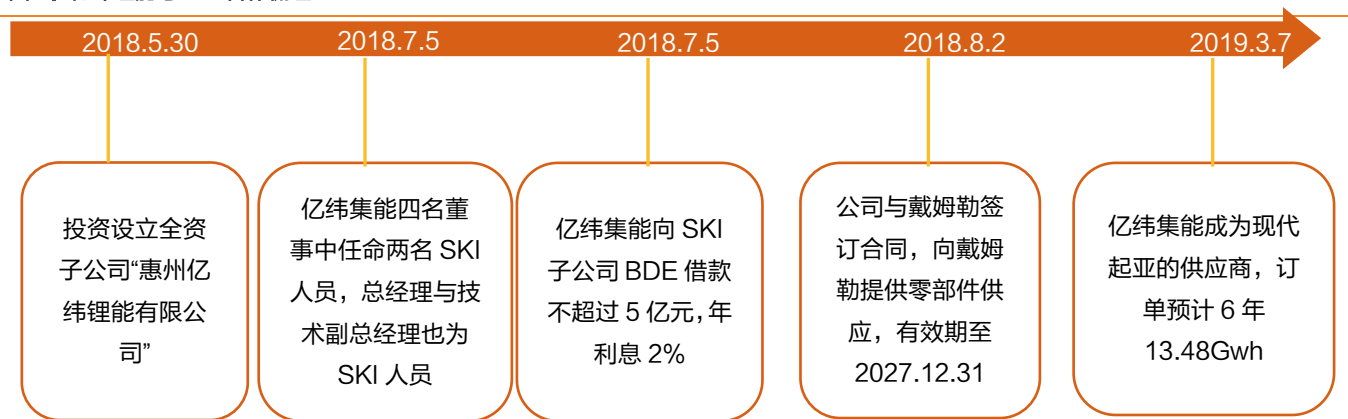
资料来源：GGII，搜狐汽车，天风证券研究所

### 2.4. 软包 NCM：与国际软包龙头 SKI 合作，快速开拓市场

与 SKI 合作，已拿下戴姆勒、现代起亚订单。2018 年公司成立全资子公司亿纬集能，随后任命四名 SKI 人员担任亿纬集能高管，双方深度合作，集能向 SKI 贷款 5 亿元，年利息仅为 2%。目前公司通过 SKI 已打入戴姆勒、现代起亚供应链。

SKI 动力电池发展历史：SK Innovation 为韩国第三大跨国集团 SK 的子公司，主要业务为石油化工、锂电池业务等，目前已有动力电池 6Gwh 产能，在常州规划产能 7.5Gwh，2022 年将在全球拥有 20Gwh 产能。SKI 是国际老牌动力电池巨头，早在 2011 年就已成为现代起亚、戴姆勒电池供应商。

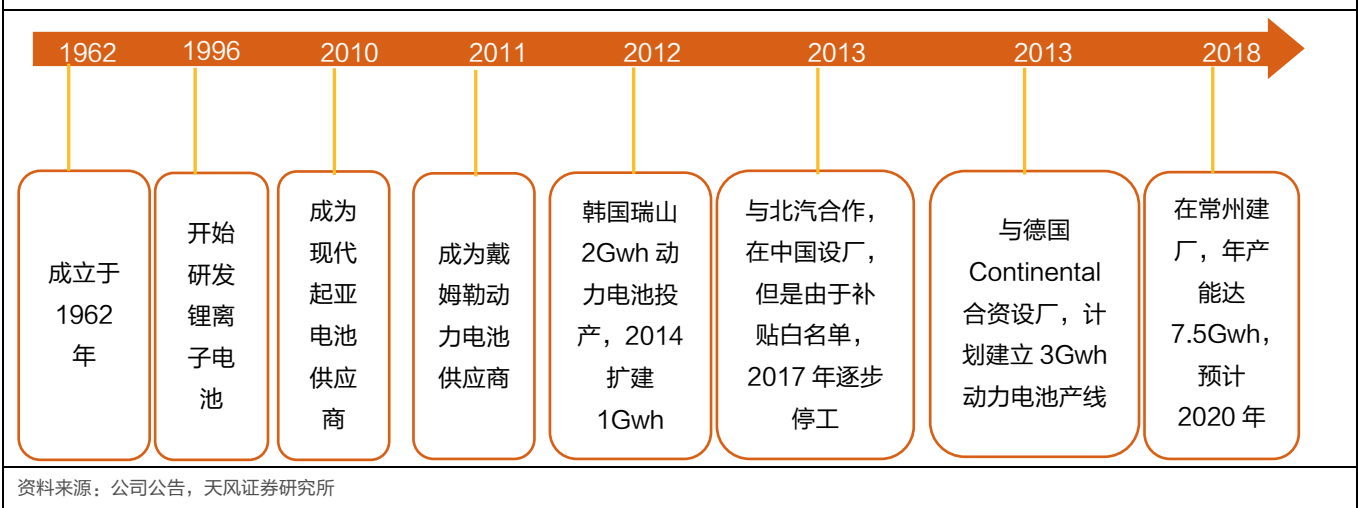
图 8：亿纬锂能与 SKI 合作梳理



资料来源：公司公告，天风证券研究所



图 9：SKI 动力电池业务发展脉络



### 2.5. 软包 NCM：双方优势互补，不存在依赖 SKI 隐患

双方合作优势互补。亿纬锂能深耕国内锂电池市场，市场开拓能力强，对国内市场了解深入，但在动力电池领域公司最缺乏的是产线调整经验。SKI 的优势是软包生产经验丰富，国际客户资源丰厚，劣势是与 LG、SDI 相比在中国布局较少，单独切入中国市场较难。是否存在过分依赖 SKI 的隐患？我们认为随着公司在动力电池领域的不断学习，积累一批经验丰富的员工，公司在动力电池最大的劣势或将消除。

表 4：亿纬锂能与 SKI 优劣势分析

	优势	劣势
亿纬锂能	国内市场开拓能力强； 对国内政策理解深入；	缺乏动力电池产线调整经验
SKI	软包生产技术强、经验丰富； 国际客户资源丰厚；	对中国市场不了解，缺乏相关经验人员

资料来源：天风证券研究所

图 10：SKI 主要客户



资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 2.6. 软包 NCM：戴姆勒订单实现从无到有，再获现代起亚大额订单

戴姆勒订单：至 2027 年 12 月 31 日，向戴姆勒提供锂离子电池零部件；

现代起亚订单：6年内13.48Gwh；  
 公司已有1.5Gwh软包NCM产能，新增产能5.8Gwh主要对应现代起亚订单。  
 高标准、高端设备、质量优先是获得国际订单的重要因素：1) 高标准：公司投产的软包电池的单体能量密度达240Wh/Kg，成组效率达85%；2) 高端设备：公司产线均为韩国进口设备，产线投入较大，约5亿元/Gwh；3) 质量优先：质量优先是公司的核心理念。

表5：戴姆勒与现代起亚新能源汽车规划

	规划车型	规划销量
戴姆勒	5-10年投资100亿欧元，2022年发布超过50款新能源汽车，10款以上的纯电动车	规划2025年新能源汽车占比达15%-25%，约30-50万辆新能源汽车
现代起亚	现代集团计划在2020年提出26款电动车，包括12款混动型、6款插电混动、2款纯电动型、2款氢燃料电池	规划2020年销售30万辆新能源汽车

资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 3. 锂原电池与消费电池：10年CAGR30%，2019年估值95亿

#### 3.1. 锂原电池：需求-传统主业5大应用场景带来增量空间

锂原电池主要包括锂亚电池（多用于工业、商用、军用领域）与锂锰电池（多用于民用、消费品领域）。

产品特点：不可充电的一次性电池，工作寿命长（自放电率1%-小于2%/年）、安全性高。

主要5大应用领域：智能电表、ETC收费系统、烟雾报警器、车载紧急呼叫设备、共享单车。

图11：锂原电池5大应用场景



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

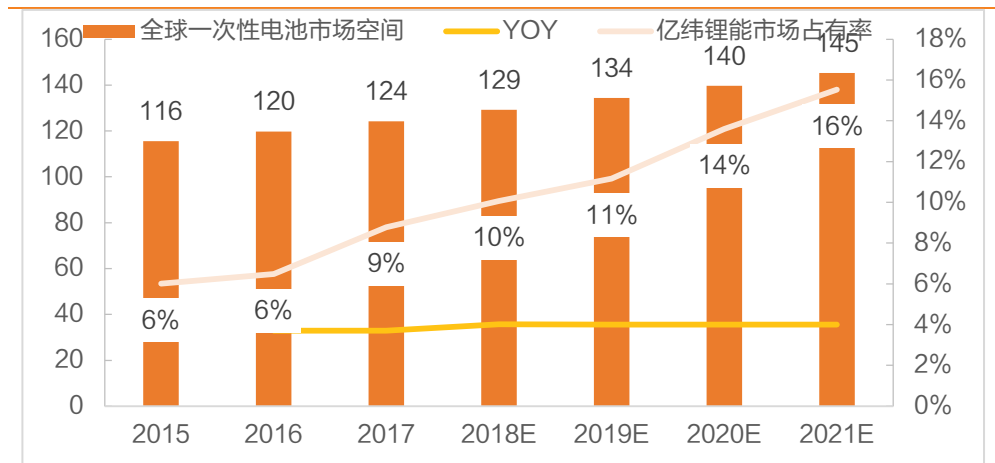
#### 3.2. 供给-产能释放后预计2021年全球市占率可达16%

2015-2021 年全球一次性电池市场同比增长平稳(约 4%),2018 年市场规模约 129 亿,预计 2021 年市场规模约 145 亿。

2015 年公司锂亚电池销量超过 1 亿只,全球第一;2018 年公司锂锰电池荆门项目一期投产,新增产能 1.5 亿只/年,二期预计 2019 年 9 月份投产,建成后将成为全球最大的锂锰电池生产基地。

2016-2017 年公司市场占有率由 6%提升至 9%,预计 2018-2021 年将继续稳步提升,分别为:10%、11%、14%与 16%。

图 12: 全球一次性电池市场空间 (亿元)



资料来源: GosReports, Technavio, 天风证券研究所

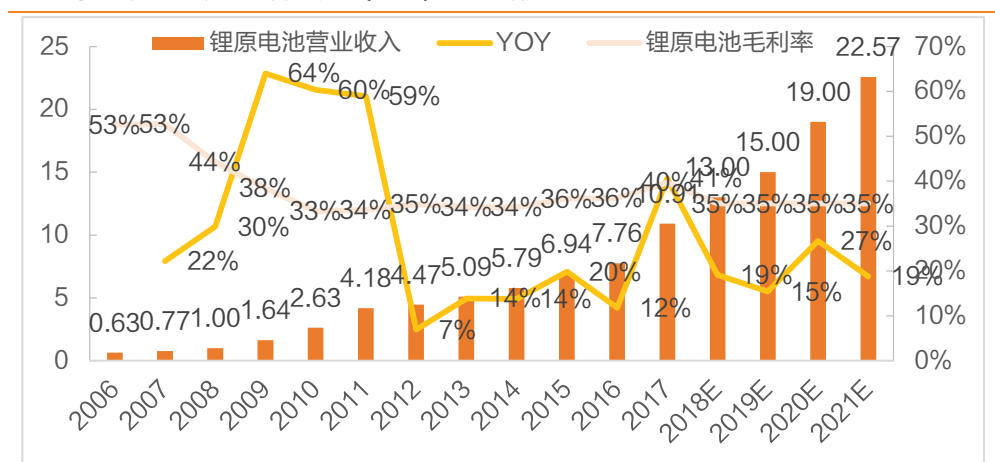
### 3.3. 锂原电池: 2018-2021 年预计营业收入的年复合增长率约 20%

2007-2017 年,公司锂原电池营业收入由 0.77 亿元提升至 10.91 亿元,10 年提升约 14 倍,年复合增长率约 30%。

2018-2021 年预计营业收入分别为约 13 亿元、约 15 亿元、约 19 亿元与约 23 亿元,年复合增长率约 20%。

毛利率:公司自上市以来锂原电池毛利率稳定在约 35%,预计 2018-2021 年将继续保持。

图 13: 亿纬锂能锂原电池营业收入 (亿元) 与同比增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

### 3.4. 消费电池: 上市前布局, 以传统主业的龙头优势协同发展

**电池子行业间联动性：**公司作为锂原电池行业龙头，上市前已布局周边平行的消费电池行业领域，凭借在锂原电池行业领域深耕的优势协同发展消费电池，在传统主业进入成熟期时导入消费电池这一新增长极，保持营收持续性增长。

**主要 3 大应用领域：可穿戴设备、智能音箱、电子雾化器。**

图 14：锂原电池 3 大应用场景



智能可穿戴设备

据IDC预计，2018年全球可穿戴设备出货量将达到1.23亿台，从2019年到2022年将保持两位数增长。

智能音响

据Canalys预计，全球智能音箱的用户量有望在2022年超过3亿，并继续保持高增长。

电子雾化器

据中国产业研究院预计，在2022年仅我国电子烟产量就将达到47.5亿支。据 P&S Intelligence 预计，到2023年，全球电子烟市场约为450亿美元，年复合增速25%。

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

### 3.5. 消费电池：5G 物联网带动下营业收入可增长约 9.99 亿元/年

**全球 5G 进程加速**，主要运营商预计将在 2019-2020 年陆续推出 5G 服务，可带动可穿戴设备与智能音箱等终端应用产品的市场发展。

**公司消费电池新增产能**，预计投产后营业收入可增长约 9.99 亿元/年。公司拟投资约 6.44 亿元于面向物联网的消费电池生产线，建设期 24 个月，达产后可新增产能约 1.87 亿只/年，销售单价为 5.90 元/只。

表 6：全球主要运营商的 5G 计划表

亚太地区	2018	2019	2020
中国移动		推出 5G 服务	
中国联通			推出 5G 服务
中国电信			推出 5G 服务
香港地区中国移动	进行 5G 实验		推出 5G 服务
台湾地区中华电信			推出 5G 服务
台湾地区中华电信			推出 5G 服务
日本 NTT Docomo			东京奥运会推出 5G 服务
日本软银			部署 5G
韩国 SK 电讯		推出 5G 服务	
韩国电信		推出 5G 服务	
韩国 LG Uplus		推出 5G 服务	
北美地区	2018	2019	2020
美国 Verizon 无线	3-5 个城市推出商用 5G 服务		
美国 T-Mobile US		部署 5G	推出 5G 服务
加拿大 Telus		部署 5G	
欧洲地区	2018	2019	2020
英国 EE/BT		推出 5G 服务	
英国 O2			推出 5G 服务
德国电信			部署 5G
法国 Orange			部署 5G

资料来源：齐鲁财经网，天风证券研究所

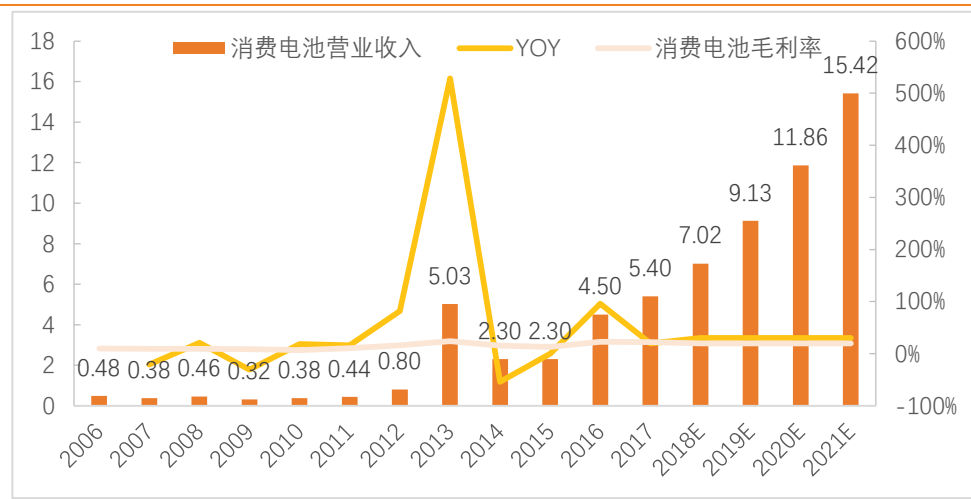
### 3.6. 消费电池：2018-2021 年预计营业收入的年复合增长率约 30%

2007-2017 年，公司消费电池营业收入由 0.38 亿元提升至 5.40 亿元，10 年提升约 14 倍，年复合增长率约 30%。

2018-2021 年预计随 5G 物联网与电子眼市场的发展，公司消费电池营业收入年复合增长率可保持在约 30%，对应的营收收入分别为约 7 亿元、约 9 亿元、约 12 亿元与约 15 亿元。

**毛利率：**公司自上市以来消费电池毛利率稳定在约 20%，预计 2018-2021 年将继续保持。

图 15: 亿纬锂能消费电池营业收入 (亿元) 与同比增速



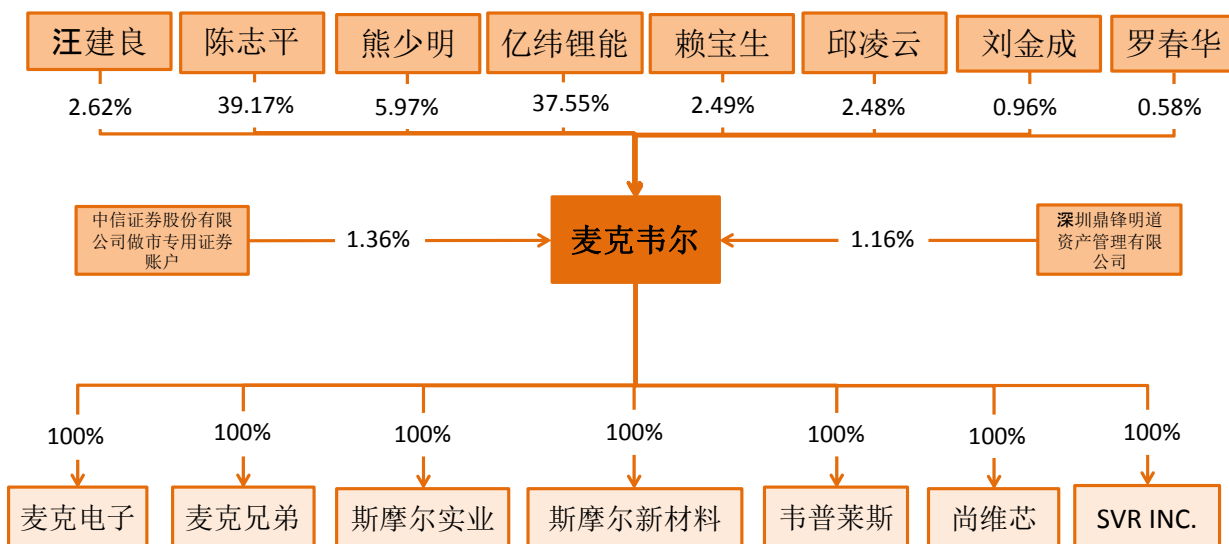
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 4. 亿纬锂能 2019 电子烟投资收益 4.3 个亿, 对应 129 亿市值

### 4.1. 亿纬锂能目前持股麦克韦尔 37.55%

麦克韦尔自 2009 年成立以来, 一直从事电子烟产品的生产和研发, 为了共同研究电子烟市场, 2014 年亿纬锂能以 4.39 亿的现金对价收购了麦克韦尔 50.1% 的股权。2015 年底, 麦克韦尔在新三板挂牌并实施小幅增资, 2017 年亿纬锂能减持麦克韦尔股, 并筹划出让控制权、不再并表。2018 年, 亿纬锂能持股麦克韦尔 37.55% 的股权。收购后, 亿纬锂能持续与麦克韦尔存在业务往来, 前者主要向后者销售电子雾化器所用的锂离子电池, 2018 年年度采购占比 6.32%。

图 16: 麦克韦尔股权结构图



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

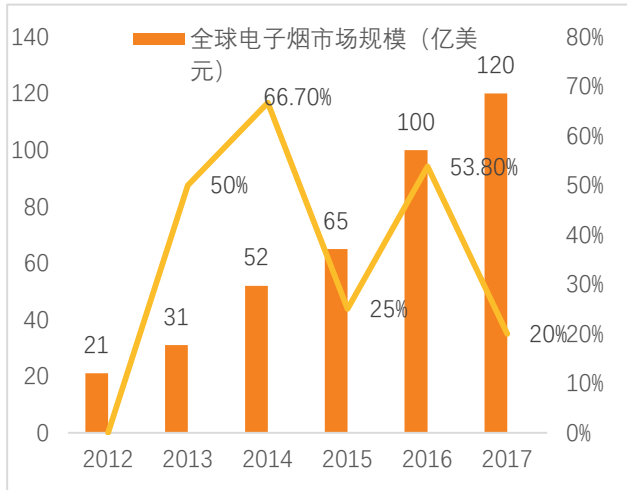
### 4.2. 行业前景广阔, 预计 2023 年全球电子烟市场为 450 亿

2017 全球电子烟消费者约 3500 万, 市场空间由 2012 年的 21 亿美元增长到 2017 年约 120 亿美元, 在过去六年中, 增长 6 倍, 年复合增速 42%。在各类型烟草制品中, 电子

烟销售额成为卷烟、烟丝、雪茄之后销售额第四的品类，在未来会进一步释放可观的增量。P&S Intelligence 预测，到 2023 年，全球电子烟市场约为 450 亿美元，复合增速为 25%，未来增长空间较大。

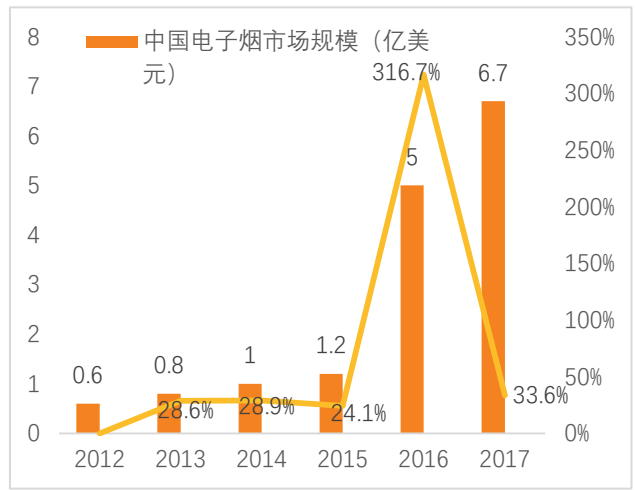
由于中国市场受限于政策不明朗，用户习惯代培养等因素，电子烟消费市场还未完全打开，但近年来市场空间增速较快，增速保持在 24% 以上，2017 年市场规模达到 6.7 亿美元。

图 16: 2012-2017 年全球电子烟行业市场规模情况(单位:亿美元,%)



资料来源: 前瞻产业研究院, 天风证券研究所

图 17: 2012-2017 年中国电子烟行业市场规模情况(单位:亿美元,%)



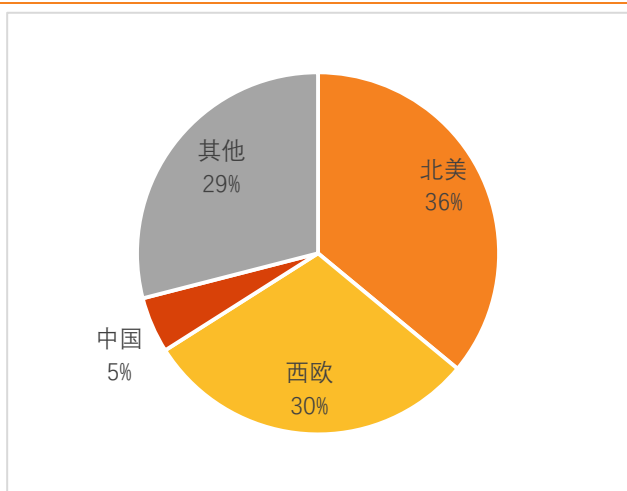
资料来源: 前瞻产业研究院, 天风证券研究所

#### 4.3. 电子烟需求中心在欧美约占 66%，制造中心在中国约占 95%

分需求方面看，当前全球电子烟主要市场在欧美。2017 年全球电子烟消费北美占比最大，市占率约为 36%，西欧是第二大电子烟市场，占比 30%，主要包括英国、意大利等国家。中国地区比重较小，约为 5%，电子烟在中国普及率远低于欧美等地区。

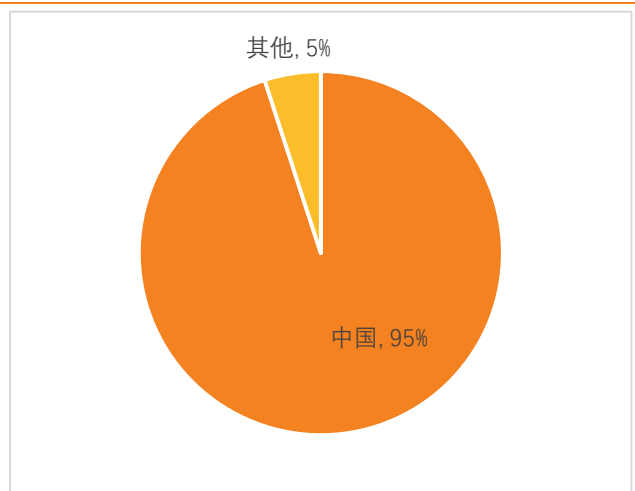
从生产方面看，中国生产了全球约 95% 以上的电子烟，其中 90% 供出口，国内电子烟市场仅占全球 5%。中国市场受限于政策不明朗，用户习惯代培养等因素，电子烟消费市场还未完全打开，但市场规模快速增长，预计 2025 年，亚太地区将占市场价值的 27% 以上，约为 127 亿，主要增长地区为中国。

图 18: 2017 年全球电子烟销售占比情况 (单位: %)



资料来源: 前瞻产业研究院, 天风证券研究所

图 19: 2017 年全球电子烟生产占比情况 (单位: %)



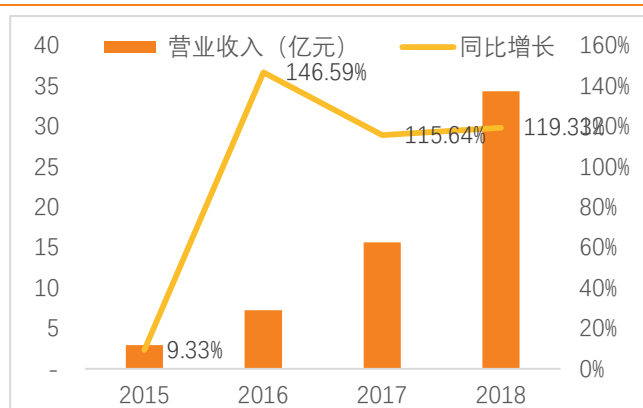
资料来源: 前瞻产业研究院, 天风证券研究所

#### 4.4. 收入复合增长率 117%，利润复合增长率 151%

麦克韦尔目前的主营业务包括为国际大型烟草公司和其他新兴品牌等提供应用公司专利技术的电子雾化器 ODM 业务和自有品牌 (APV) 系列产品通过海外渠道销售, 已经形成一定的市场规模和影响力。近年来随着电子烟行业市场空间迅速扩大, ODM 业务稳步上升的同时自有品牌 (APV) 持续放量。

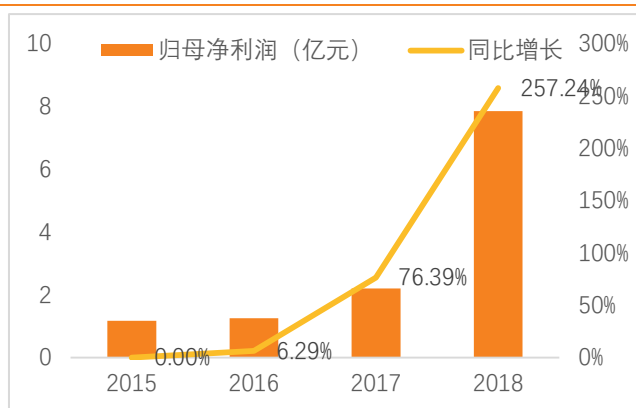
麦克韦尔从 16 年开始高速增长, 营业收入 2016, 2017, 2018 年分别为, 7.3 亿, 16 亿, 34 亿, 复合增速在 117%。净利润分别为 1.2 亿, 2.2 亿, 7.8 亿, 复合增速为 151%。麦克韦尔研发支出较为稳定, 2015-2018 年, 平均每年研发占营业收入的比重约为 3.73%。麦克韦尔拥有陶瓷发热体, 儿童防护等电子雾化的核心专利技术, 在工艺技术、产品品质、研发实力等各方面都代表着行业的先进水准, 议价能力提升。

图 20: 2015-2018 麦克韦尔营业收入及增速



资料来源: 麦克韦尔年报, 天风证券研究所

图 21: 2015-2018 麦克韦尔归母净利润及增速



资料来源: 麦克韦尔年报, 天风证券研究所

#### 4.5. 营收增长主要来自 ODM 业务约 71%，毛利率上 APV 略高

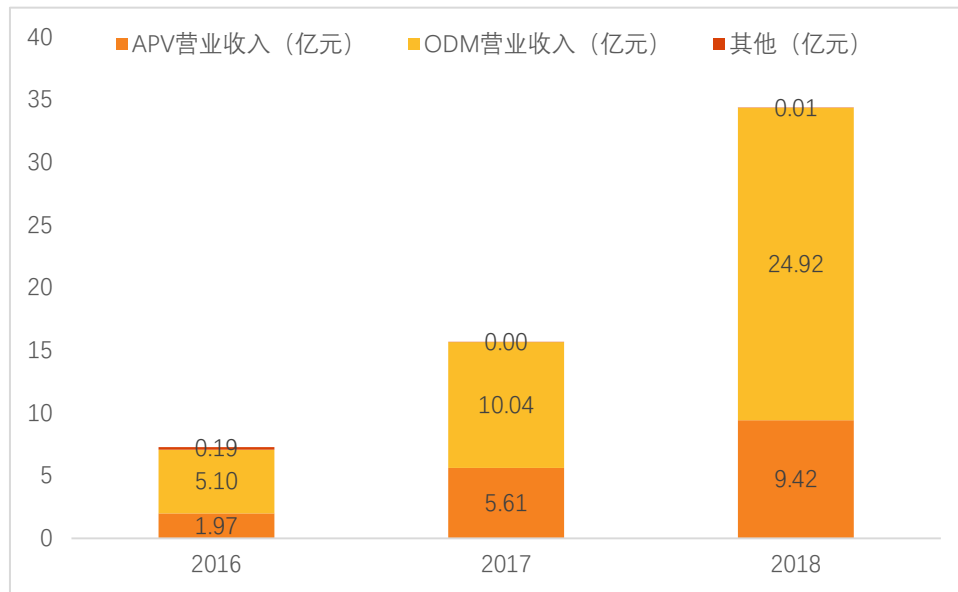
ODM 业务由于订单大幅增长, 摊销固定成本, 毛利率稳步上升; APV 业务毛利自投放以来, 毛利维持在 35% 以上, 高于 ODM 业务毛利率。麦克韦尔整体毛利率, 净利率稳步增长。

APV 业务实现营业收入 9.42 亿, 与上年同期相比增长 67.72%, 业绩增长主要来自自有品牌影响力进一步拓展, 带来的销售业绩持续增长。

ODM 业务实现营业收入 249,198.97 万元, 与上年同期相比增长 148.28%。业绩增长主要来自于麦克韦尔在研发、产品上的持续投入得到了 ODM 用户的积极反馈, 市场反应很好, 推动了业绩的增长。

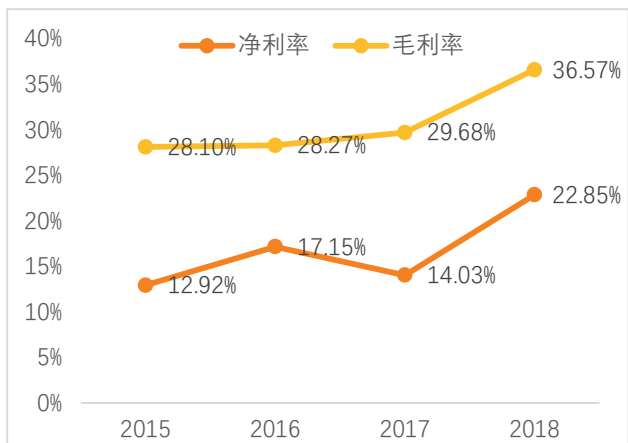


图 22: 2016–2018 麦克韦尔分项目收入情况



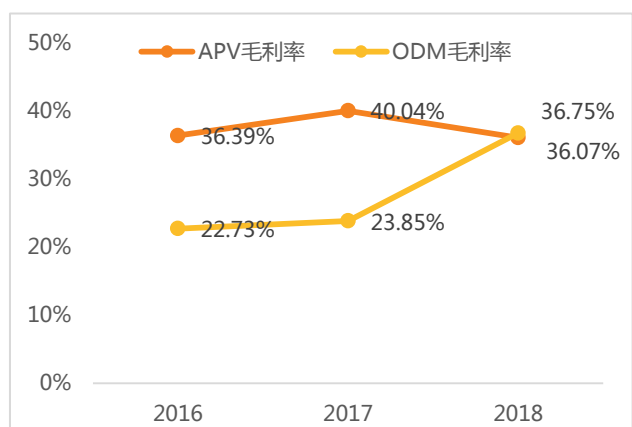
资料来源: 麦克韦尔年报, 天风证券研究所

图 23: 2015–2018 麦克韦尔净利率与毛利率



资料来源: 麦克韦尔年报, 天风证券研究所

图 24: 2016–2018 麦克韦尔主要项目毛利率



资料来源: 麦克韦尔年报, 天风证券研究所

#### 4.6. 核心客户为全球烟草巨头

麦克韦尔的主要客户为烟草巨头奥驰亚(NuMark), 英美烟草(Reynolds)以及日本烟草公司(Japan Tobacco)

美国市场销量前五中, 有三家为麦克韦尔客户, ODM 订单量增加, 也是麦克韦尔快速发展的原因之一。2018 年 Reynolds 旗下产品 Vuse 在美国市场占有率排名第二, 约为 9.1%, Numark 旗下产品 MarkTen 占有率排名第三, 约为 6.5%, Japan Tobacco 旗下产品 logic 占有率排名第五, 约为 3.9%。

2018 年 Juul 被奥驰亚收购, 尼尔森数据显示, Juul 电子烟在美国市场占有率约为 73%, 我们认为奥驰亚收购 Juul 后极有可能成为麦克韦尔潜在客户。

表 7: 2016-2018 麦克韦尔主要客户

	主要客户	占比
2018	Jupiter Research LLC	12.19%
	JAPAN TOBACCO INC.	11.87%
	REYNOLDS ASIA-PACIFIC LIMITED	7.81%
	KIM INTERNATIONAL CORPORATION	7.42%
	Nu Mark LLC	6.45%
	<b>合计</b>	<b>45.74%</b>
2017	Nu Mark LLC	16.77%
	Japan Ploom Tech	9.92%
	JT INTERNATIONAL SA.	9.71%
	Jupiter Research LLC	7.78%
	Seasonal Visions International Limited	7.19%
	<b>合计</b>	<b>51.37%</b>
2016	JT INTERNATIONAL SA	29.51%
	NU MARK LLC	28.40%
	深圳一达通企业服务有限公司	6.68%
	SEASONAL VISIONS INTERNATIONAL LIMITED	5.08%
	DR DISTRIBUTORS LLC	2.50%
	<b>合计</b>	<b>72.17%</b>

资料来源: 麦克韦尔年报, 亿纬锂能公司公告, 天风证券研究所

## 5. 盈利预测与估值 (分部法): 2019 年预计市值 292.89 亿元, 对应 25.38X PE

### 5.1. 动力电池: 加总软包、方形与圆柱路线的 2019 年估值约 67.86 亿

#### 1) 软包 NCM:

假设 1: 随着新款纯电动车 KX3 销量提升, 以及更多 EV 车型量产, 预计 2020 年以及 2021 年单车平均带电量为 25KWh

假设 2: 根据现代起亚集团规划, 2020 年新能源汽车销售量为 30 万辆, 预计 2021 年集团新能源汽车销量约 68 万辆

起亚 30% 的新能源汽车电池由公司供应

假设 3: 预计 2019 年奔驰出货量为 0.4GWh, 2019-2021 年以 30% 增速递增

假设软包 NCM 不含税单价 2019-2021 年为 1.05 (元/KWh), 0.95 (元/KWh), 0.9 (元/KWh)

预测结果: 预计 2019-2021 年起亚订单装机量为 0.23GWh、0.86GWh、1.95GWh, 戴姆勒订单装机量为 0.4GWh、0.52GWh、0.68GWh。预计合计收入为 6.57 亿元、12.99 亿元、22.31 亿元。软包板块估值 31.36 亿元、62.07 亿元、112.77 亿元 (由于 2019 年预计亏损, 因此使用 PS 估值, 取宁德时代与国轩高科 PS 均值)

表 8: 部分现有起亚新能源车型

车型	带电量 (KWh)	车型
KX3	45.2	EV
K5	12.9	PHEV
华骐 300E	37.58	EV

资料来源：公司官网，天风证券研究所

表 9：软包 NCM 业务估值

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
现代起亚集团新能源销售量 (辆)	12,781	25,965	57,856	131,746	300,000	683,135
起亚新能源销售量 (辆)	4,857	9,867	21,985	50,063	114,000	259,591
平均带电量 (KWh)	12.9	12.9	12.9	15.0	25	25
装机量 (GWh)	0.06	0.13	0.28	0.75	2.85	6.49
预计公司供应量 (GWh)				0.23	0.86	1.95
奔驰预计供应量 (GWh)				0.4	0.52	0.68
合计出货量 (GWh)				0.63	1.38	2.62
单价 (不含税) (元/KWh)				1.05	0.95	0.90
预计收入 (亿元)				6.57	12.99	23.61
PS (TTM)				4.8	4.8	4.8
市值 (亿元)				31.36	62.07	112.77

资料来源：GGII，公司官网，搜狐汽车，天风证券研究所

注：起亚占集团新能源汽车销量比重约 38%，2018 年 1-11 月销售 53035 辆车，全年约 57856 辆

2) 方形 LFP 与方形 NCM：预计 2019-2021 年方形电池合计利润为 0.5 亿元、1.2 亿元、1.5 亿元，由于乘用车与储能增长空间较大，给予 25 倍估值，对应市值 12.5 亿元、30 亿元、37.5 亿元；

表 10：方形 NCM&方形 LFP 业务估值

方形 LFP (应用客车、储能)	2018E	2019E	2020E	2021E
出货量 (GWh)	1.1	1.8	2.5	3
营业收入 (亿元)	14.3	18.72	20.8	24.96
毛利率	20%	19%	18%	18%
方形 NCM (应用部分乘用车)	2018E	2019E	2020E	2021E
出货量 (GWh)		0.1	0.5	1
营业收入 (亿元)		1.1	4.75	9
毛利率		20%	18%	15%
合计收入 (亿元)	14.3	21.52	27.55	36.36
合计毛利 (亿元)	2.64	4.10	4.96	6.27
期间费用率	17%	17%	14%	13%
净利润 (亿元)	0.4	0.5	1.2	1.5
PE		25	25	25
市值 (亿元)		12.5	30	37.5

资料来源：公司官网，天风证券研究所

3) 圆柱 NCM：预计 2019 年-2021 年圆柱 NCM 板块利润为 1.2 亿元、1.8 亿元、2.75 亿元，由于电动工具为传统市场，因此给予 20 倍估值，板块对应市值 24 亿、36 亿元、55 亿元。

表 11: 圆柱 NCM 业务估值

单位: 亿元	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入	8	15	20	25
毛利率	8%	20%	20%	20%
期间费用率	15%	12%	11%	9%
净利润	-0.56	1.2	1.8	2.75
PE		20	20	20
市值		24	36	55

资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

## 5.2. 锂原电池与消费电池: 以传统业务 20 倍 PE 计算 2019 年估值约 95 亿

**假设 1: 锂原电池期间费用率约 10%, 消费电池期间费用率约 9%, 且 2018-2021 年保持稳定。**

**假设 2: 锂原电池与消费电池为公司价值型业务 (PEG 小于 1), 锂原电池与消费电池业务 10 年 CAGR 为 30%, 对公司锂原电池与消费电池给与 20 倍 PE。**

由上述, 锂原电池与消费电池毛利率: 自上市以来分别稳定在约 35%与 20%, 预计 2018-2021 年将继续保持。

因此, 锂原电池 2018-2021 年净利润预计 3.10 亿元、3.72 亿元、4.71 亿元与 5.60 亿元;

消费电池 2018-2021 年净利润预计 0.80 亿元、1.04 亿元、1.35 亿元与 1.76 亿元;

对应锂原电池与消费电池合计估值: 2018-2021 年分别为: 约 78 亿元、约 95 亿元、约 121 亿元与约 147 亿元。

表 12: 锂原电池与消费电池估值

单位: 亿元	2018E	2019E	2020E	2021E
锂原电池营业收入	13.00	15.00	19.00	22.57
锂原电池毛利率	35%	35%	35%	35%
锂原电池期间费用率	11%	10%	10%	10%
锂原电池净利润	3.10	3.72	4.71	5.60
消费电池营业收入	7.02	9.13	11.86	15.42
消费电池毛利率	20%	20%	20%	20%
消费电池期间费用率	9%	9%	9%	9%
消费电池净利润	0.80	1.04	1.35	1.76
净利润合计	3.90	4.76	6.06	7.36
PE		20.00	20.00	20.00
锂原电池与消费电池估值		95.20	121.28	147.10
YOY		22%	27%	21%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

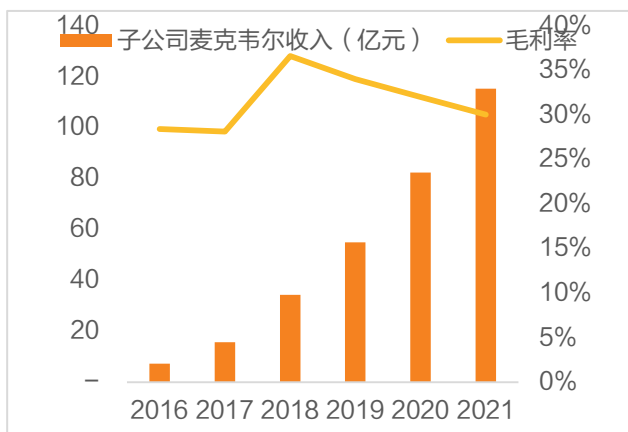
### 5.3. 麦克韦尔：2019 年预计为亿纬锂能带来投资收益 4.3 个亿

不考虑公司未来三年产生新的并购，以及参考行业未来发展桩考及公司的竞争情况，我们预计麦克韦尔 2019，2020，2021 年对应的营业收入为 54.9 亿，82.3 亿，115.2 亿，对应净利润为 11.5 亿，16.5 亿，21.9 亿。

如果持股比例不变，可为亿纬锂业贡献投资收益 4.3 亿，6.2 亿，8.2 亿。

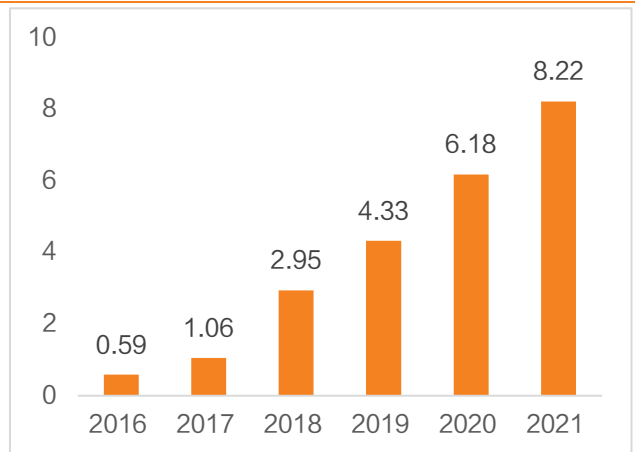
2018 年自有品牌销售额为 9.42 亿，全球市场占有率为 0.95%。预计 2019 自有品牌销售额约为 14.13 亿，预计全球市场占有率为 1.17%。

图 25：2015-2021 麦克韦尔收入与毛利率



资料来源：麦克韦尔年报，天风证券研究所

图 26：2016-2021 麦克韦尔贡献的投资收益 (亿元)



资料来源：麦克韦尔年报，天风证券研究所

我们认为麦克韦尔 2019-2021 年营业收入维持较高的增速，随着行业竞争增加，毛利率与净利率逐年减少。

如果亿纬锂能维持持股比例不变，2019-2021 年麦克韦尔业务可为亿纬锂业贡献投资收益 4.3 亿，6.2 亿，8.2 亿。考虑到同行业其他上市公司(盈趣科技 PE32,劲嘉股份 PE28.6)以及麦克韦尔未来可能在港股上市,我们认为对应对应 PE 为 30X,市值对应为 129.0 亿, 185.4 亿, 246.6 亿。

表 13：电子烟业务估值

麦克韦尔盈利预测	2018	2019E	2020E	2021E
麦克韦尔收入 (单位: 亿)	34.3	54.88	82.32	115.25
亿纬锂能并表收入 (单位: 亿)	0	0	0	0
期间费用率	9%	12%	12%	12%
毛利率	37%	34%	32%	30%
净利率	23%	21%	20%	19%
净利润 (单位: 亿)	7.85	11.52	16.46	21.9
权益	37.55%	37.55%	37.55%	37.55%
归属于上市公司利润 (单位: 亿)	2.95	4.33	6.18	8.22
YoY		60%	50%	40%
PE		30.00	30.00	30.00
市值 (单位: 亿)		129.83	185.47	246.67

资料来源：麦克韦尔年报，天风证券研究所

### 5.4. 汇总：公司 2019 年预计市值 292.89 亿元，对应 26.78X PE

综上所述,对公司各部分市值加总后,我们预计 2019-2021 年合计市值为 292.89 亿元、

434.82 亿元与 599.04 亿元。

同时，公司预计 2019–2021 年净利润分别合计 9.1 亿元、12.50 亿元与 16.80 亿元，分别对应 PE 为 26.78X、19.50X 与 14.52X。

表 14：亿纬锂能分部估值汇总

单位：亿元		2019E	2020E	2021E
软包 NCM (乘用车)	营业收入	6.57	12.99	23.61
	增速		98%	82%
	市值	31.36	62.07	112.77
圆柱 NCM(电动工具、电动自行车)	营业收入	15.00	20.00	25.00
	增速		33%	25%
	市值	24.00	36.00	55.00
方形 LFP+NCM (乘用车、客车、储能)	营业收入	19.82	25.55	33.96
	增速		29%	33%
	市值	12.50	30.00	37.50
锂原电池+消费电池	营业收入	15.00	19.00	22.57
	增速		27%	19%
	市值	95.20	121.28	147.10
麦克韦尔	投资收益	4.33	6.18	8.22
	增速		43%	33%
	市值	129.83	185.47	246.67
合计收入		56.39	77.54	105.14
合计市值		<b>292.89</b>	<b>434.82</b>	<b>599.04</b>
单位：亿元		2019E	2020E	2021E
合计利润		9.10	12.50	16.80
以当前 244 亿市值计算 PE		26.78	19.50	14.52

资料来源：天风证券研究所

注：公司市值更新日期为 2019 年 4 月 11 日

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	539.74	264.45	2,828.56	3,665.43	4,653.10
应收账款	869.67	1,302.41	1,719.56	2,039.86	3,130.25
预付账款	12.74	43.59	66.17	68.54	110.63
存货	533.75	907.07	379.69	1,203.66	907.93
其他	158.30	408.77	1,197.24	748.89	1,874.49
<b>流动资产合计</b>	<b>2,114.20</b>	<b>2,926.29</b>	<b>6,191.22</b>	<b>7,726.38</b>	<b>10,676.41</b>
长期股权投资	36.63	502.41	1,002.41	1,402.41	1,702.41
固定资产	1,012.87	1,470.90	5,096.83	8,148.33	10,620.26
在建工程	357.92	1,600.77	2,790.70	3,519.59	3,692.98
无形资产	169.65	273.46	950.44	1,527.46	2,008.11
其他	696.34	686.50	120.12	(159.94)	(428.79)
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,273.41</b>	<b>4,534.05</b>	<b>9,960.49</b>	<b>14,437.85</b>	<b>17,594.97</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,387.62</b>	<b>7,460.34</b>	<b>16,151.71</b>	<b>22,164.23</b>	<b>28,271.38</b>
短期借款	623.94	504.25	5,989.16	10,517.99	12,735.69
应付账款	643.78	1,685.08	699.21	2,278.44	1,752.79
其他	483.29	661.10	3,483.15	1,664.69	4,807.67
<b>流动负债合计</b>	<b>1,751.00</b>	<b>2,850.44</b>	<b>10,171.53</b>	<b>14,461.11</b>	<b>19,296.16</b>
长期借款	27.04	477.39	1,808.16	2,718.62	2,969.25
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	515.41	935.42	538.96	663.27	712.55
<b>非流动负债合计</b>	<b>542.46</b>	<b>1,412.81</b>	<b>2,347.11</b>	<b>3,381.88</b>	<b>3,681.80</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,293.46</b>	<b>4,263.25</b>	<b>12,518.64</b>	<b>17,843.00</b>	<b>22,977.96</b>
少数股东权益	149.88	115.13	100.42	68.17	52.79
股本	427.10	855.48	855.48	855.48	855.48
资本公积	668.64	1,024.94	1,024.94	1,024.94	1,024.94
留存收益	1,517.17	2,225.59	2,677.17	3,397.58	4,385.15
其他	(668.64)	(1,024.05)	(1,024.94)	(1,024.94)	(1,024.94)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,094.16</b>	<b>3,197.09</b>	<b>3,633.07</b>	<b>4,321.23</b>	<b>5,293.42</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,387.62</b>	<b>7,460.34</b>	<b>16,151.71</b>	<b>22,164.23</b>	<b>28,271.38</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	315.26	433.07	571.03	910.00	1,250.00
折旧摊销	93.38	136.50	317.17	540.58	739.04
财务费用	2.95	59.34	295.73	687.39	942.76
投资损失	0.10	(193.43)	(250.00)	(230.00)	(270.00)
营运资金变动	(297.62)	(205.73)	575.02	(931.15)	684.44
其它	(66.83)	(148.77)	(14.72)	(40.24)	(14.05)
<b>经营活动现金流</b>	<b>47.23</b>	<b>80.99</b>	<b>1,494.24</b>	<b>936.58</b>	<b>3,332.18</b>
资本支出	533.80	1,734.03	6,206.46	4,773.69	3,815.72
长期投资	32.91	465.78	500.00	400.00	300.00
其他	(1,480.57)	(3,939.27)	(12,290.43)	(9,825.72)	(7,713.38)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(913.86)</b>	<b>(1,739.46)</b>	<b>(5,583.97)</b>	<b>(4,652.02)</b>	<b>(3,597.66)</b>
债权融资	701.58	1,087.42	8,157.32	13,586.61	16,044.94
股权融资	13.27	739.55	(296.62)	(687.39)	(942.76)
其他	204.60	(444.63)	(1,206.86)	(8,346.91)	(13,849.03)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>919.46</b>	<b>1,382.33</b>	<b>6,653.84</b>	<b>4,552.31</b>	<b>1,253.15</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>52.83</b>	<b>(276.14)</b>	<b>2,564.11</b>	<b>836.87</b>	<b>987.67</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>2,339.71</b>	<b>2,982.30</b>	<b>4,351.64</b>	<b>5,639.13</b>	<b>7,755.17</b>
营业成本	1,656.61	2,109.89	3,406.14	4,253.78	5,758.90
营业税金及附加	14.33	18.91	26.11	33.83	46.53
营业费用	84.47	112.86	147.96	169.17	232.66
管理费用	204.98	348.99	609.23	733.09	930.62
财务费用	2.43	46.02	295.73	687.39	942.76
资产减值损失	36.59	66.12	255.00	265.00	275.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	11.98	(7.99)	1.33
投资净收益	0.10	193.43	250.00	230.00	270.00
其他	(0.19)	(397.75)	(523.97)	(444.02)	(542.66)
<b>营业利润</b>	<b>340.40</b>	<b>483.83</b>	<b>(126.55)</b>	<b>(281.13)</b>	<b>(159.96)</b>
营业外收入	20.10	0.61	0.64	0.67	0.71
营业外支出	1.59	2.40	16.52	6.84	8.59
<b>利润总额</b>	<b>358.92</b>	<b>482.04</b>	<b>(142.42)</b>	<b>(287.29)</b>	<b>(167.84)</b>
所得税	43.66	48.97	(19.23)	(38.78)	(22.66)
<b>净利润</b>	<b>315.26</b>	<b>433.07</b>	<b>(123.20)</b>	<b>(248.51)</b>	<b>(145.18)</b>
少数股东损益	63.44	29.71	(14.72)	(32.25)	(15.38)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>251.82</b>	<b>403.36</b>	<b>571.03</b>	<b>910.00</b>	<b>1,250.00</b>
每股收益(元)	0.29	0.47	0.67	1.06	1.46

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	73.45%	27.46%	45.92%	29.59%	37.52%
营业利润	152.85%	42.13%	-126.15%	122.16%	-43.10%
归属于母公司净利润	66.43%	60.18%	41.57%	59.36%	37.36%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.20%	29.25%	21.73%	24.57%	25.74%
净利率	10.76%	13.53%	13.12%	16.14%	16.12%
ROE	12.95%	13.09%	16.16%	21.40%	23.85%
ROIC	23.85%	25.40%	24.29%	17.60%	15.16%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	52.27%	57.15%	77.51%	80.50%	81.28%
净负债率	6.57%	32.91%	80.14%	35.47%	11.16%
流动比率	1.21	1.03	0.61	0.53	0.55
速动比率	0.90	0.71	0.57	0.45	0.51
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.66	2.75	2.88	3.00	3.00
存货周转率	6.10	4.14	6.76	7.12	7.35
总资产周转率	0.68	0.50	0.37	0.29	0.31
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.29	0.47	0.67	1.06	1.46
每股经营现金流	0.06	0.09	1.75	1.09	3.90
每股净资产	2.27	3.60	4.13	4.97	6.13
<b>估值比率</b>					
市盈率	96.79	60.42	42.68	26.78	19.50
市净率	12.54	7.91	6.90	5.73	4.65
EV/EBITDA	28.87	26.24	60.11	35.58	23.07
EV/EBIT	36.17	32.94	172.80	82.91	44.85

### 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