

各业务板块均有亮点

投资要点

- 业绩总结:** 公司2019年上半年实现营收25.3亿元,同比增长34.3%;归母净利润5.0亿元,同比增长215.2%;扣非后归母净利润4.9亿元,同比增长231.3%。公司主要利润来源包括锂原电池业务、锂离子电池业务和投资收益。
- 锂原电池保持一贯强势:** 2019年上半年公司锂原电池业务实现营业收入6.6亿元,与上年同期相比增长6.7%;实现毛利2.7亿元,同比增长41%。下游锂原电池需求行业均处于稳定发展阶段,国家智能表新一轮招标将扩大智能表计领域电池需求;受益于欧盟立法:所有销售车辆配制E-call紧急救援服务系统,国际车载市场对可靠电源的需求快速增长。2019年下半年,根据国家对于不停车收费系统(ETC)实施方案的安排,公司作为ETC复合电源的主要供应商,预计ETC将为公司锂原电池和SPC产品的销售收入带来大幅增长。
- 动力电池成为公司增量最大的业务。** 2019年上半年,随着产能稳定、有效的释放,锂离子电池业务实现营业收入18.7亿元,与上年同期相比增长47.64%,实现毛利3.8亿元,同比增长20%。三元圆柱18650电池的成功转型为消费类电池,产能利用率大幅度提升。公司同时拥有方形磷酸铁锂电池、软包三元电池等技术路线产品,在新能源汽车商务车和乘用车领域的市场地位稳步提升;储能业务延续去年的增长态势,专注于通讯储能、家用储能和智能微网三大市场,积极参与5G项目及布局,争取市场领先优势。
- 电子烟业绩持续高增长。** 亿纬锂能持有麦克韦尔37.6%的股权,为其第二大股东。受益于全球电子烟产业的高速发展,麦克韦尔业绩进入快速增长期。麦克韦尔较高的业绩增长为亿纬锂能带来较多的投资收益,2019年上半年亿纬锂能确认投资净收益3.6亿元,为亿纬锂能业绩第一大贡献来源。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年EPS分别为1.1元、1.63元、2.27元,未来三年归母净利润将保持50%以上的复合增长率,考虑到公司的未来高速增长,维持“买入”评级。
- 风险提示:** 新能源汽车补贴退坡超预期的风险,公司产能释放不达预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4351.19	7526.85	13090.45	17521.87
增长率	45.90%	72.98%	73.92%	33.85%
归属母公司净利润(百万元)	570.71	1069.45	1577.83	2206.89
增长率	41.49%	87.39%	47.54%	39.87%
每股收益EPS(元)	0.59	1.10	1.63	2.27
净资产收益率ROE	15.75%	23.34%	26.52%	28.12%
PE	58	31	21	15
PB	9.25	7.29	5.60	4.24

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 谭菁
执业证号: S1250517090002
电话: 010-57631196
邮箱: tanj@swsc.com.cn
联系人: 陈瑶
电话: 0755-23914886
邮箱: cyao@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)	9.70
流通A股(亿股)	8.19
52周内股价区间(元)	11.4-32.66
总市值(亿元)	329.28
总资产(亿元)	102.62
每股净资产(元)	4.40

相关研究

1. 亿纬锂能(300014): 具备优质基因的电池领导者 (2019-01-02)

1 经营稳定，各产品线稳步推进

公司 2019 年上半年实现营收 25.3 亿元，同比增长 34.3%；归母净利润 5.0 亿元，同比增长 215.2%；扣非后归母净利润 4.9 亿元，同比增长 231.3%。公司主要利润来源包括锂原电池业务、锂离子电池业务和麦克韦尔投资收益。

图 1：公司 2014-2019H1 主营业务收入（亿元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司 2014-2019H1 归母净利润（亿元）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

全球电子烟 90%制造来源于中国，其中麦克韦尔的市占率接近 6%。受益于全球电子烟产业的高速发展，麦克韦尔因其在雾化技术、制造能力上积累了丰厚的竞争优势，延续了前期的持续高增长态势。2019 年上半年，公司作为第二大股东，直接持有麦克韦尔 37.55% 的股权，权益法下确认的投资收益为 3.68 亿元，占公司归母净利润的 73%。预计到 2023 年，雾化电子烟和加热不燃烧电子烟两个领域仍然保持高增长，共计规模约为 750 亿美金。

2 锂原电池持续增长，保持高毛利

公司是锂原电池行业中的龙头企业，2019 年上半年公司锂原电池业务实现营业收入 6.6 亿元，与上年同期相比增长 6.7%；实现毛利 2.7 亿元，同比增长 41%。下游锂原电池需求行业均处于稳定发展阶段，国家智能表新一轮招标将扩大智能表计领域电池需求；受益于欧盟立法：所有销售车辆配制 E-call 紧急救援服务系统，国际车载市场对可靠电源的需求快速增长公司针对紧急救援系统所设计的创新产品，获得了国际大客户的认可和订单带来销售业绩的增加；同时，公司锂原电池还将继续面向物联网市场，逐步满足智能安防、智能停车、智慧农牧业、智慧物流、智慧医疗、跟踪定位等应用要求。

图 3: 公司 2014-2019H1 锂原电池收入 (亿元) 及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 4: 公司 2014-2019H1 锂原电池毛利 (亿元) 及毛利率


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

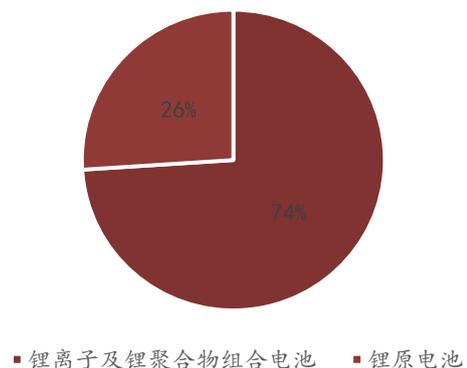
2019 年下半年, 根据国家对电子不停车收费系统(ETC)实施方案的安排, 公司作为 ETC 复合电源的主要供应商, ETC 将为公司锂原电池和 SPC 产品的销售收入带来大幅增长。根据方案的要求, 到今年底, 全国 ETC 用户数量将突破 1.8 亿, 高速公路收费站实现 ETC 全覆盖; 到 2025 年, 全国 ETC 用户数量将进一步提升。在停车领域, 也鼓励充分使用 ETC 装置, 在 2020 年 12 月底前, 基本实现机场、火车站、客运站、港口码头等大型交通场站停车场景 ETC 服务全覆盖。

3 锂离子电池产能释放, 收入迅速提升

锂离子电池业务的营业收入由小型锂离子电池和动力电池构成。2019 年上半年, 随着产能稳定、有效的释放, 共实现营业收入 18.7 亿元, 与上年同期相比增长 47.6%, 实现毛利 3.8 亿元, 同比增长 20%。目前, 动力电池成为公司收入增量最大的业务, 占主营业务收入的 74%, 带动了公司整体业务的增长。

图 5: 公司 2014-2019H1 锂离子电池收入及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 6: 公司 2019H1 主营业务收入比例


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

小型锂离子电池业务：公司通过并购惠州创能，在小型软包电池基础业务的基础上充分发挥协同效应，提高在电子雾化器和智能穿戴细分应用领域的市场份额；同时积极促进三元圆柱 18650 电池的成功转型为消费类电池，成功切入工具和两轮电动车市场取得高、终端客户的认可。

动力电池业务：目前公司已完成第一阶段动力电池产能建设，同时拥有方形磷酸铁锂电池、软包三元电池等技术路线产品。公司共投产 9GWh 锂离子动力和储能电池，其中方形铁锂 2.5GWh、圆柱三元 3.5GWh、软包三元 1.5GWh、方形三元 1.5GWh，全面覆盖新能源专用车、商用车、乘用车等不同的动力领域。

表 1：分化纬锂能产能分布

产地	电池类型	产能
湖北荆门 (6.5Gwh)	方形 LFP	2.5Gwh
	三元圆柱	2Gwh
	方形三元	2Gwh
惠州 (2.5Gwh)	三元圆柱	1Gwh
	三元软包	1.5Gwh
三元合计	毛利率	6.5Gwh
LFP 合计	收入	2.5Gwh
产能合计	增速	9Gwh

数据来源：西南证券整理

公司磷酸铁锂电池在新能源汽车商务车和乘用车领域的市场地位稳步提升。公司从 2015 年进入动力电池开始，客户进展突飞猛进：2018 年磷酸铁锂在客车领域的市占率为 6.8%，为南京金龙、郑州宇通和吉利汽车等客户提供产品和服务，同时获得了国际高端客户包括戴姆勒、现代起亚的认可并获得订单和供应商选定报告。公司储能业务延续去年的增长态势，专注于通讯储能、家用储能和智能微网三大市场，积极参与 5G 项目及布局，争取市场领先优势。

4 盈利预测

关键假设：

假设 1：由于公司产能投放，假设动力电池出货量 2019 和 2020 年为 5GW 和 6.5GW；

假设 2：假设消费电池的 2019 和 2020 出货量分别为 2GW 和 3.5GW；

假设 3：锂原电池的毛利率稳定，假设未来维持 40%的毛利率；

假设 4：假设未来三年三费率每年下降 1%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入（主营业务收入）成本如下表

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
二次电池	收入	2986	5870	11050	15050
	毛利率	13.76%	17.66%	17.58%	19.00%
	毛利	410.95	1036.75	1942.50	2859.50
一次电池	收入	1309.2	1560	1872	2246.4
	毛利率	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
	毛利	523.68	624.00	748.80	898.56
合计	收入	4295.2	7430	12922	17296.4
	增速		73%	74%	34%
	毛利	934.63	1660.75	2691.30	3758.06
	毛利率	22%	22%	21%	22%

数据来源：Wind, 西南证券

5 风险提示

新能源汽车补贴退坡超预期的风险，公司产能释放不达预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4351.19	7526.85	13090.45	17521.87	净利润	582.94	1092.38	1611.65	2254.19
营业成本	3318.32	5844.46	10364.06	13714.82	折旧与摊销	244.91	312.75	391.56	437.33
营业税金及附加	18.70	39.77	67.17	120.90	财务费用	93.29	75.27	130.90	175.22
销售费用	169.11	270.97	458.17	613.27	资产减值损失	84.28	80.00	70.00	65.00
管理费用	139.61	639.78	1112.69	1489.36	经营营运资本变动	-28.68	-265.17	-415.21	-461.61
财务费用	93.29	75.27	130.90	175.22	其他	-542.25	-780.00	-1070.00	-1365.00
资产减值损失	84.28	80.00	70.00	65.00	经营活动现金流净额	434.49	515.22	718.91	1105.12
投资收益	364.57	700.00	1000.00	1300.00	资本支出	-758.47	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	54.61	700.00	1000.00	1300.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-703.86	200.00	500.00	800.00
营业利润	604.60	1276.61	1887.46	2643.30	短期借款	310.95	-589.16	-226.04	0.00
其他非经营损益	0.98	8.53	8.60	8.68	长期借款	108.42	0.00	0.00	0.00
利润总额	605.59	1285.15	1896.06	2651.98	股权融资	-4.99	0.00	0.00	0.00
所得税	22.65	192.77	284.41	397.80	支付股利	-85.64	-114.14	-213.89	-315.57
净利润	582.94	1092.38	1611.65	2254.19	其他	667.63	-381.72	-130.90	-175.22
少数股东损益	12.23	22.92	33.82	47.30	筹资活动现金流净额	996.37	-1085.02	-570.83	-490.79
归属母公司股东净利润	570.71	1069.45	1577.83	2206.89	现金流量净额	730.18	-369.80	648.07	1414.34
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1122.49	752.69	1400.76	2815.10	成长能力	45.90%	72.98%	73.92%	33.85%
应收和预付款项	2177.22	3767.28	6553.90	8770.99	销售收入增长率	24.96%	111.15%	47.85%	40.05%
存货	1200.33	2144.51	3833.77	5086.17	营业利润增长率	34.61%	87.39%	47.54%	39.87%
其他流动资产	84.87	146.81	255.32	341.76	净利润增长率	41.49%	76.56%	44.77%	35.10%
长期股权投资	734.20	734.20	734.20	734.20	EBITDA 增长率				
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力	23.74%	22.35%	20.83%	21.73%
固定资产和在建工程	3758.61	3985.71	4134.00	4236.52	毛利率	9.24%	13.10%	13.00%	13.00%
无形资产和开发支出	417.15	382.24	347.32	312.41	三费率	13.40%	14.51%	12.31%	12.86%
其他非流动资产	537.05	532.12	527.18	522.25	净利率	15.75%	23.34%	26.52%	28.12%
资产总计	10031.92	12445.54	17786.45	22819.38	ROE	5.81%	8.78%	9.06%	9.88%
短期借款	815.20	226.04	0.00	0.00	ROA	20.01%	29.56%	35.61%	40.98%
应付和预收款项	3015.49	5309.60	9412.81	12458.18	ROIC	21.67%	22.12%	18.41%	18.58%
长期借款	585.81	585.81	585.81	585.81	EBITDA/销售收入				
其他负债	1913.41	1643.85	1709.84	1758.76	营运能力	0.50	0.67	0.87	0.86
负债合计	6329.91	7765.29	11708.45	14802.75	总资产周转率	2.20	2.46	3.45	4.34
股本	855.15	1284.03	1284.03	1284.03	固定资产周转率	2.80	3.03	3.04	2.74
资本公积	1021.16	592.28	592.28	592.28	应收账款周转率	3.07	3.41	3.42	3.05
留存收益	1685.65	2640.96	4004.90	5896.22	存货周转率	72.61%	—	—	—
归属母公司股东权益	3561.96	4517.28	5881.22	7772.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	140.05	162.97	196.79	244.09	资本结构	63.10%	62.39%	65.83%	64.87%
股东权益合计	3702.01	4680.25	6078.01	8016.62	资产负债率	22.13%	10.45%	5.00%	3.96%
负债和股东权益合计	10031.92	12445.54	17786.45	22819.38	带息债务/总负债	1.10	1.21	1.26	1.34
					流动比率	0.81	0.83	0.86	0.94
					速动比率	15.01%	10.67%	13.56%	14.30%
					股利支付率				
					每股指标	0.59	1.10	1.63	2.27
					每股收益	3.67	4.65	6.06	8.01
					每股净资产	0.45	0.53	0.74	1.14
					每股经营现金	0.09	0.12	0.22	0.33
					每股股利	45.90%	72.98%	73.92%	33.85%
业绩和估值指标									
EBITDA	942.80	1664.63	2409.92	3255.85					
PE	57.70	30.79	20.87	14.92					
PB	9.25	7.29	5.60	4.24					
PS	7.57	4.38	2.52	1.88					
EV/EBITDA	28.86	24.19	16.35	11.67					
股息率	0.28%	0.37%	0.70%	1.03%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn