

2020年03月01日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

## 业绩符合预期，20年动力及TWS电池增长潜力大

买入（维持）

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4351	6411	10233	14958
同比（%）	46%	47%	60%	46%
归母净利润（百万元）	571	1515	2174	2875
同比（%）	41%	165%	44%	32%
每股收益（元/股）	0.59	1.56	2.24	2.97
P/E（倍）	113.01	42.56	29.66	22.43

### 投资要点

- **19年归母净利润15.14亿，同比+165.4%，符合预期：**公司2019年全年实现营收64.11亿元，同比增长47.35%，归母净利润15.15亿元，同比增长165.42%，略低于业绩预告中值。对应全年归母净利率为23.63%，同比增长10.51pct。
- **ETC锂原电池价格回归正常值、费用计提，19Q4收入、利润环比下滑：**分季度看，19Q4单季度实现营收18.35亿元，同比增长36.67%，环比下降10.40%；归母净利润3.56亿元，同比增长85.46%，环比下降45.92%。19Q4单季度归母净利率19.41%，同比增长5.10pct，环比降12.74pct。
- **收入拆分看，19年三大业务齐发力：**我们预计4季度，锂原电池业务贡献1.2亿左右净利润，麦克维尔贡献2亿左右净利润，锂离子电池贡献0.5亿净利润。从年度看，我们预计锂原电池贡献4.8亿左右净利润，同比增60%；麦克维尔净利润24亿，为公司贡献8.8亿左右净利润，同比增近2倍；锂电电子贡献1.5亿净利润，实现扭亏。
- **四季度ETC价格回归，锂原业务环比下滑，20年电表贡献增长。**Q3为ETC需求高峰，ETC锂原电池涨价至13元/只左右，Q4预计下滑至9元左右的正常单价，毛利率恢复40%+。Q4预计出货2500-3000万套，对应收入约2亿元。加上锂原电池其他2亿+收入，我们预计4季度锂原电池收入为4亿，环比下降40%+，贡献净利润约1.2亿。19年预计锂原电池贡献净利润4.8亿左右，同比增长60%。20年为电表替换高峰，公司在电表市场占有率70%，我们预计电表市场将弥补ETC市场下滑，使得公司锂原业务维持平稳增速。
- **锂电池业务：动力放量，消费平稳增长，板块Q4环比提升。**预计19Q4锂电池整体贡献营收15亿，环比增长10%，贡献净利润0.5亿。1) **动力电池：软包动力已实现批量出货，20年增量明显。**19Q4装机0.93gwh，环比增长164%，同比增长40%，主要因为年底专用车和客车起量。2) **20年TWS纽扣电池产能投放，带动业绩高增长。**公司目前为三星订单加紧产能建设，目前产能约5000万颗，预计20年底接近年产2亿颗产能。公司在二次纽扣电池领域积累5年，专利优势明显，且市场整体产能偏紧，产品前期将享受较高盈利溢价。另外其余海外优质客户均在验证审厂中，进展顺利，20年有望落地。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2019-2021年预计归母净利润15.2/21.7/28.8亿，同比增长165%/44%/32%，对应PE为43x/30x/22x，给予2020年40倍PE，目标价90元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不达预期，产能投放不及预期，竞争加剧。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	66.55
一年最低/最高价	20.02/85.26
市净率(倍)	8.97
流通A股市值(百万元)	54512.12

### 基础数据

每股净资产(元)	7.42
资产负债率(%)	48.18
总股本(百万股)	969.14
流通A股(百万股)	819.12

### 相关研究

- 1、《亿纬锂能（300014）业绩预告点评：ETC降价+麦克维尔计提，Q4增速放缓，业绩符合预期》2019-12-25
- 2、《亿纬锂能（300014）三季报点评：电子烟持续高增长，锂原电池量价齐升》2019-10-27
- 3、《亿纬锂能（300014）三季报预告点评：上调三季度预告，大超预期》2019-10-09

**19 年归母净利润 15.14 亿，同比+165.4%，符合预期：**公司 2019 年全年实现营收 64.11 亿元，同比增长 47.35%，归母净利润 15.15 亿元，同比增长 165.42%，略低于业绩预告中值。对应全年归母净利率为 23.63%，同比增长 10.51pct。

**ETC 锂原电池价格回归正常值、费用计提，19Q4 收入、利润环比下滑：**分季度看，19Q4 单季度实现营收 18.35 亿元，同比增长 36.67%，环比下降 10.40%；归母净利润 3.56 亿元，同比增长 85.46%，环比下降 45.92%。19Q4 单季度归母净利率 19.41%，同比增长 5.10pct，环比降 12.74pct。

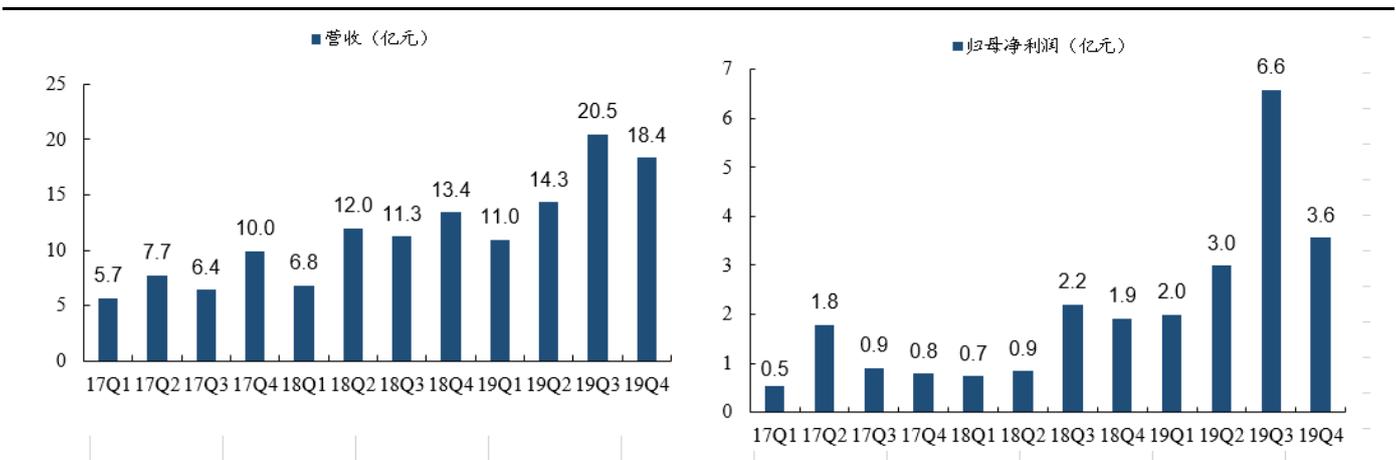
**收入拆分看，19 年三大业务齐发力：**我们预计 4 季度，锂原电池业务贡献 1.2 亿左右净利润，麦克维尔贡献 2 亿左右净利润，锂离子电池贡献 0.5 亿净利润。从年度看，我们预计锂原电池贡献 4.8 亿左右净利润，同比增 60%；麦克维尔净利润 24 亿，为公司贡献 8.8 亿左右净利润，同比增近 2 倍；锂电电子贡献 1.5 亿净利润，实现扭亏。

图 1：亿纬锂能季度经营情况

	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2	2018Q1
营业收入(百万)	1,834.5	2,047.5	1,431.8	1,097.9	1,342.2	1,125.3	1,199.5	684.1
-同比	36.67%	81.94%	19.36%	60.49%	34.85%	75.02%	54.98%	20.02%
毛利率		33.24%	25.28%	25.85%	24.11%	20.16%	23.30%	29.66%
归母净利润(百万)	356.0	658.3	300.2	200.3	192.0	220.0	84.5	74.2
-同比	85.46%	199.23%	255.11%	169.81%	139.25%	142.79%	-52.71%	38.07%
净利率	19.41%	32.15%	20.97%	18.24%	14.30%	19.55%	7.05%	10.85%
扣非归母净利润(百万)		643.26	295.14	195.51	186.24	161.84	77.12	70.97
-同比		297.47%	282.71%	175.46%	890.49%	81.33%	-33.65%	42.48%
扣非归母净利率		31.42%	20.61%	17.81%	13.88%	14.38%	6.43%	10.37%

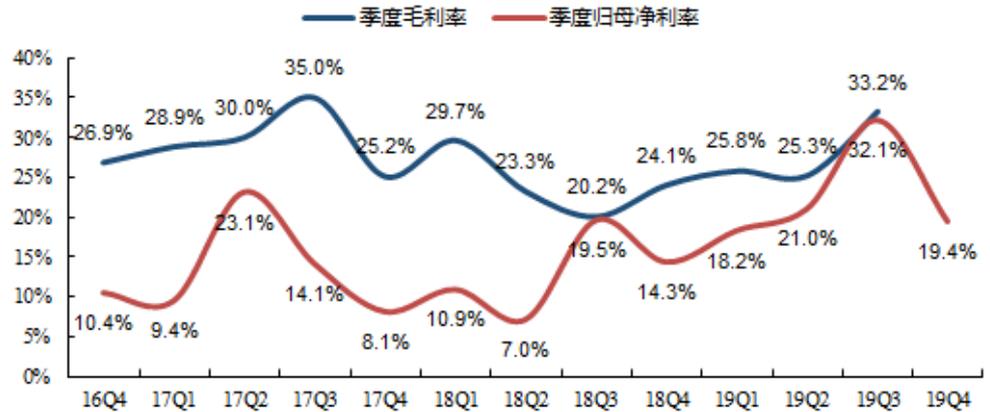
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：亿纬锂能季度收入、盈利情况 (亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：亿纬锂能季度盈利能力情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

四季度 ETC 价格回归，锂原业务环比下滑，20 年电表贡献增长。Q3 为 ETC 需求高峰，ETC 锂原电池涨价至 13 元/只左右，Q4 预计下滑至 9 元左右的正常单价，毛利率恢复 40%+。Q4 预计出货 2500-3000 万套，对应收入约 2 亿元。加上锂原电池其他 2 亿+收入，我们预计 4 季度锂原电池收入为 4 亿，环比下降 40%+，贡献净利润约 1.2 亿。19 年预计锂原电池贡献净利润 4.8 亿左右，同比增长 60%。20 年为电表替换高峰，公司在电表市场占有率 70%，我们预计电表市场将弥补 ETC 市场下滑，使得公司锂原业务维持平稳增速。

图 4：电表招标量



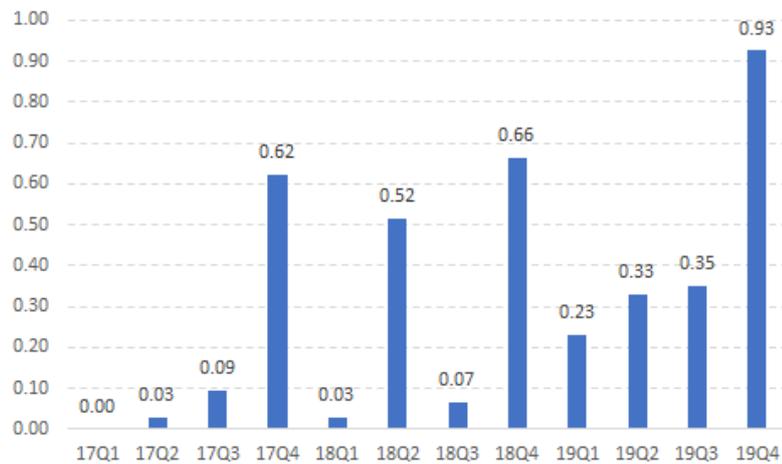
数据来源：国家电网，东吴证券研究所

麦克韦尔经营情况环比平稳，但 Q4 计提股权激励费用及上市费用，影响并表利润。由于出口美国的口味烟相关业务占公司收入比重 10%+，禁售口味烟对公司影响有限，预计 Q4 麦克韦尔经营业绩环比 Q3 基本维持。但 Q4 计提股权激励费用和上市费用近 1 个月利润约 2.5 亿元，Q4 净利润预计 5.5 亿元，对应并表利润约 2 亿，环比下降 35%。全年麦克维尔净利润 24 亿，为公司贡献 8.8 亿左右净利润，同比增近 2 倍。

**锂电池业务：动力放量，消费平稳增长，板块 Q4 环比提升。**预计 19Q4 锂电池整体贡献营收 15 亿，环比增长 10%，贡献净利润 0.5 亿。

1) **动力电池：软包动力已实现批量出货，20 年增量明显。**19Q4 装机 0.93gwh，环比增长 164%，同比增长 40%，主要因为年底专用车和客车起量。软包方面，公司 7 月份开始出货戴姆勒，预计 Q4 软包出货 0.2gwh，贡献收入 2 亿。戴姆勒形成批量供货 20 年增量明显，20 年下半年现代订单开始供货，预计 2020 年公司软包有望出货 2-2.5gwh，贡献收入 20 亿+。铁锂方面，公司目前绑定南京金龙、东风汽车、吉利商用车等，新产能预计 20Q1 投产，20 年预计铁锂出货超过 4gwh，贡献收入 30+亿。

图 5：亿纬锂能季度装机电量（gwh）



数据来源：GGII，东吴证券研究所

2) **20 年 TWS 纽扣电池产能投放，带动业绩高增长。**公司目前为三星订单加紧产能建设，目前产能约 5000 万颗，预计 20 年底接近年产 2 亿颗产能。公司在二次纽扣电池领域积累 5 年，专利优势明显，且市场整体产能偏紧，产品前期将享受较高盈利溢价。另外其余海外优质客户均在验证审厂中，进展顺利，20 年有望落地。

**投资建议：**我们预计公司 2019-2021 年预计归母净利 15.2/21.7/28.8 亿，同比增长 165%/44%/32%，对应 PE 为 43x/30x/22x，给予 2020 年 40 倍 PE，目标价 90 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求不达预期，产能投放不及预期，竞争加剧。

亿纬锂能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	4,585	7,440	10,515	15,459	<b>营业收入</b>	4,351	6,411	10,233	14,958
现金	1,122	2,450	2,782	4,089	减: 营业成本	3,318	4,753	7,436	10,974
应收账款	1,817	2,558	4,172	6,164	营业税金及附加	19	28	44	64
存货	1,200	1,711	2,701	4,009	营业费用	169	237	317	434
其他流动资产	362	625	738	1,039	管理费用	454	641	870	1,197
<b>非流动资产</b>	5,447	6,402	7,385	8,296	财务费用	93	17	14	31
长期股权投资	734	734	734	734	资产减值损失	84	93	71	89
固定资产	2,486	3,375	4,194	4,944	加: 投资净收益	365	882	902	1,015
在建工程	0	0	0	0	其他收益	0	0	0	0
无形资产	351	323	391	356	<b>营业利润</b>	605	1,555	2,424	3,214
其他非流动资产	1,875	1,970	2,066	2,262	加: 营业外净收支	1	4	9	9
<b>资产总计</b>	10,032	13,842	17,900	23,754	<b>利润总额</b>	606	1,559	2,433	3,223
<b>流动负债</b>	4,186	4,369	6,811	10,527	减: 所得税费用	23	23	230	309
短期借款	1,122	0	0	500	少数股东损益	12	21	30	39
应付账款	1,953	2,797	4,376	6,458	<b>归属母公司净利润</b>	571	1,515	2,174	2,875
其他流动负债	1,111	1,573	2,435	3,569	EBIT	943	1,817	2,755	3,635
<b>非流动负债</b>	2,144	2,144	2,144	2,144	EBITDA	0.59	1.56	2.24	2.96
长期借款	586	586	586	586					
其他非流动负债	1,559	1,559	1,559	1,559	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	6,330	6,514	8,955	12,671	每股收益(元)	0.59	1.56	2.24	2.96
少数股东权益	140	161	191	230	每股净资产(元)	4.17	7.39	9.02	11.19
	3,562	7,168	8,755	10,853	发行在外股份(百万股)	855	969	969	969
归属母公司股东权益					ROIC(%)	14.7%	23.5%	25.6%	26.9%
<b>负债和股东权益</b>	10,032	13,842	17,900	23,754	ROE(%)	16.0%	21.1%	24.8%	26.5%
					毛利率(%)	23.7%	25.9%	27.3%	26.6%
					销售净利率(%)	13.4%	24.0%	21.5%	19.5%
					资产负债率(%)	63.1%	47.1%	50.0%	53.3%
					收入增长率(%)	45.9%	47.3%	59.6%	46.2%
					净利润增长率(%)	41.5%	165.4%	43.5%	32.2%
					P/E	113.01	42.56	29.66	22.43
					P/B	18.11	9.03	7.39	5.96
					EV/EBITDA	70	37	24	18

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

