

亿纬锂能 (300014)

证券研究报告

2019年08月17日

控费成效明显，电子烟继续超预期

事件：2019年H1收入为25.3亿元，同比增长34%，归母净利润5亿元，同比增长215%，扣非净利润4.91亿元，同比增长231%；19年Q2收入为14.3亿元，同比增长19%，归母净利润3亿元，同比增长255%，扣非净利润为2.95亿元，同比增长283%

点评：公司19年H1归母净利5亿元，同比增长215%，达到业绩预告上限，Q2归母净利3亿元，同比增长255%，参股公司麦克韦尔业绩持续超预期，Q2实现净利6亿元，净利率已提升至32%，贡献投资收益2.2亿元。

Q2 锂原业务恢复增长。Q2 锂原电池实现3.8亿元收入，同比增长17%，相较于Q1恢复增长，主要是由于国际智能表计部分产品处于更新换代，公司获得了新的国际客户订单，Q2已开始放量。受18年Q2 LFP装机量高基数影响，19年Q2锂离子业务收入增速放缓。Q2 锂离子电池收入为10.5亿元，同比增长17%。增速放缓的原因为受18年5月抢装因素影响，18年Q2 LFP装机量高达0.52Gwh，而19年Q2抢装效应不明显，当期装机量为0.33Gwh，同比下滑36%，因此LFP收入下滑拖累整体增速。

毛利率方面小幅提升。19年H1锂原电池毛利率为40.5%，同比小幅提升0.8Pct；锂离子电池毛利率为20.3%，同比提高1.5Pct。**费用控制较好，三费率下降明显。**公司19Q2三费率为7.2%，环比下滑2.8Pct，同比下降1.3Pct，其中销售费用率下降明显，主要是由于公司改变营销模式，将代理模式取消，因此代理销售费用下降明显。

麦克韦尔业绩继续超预期，净利率持续提高。受益于小烟与CBD市场的爆发，19年Q2麦克韦尔实现收入18.8亿元，同比增长198%，实现利润6亿元，同比增速高达476%。公司盈利能力进一步增强，19年Q2净利率达32.1%，环比提升5.8Pct。

计提大额一次性应收账款坏账准备，预计未来计提压力变小。19年H1资产减值损失为0.92亿元，其中Q1为0.15亿元，Q2为0.77亿元，主要减值损失来自于一次性应收账款坏账准备，分别为安徽欧鹏巴赫计提坏账0.47亿元，东峡大通(fof)计提0.33亿元，二者合计0.8亿元。目前二者已全额计提，预计未来应收账款减值压力较小。

盈利预测：由于参股公司麦克韦尔充分受益于电子烟与CBD市场的爆发，业绩有望持续超预期，我们预计2019年麦克韦尔实现归母净利21.73亿元(原预计15亿元)，贡献投资收益8.16亿元(原预计5.6亿元)，因此上修亿纬锂能业绩预测。2019-2021年亿纬锂能归母净利润分别为11.9亿元(原预计9.5亿元)、19.0亿元(原预计12.6亿元)、27.4亿元(原预计17.3亿元)，对应PE分别为27.66X、17.34X、12.03X，维持“买入”评级！

风险提示：电子烟销量不及预期；动力电池销量不及预期

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	33.93元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	970.47
流通A股股本(百万股)	819.12
A股总市值(百万元)	32,928.22
流通A股市值(百万元)	27,792.58
每股净资产(元)	6.73
资产负债率(%)	47.05
一年内最高/最低(元)	34.63/10.76

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-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
- 《亿纬锂能-首次覆盖报告:我们如何看亿纬锂能的核心竞争力和估值?》2019-04-12

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	6,551.44	8,941.15	12,056.51
增长率(%)	27.46	45.90	50.57	36.48	34.84
EBITDA(百万元)	884.34	1,223.88	1,624.41	2,662.92	3,732.47
净利润(百万元)	403.36	570.71	1,190.55	1,898.94	2,737.81
增长率(%)	60.18	41.49	108.61	59.50	44.18
EPS(元/股)	0.42	0.59	1.23	1.96	2.82
市盈率(P/E)	81.63	57.70	27.66	17.34	12.03
市净率(P/B)	10.68	9.24	7.00	5.16	3.71
市销率(P/S)	11.04	7.57	5.03	3.68	2.73
EV/EBITDA	19.35	11.14	20.62	11.46	7.87

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 事件:

2019 年 H1 收入为 25.3 亿元, 同比增长 34%, 归母净利润 5 亿元, 同比增长 215%, 扣非净利润 4.91 亿元, 同比增长 231%; 19 年 Q2 收入为 14.3 亿元, 同比增长 19%, 归母净利润 3 亿元, 同比增长 255%, 扣非净利润为 2.95 亿元, 同比增长 283%

2. 点评:

公司 19 年 H1 归母净利 5 亿元, 同比增长 215%, 达到业绩预告上限, Q2 归母净利 3 亿元, 同比增长 255%, 参股公司麦克韦尔业绩持续超预期, Q2 实现净利 6 亿元, 净利率已提升至 32%, 贡献投资收益 2.2 亿元。

2.1. 本部业务点评:

19 年 H1 锂原电池实现收入 6.6 亿元, 同比增长 7%, 锂离子电池收入为 18.7 亿元, 同比增长 48%。

Q2 锂原业务恢复增长。根据公司 Q1 给出锂原收入, 可知 Q2 锂原电池实现 3.8 亿元收入, 同比增长 17%, 相较于 Q1 恢复增长, 主要是由于国际智能表计部分产品处于更新换代, 公司获得了新的国际客户订单, Q2 已开始放量。下游 ETC 需求增长迅猛, 公司为 ETC 电池龙头, 预计下半年锂原电池收入继续保持高速增长。

受 18 年 Q2 LFP 装机量高基数影响, 19 年 Q2 锂离子业务收入增速放缓。Q2 锂离子电池收入为 10.5 亿元, 同比增长 17%。增速放缓的原因为受 18 年 5 月抢装因素影响, 18 年 Q2 LFP 装机量高达 0.52Gwh, 而 19 年 Q2 抢装效应不明显, 当期装机量为 0.33Gwh, 同比下滑 36%, 因此 LFP 收入下滑拖累整体增速。

毛利率方面小幅提升。19 年 H1 锂原电池毛利率为 40.5%, 同比小幅提升 0.8Pct; 锂离子电池毛利率为 20.3%, 同比提高 1.5Pct。

净利润方面高速增长。H1 本部扣非净利润 1.23 亿元, 同比增长 78%, Q2 本部扣非净利润 0.71 亿元, 同比增长 109%,

表 1: 亿纬锂能业绩拆分

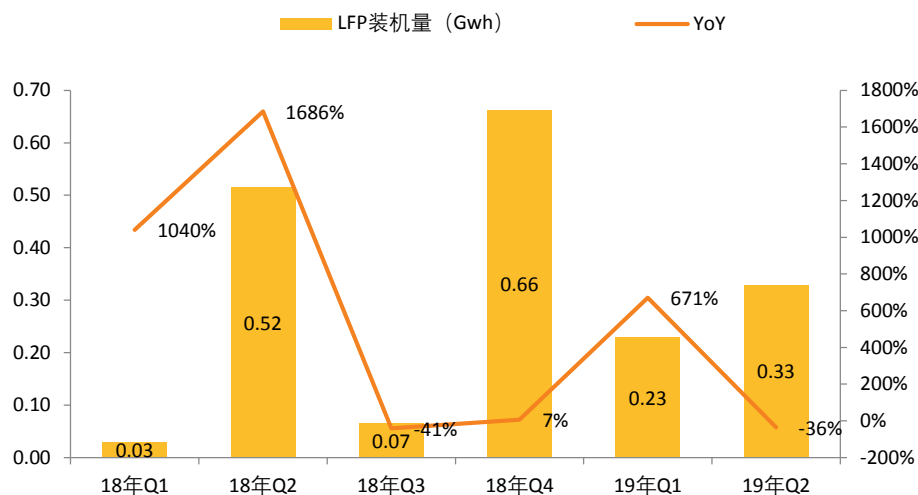
	2018 年	2019 年 Q1	2019 年 Q2	2019 年 H1
总收入 (亿元)	43.5	10.98	14.3	25.3
YOY	46%	61%	19%	34%
锂原电池	12	2.75	3.8	6.6
YoY	10%	-6%	17%	7%
锂离子电池	31.5	8.23	10.5	18.7
YoY	127%	113%	17%	48%
消费电池	10	1.9	2.4	4.3
LFP	13.5	3.3	4.9	8.2
圆柱	8	3	3.2	6.2
毛利率				
锂原电池	40%	40.5%	40.5%	40.5%
锂离子电池	18%	18%	22%	20%
消费电池	20%	20%	16%	18%
LFP	18%	18%	25%	22%
圆柱	15%	18%	21%	20%
扣非净利润 (亿元)	4.96	1.96	2.95	4.91
YOY	81%	175%	283%	231%
锂原电池	3	0.41	0.76	1.17
消费电池	0.8	0.08	0.14	0.22

LFP	0.4	0.13	0.39	0.53
圆柱	-0.6	0.13	0.25	0.35
软包	-1.5	-0.05	-0.05	-0.1
方形	-0.3	-0.03	-0.02	-0.1
麦克韦尔	3	1.44	2.24	3.68
资产减值损失	-0.84	-0.15	-0.77	-0.92
本部扣非净利润 (亿元)	1.96	0.52	0.71	1.23
YOY		49%	109%	78%
归母净利润 (亿元)	5.7	2.0	3.0	5.0
YoY	41%	170%	255%	215%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：黄色区域为预测数据，LFP 包括储能

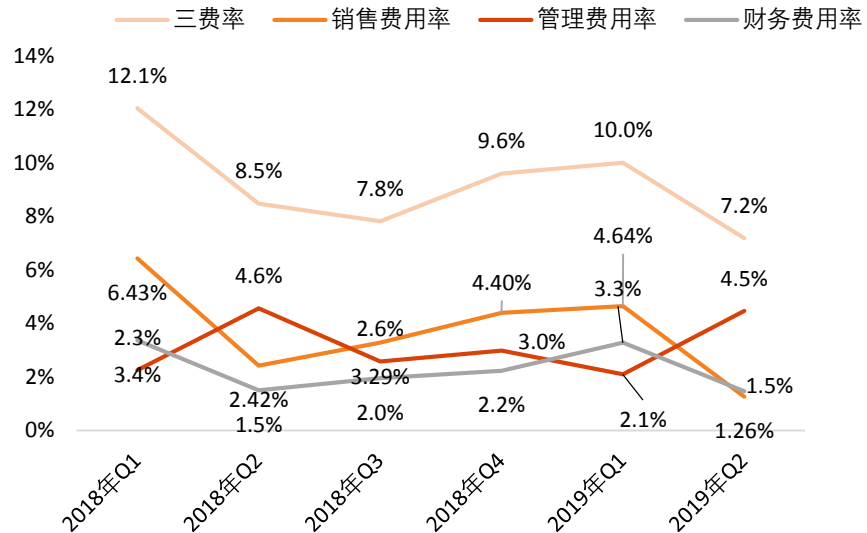
图 1：亿纬锂能 LFP 装机量



资料来源：GGII，天风证券研究所

费用控制较好，三费率下降明显。公司 19Q2 三费率为 7.2%，环比下滑 2.8Pct，同比下降 1.3Pct，其中销售费用率下降明显，由 Q1 的 4.6% 下降至 1.3%，环比下降 3.3Pct，主要是由于公司改变营销模式，将代理模式取消，因此代理销售费用下降明显。

图 2：三费率

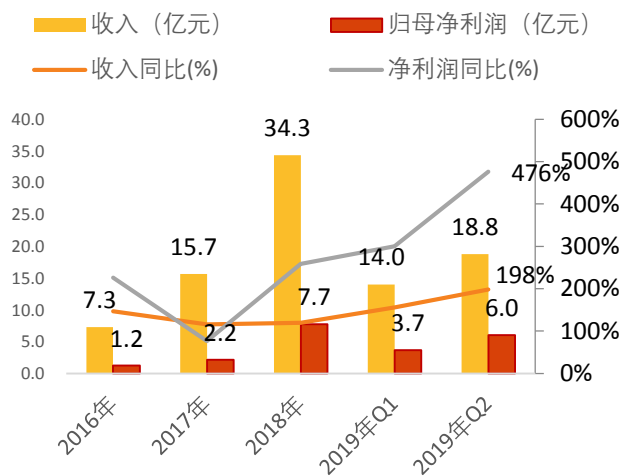


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 麦克韦尔点评：

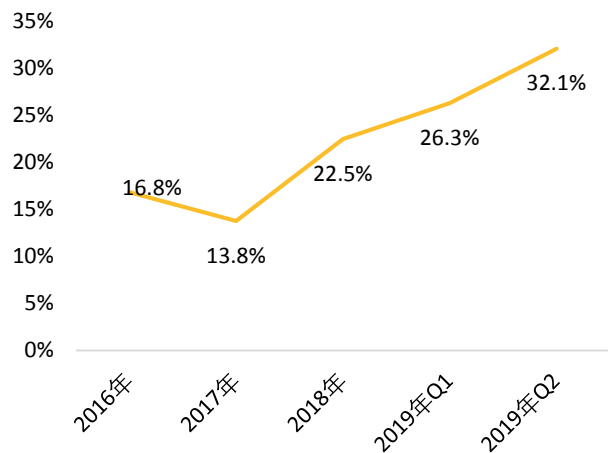
麦克韦尔业绩继续超预期，净利率持续提高。受益于小烟与 CBD 市场的爆发，19 年 Q2 麦克韦尔实现收入 18.8 亿元，同比增长 198%，实现利润 6 亿元，同比增速高达 476%。公司盈利能力进一步增强，19 年 Q2 净利率达 32.1%，环比提升 5.8Pct。

图 3：麦克韦尔收入与归母净利润



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：麦克韦尔净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 财务点评：

计提大额一次性应收账款坏账准备，预计未来计提压力变小。19 年 H1 资产减值损失为 0.92 亿元，其中 Q1 为 0.15 亿元，Q2 为 0.77 亿元，主要减值损失来自于一次性应收账款坏账准备，分别为安徽欧鹏巴赫计提坏账 0.47 亿元，东峡大通 (ofo) 计提 0.33 亿元，二者合计 0.8 亿元。目前二者已全额计提，且公司应收账款占资产比重已降至 17%，预计未来应收账款减值压力较小。

计提坏账对象介绍：

安徽欧鹏巴赫新能源科技有限公司目前处于歇业状态。其母公司安徽欧鹏巴赫新能源科技有限公司已挂牌新三板，但目前母公司大股东兼实控人为失信被执行人。

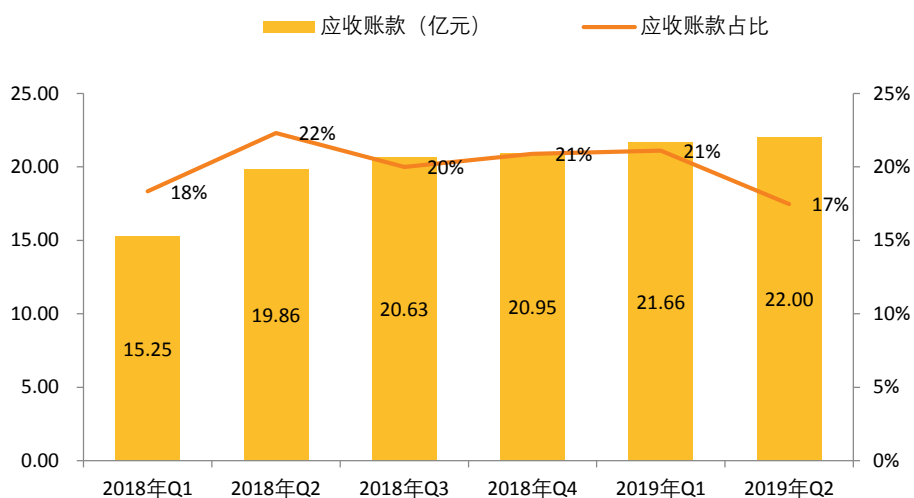
东峡大通(北京)管理咨询有限公司是 ofo (HK) LIMITED 控股的子公司，也是 ofo 的运营主体，2019 年 2 月其全部资产被冻结，6 月法院曝光 ofo 已无可执行财产。

表 2：计提大额坏账准备

单位：亿元	账面余额	坏账准备	计提比例	计提理由
欧鹏巴赫	0.47	0.47	100.00%	涉及诉讼
东峡大通 (ofo)	0.33	0.33	100.00%	涉及诉讼
合计	0.81	0.81		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：亿纬锂能应收账款



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司现金流良好，Q2 经营活动现金净流量高达 3 亿元。从 2018Q1 开始，由于公司经营利润增加持续带来经营现金净流入的增加，同时公司加强了对现金流的管理，2019 年 Q2 公司经营活动现金净流量为 3.01 亿元，同比增加 514%。

盈利预测：由于参股公司麦克韦尔充分受益于电子烟与 CBD 市场的爆发，业绩有望持续超预期，我们预计 2019 年麦克韦尔实现归母净利 21.73 亿元（原预计 15 亿元），贡献投资收益 8.16 亿元（原预计 5.6 亿元），因此上修亿纬锂能业绩预测 2019-2021 年亿纬锂能归母净利润分别为 11.9 亿元（原预计 9.5 亿元）、19.0 亿元（原预计 12.6 亿元）、27.4 亿元（原预计 17.3 亿元），对应 PE 分别为 27.66X、17.34X、12.03X，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	524.11	4,011.70	5,516.13
应收票据及应收账款	1,522.97	2,094.57	2,842.83	3,834.96	5,169.57
预付账款	43.59	32.90	73.66	83.88	117.21
存货	907.07	1,200.33	1,716.62	2,499.43	2,802.11
其他	188.21	134.62	192.15	200.98	244.26
流动资产合计	2,926.29	4,584.91	5,349.36	10,630.96	13,849.28
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	10,764.17	15,970.57	19,048.38
短期借款	504.25	815.20	1,151.87	1,400.00	1,500.00
应付票据及应付账款	2,081.42	2,862.37	3,124.66	5,979.38	6,002.89
其他	264.77	508.02	417.56	460.64	612.67
流动负债合计	2,850.44	4,185.59	4,694.09	7,840.02	8,115.56
长期借款	477.39	585.81	102.70	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	1,105.82	1,365.68	1,492.44
负债合计	4,263.25	6,329.91	5,799.91	9,205.71	9,608.00
少数股东权益	115.13	140.05	261.46	385.24	556.20
股本	856.37	855.15	970.47	970.47	970.47
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	3,732.33	5,409.14	7,913.70
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	4,964.26	6,764.86	9,440.38
负债和股东权益总	7,460.34	10,031.92	10,764.17	15,970.57	19,048.38

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	433.07	582.94	1,190.55	1,898.94	2,737.81
折旧摊销	136.50	244.91	132.35	149.95	161.50
财务费用	59.34	89.39	128.40	132.53	147.18
投资损失	(193.43)	(364.57)	(816.03)	(1,555.65)	(2,341.38)
营运资金变动	(213.91)	651.42	(1,634.37)	1,237.06	(1,460.27)
其它	(140.58)	(769.60)	127.80	125.88	174.85
经营活动现金流	80.99	434.49	(871.30)	1,988.70	(580.31)
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)	140.63	1,558.22	2,318.13
投资活动现金流	(1,739.46)	(703.86)	756.03	1,475.65	2,291.38
债权融资	1,087.42	1,707.46	1,408.85	1,788.83	1,966.52
股权融资	739.55	(98.28)	(13.08)	(132.53)	(147.18)
其他	(444.63)	(612.80)	(1,878.87)	(1,633.07)	(2,025.97)
筹资活动现金流	1,382.33	996.37	(483.10)	23.23	(206.63)
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	(598.37)	3,487.59	1,504.43

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	6,551.44	8,941.15	12,056.51
营业成本	2,109.89	3,318.32	4,913.58	6,616.45	8,801.25
营业税金及附加	18.91	18.70	28.16	53.65	84.40
营业费用	112.86	169.11	203.09	304.00	482.26
管理费用	116.08	139.61	196.54	268.23	482.26
研发费用	232.92	314.83	471.70	670.59	904.24
财务费用	46.02	93.29	128.40	132.53	147.18
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	816.03	1,555.65	2,341.38
其他	(397.75)	(756.12)	(1,632.06)	(3,111.31)	(4,682.75)
营业利润	483.83	604.60	1,363.66	2,380.44	3,423.79
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	1,369.56	2,382.14	3,426.65
所得税	48.97	22.65	51.22	357.32	514.00
净利润	433.07	582.94	1,318.34	2,024.82	2,912.65
少数股东损益	29.71	12.23	127.80	125.88	174.85
归属于母公司净利润	403.36	570.71	1,190.55	1,898.94	2,737.81
每股收益(元)	0.42	0.59	1.23	1.96	2.82

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	27.46%	45.90%	50.57%	36.48%	34.84%
营业利润	42.13%	24.96%	125.55%	74.56%	43.83%
归属于母公司净利润	60.18%	41.49%	108.61%	59.50%	44.18%
获利能力					
毛利率	29.25%	23.74%	25.00%	26.00%	27.00%
净利率	13.53%	13.12%	18.17%	21.24%	22.71%
ROE	13.09%	16.02%	25.32%	29.77%	30.82%
ROIC	25.40%	19.76%	38.30%	40.52%	76.46%
偿债能力					
资产负债率	57.15%	63.10%	53.88%	57.64%	50.44%
净负债率	25.74%	15.80%	17.82%	-32.86%	-37.60%
流动比率	1.03	1.10	1.14	1.36	1.71
速动比率	0.71	0.81	0.77	1.04	1.36
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	4.49	4.24	4.55
总资产周转率	0.50	0.50	0.63	0.67	0.69
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.59	1.23	1.96	2.82
每股经营现金流	0.08	0.45	-0.90	2.05	-0.60
每股净资产	3.18	3.67	4.85	6.57	9.15
估值比率					
市盈率	81.63	57.70	27.66	17.34	12.03
市净率	10.68	9.24	7.00	5.16	3.71
EV/EBITDA	19.35	11.14	20.62	11.46	7.87
EV/EBIT					

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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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