

2020年04月27日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

金豆+软包贡献增长，有效平滑疫情影响 买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6412	10175	14851	18989
同比（%）	47%	59%	46%	28%
归母净利润（百万元）	1522	1997	2665	3324
同比（%）	167%	31%	33%	25%
每股收益（元/股）	1.57	2.06	2.75	3.43
P/E（倍）	40.00	30.48	22.84	18.31

投资要点

- **20年Q1扣非净利润2.13亿元，同比增长9%，环比下降40%**：公司一季度实现营收13.09亿元，同比增长19.2%，环比减少28.7%；归母净利润2.53亿元，同比增长26.1%，环比减少30.5%；扣非净利润2.13亿元，同比增长8.97%，环比减少40.4%。非经常性损益为0.39亿，同比增加7.3倍，主要是政府补贴0.42亿。从盈利能力来看，一季度公司毛利率为29.75%，同比增加3.9pct，环比下降1.81pct；净利率达19.65%，同比增加1.25pct，环比微降0.85pct；扣非归母净利率为16.28%，同比下降1.53pct，环比下降3.2pct。
- **业务分拆看，软包电池及金豆电池贡献增量**。Q1 锂原电池收入近3亿，持平微增，贡献0.7亿利润。锂电池收入贡献10亿左右，同比增25%，主要受益于软包和金豆电池放量；但荆门基地2-3月停产，拖累磷酸铁锂及18650电池出货，预计贡献0.4-0.5亿利润，为业绩增量来源。Q1 子公司麦克韦尔净利润约3.2亿，下滑31%，为公司贡献近1亿净利润。
- **动力电池：软包三元起量，对冲荆门基地铁锂停产影响**。我们预计公司Q1 动力电池出货量0.5gwh，贡献4亿左右收入。其中国内市场磷酸铁锂电池装机0.1gwh，受荆门基地停产影响下滑明显；但软包三元预计出货0.3-0.4gwh，显著放量，主要受益于戴姆勒起量，同时国内市场公司软包三元也新增配套哪吒N01。
- **消费电池：金豆电池贡献主要增长，20年产能投放带动业绩增长**。公司消费类电池主要应用于电子烟、音响、电子烟及智能穿戴、TWS耳机等领域，该业务我们预计20Q1收入3亿左右，增50%，主要受益于金豆电池需求大增，且该产品毛利率高。目前公司主要配套三星，已有产能约5000万颗，预计20年底接近年产2亿颗产能，增量明显；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。
- **投资规模扩大，预收款项增加，现金流状况良好**：20年Q1公司存货为11.08亿，较年初减少1.88%；应收账款22.26亿，较年初增长6.3%；期末公司预收账款0.94亿元，较年初增长56.53%，订单增加明显。公司经营活动净现金流为4.15亿，同比上升130.68%，主要由于应付账款及应付票据较年初增加5亿；Q1资本开支6.5亿，期末在建工程23亿，较年初新增13亿；期末账面现金为14.62亿，较年初减少30.27%；一季度末短期借款2.9亿元，同比减少44.03%。
- **盈利预测与投资评级**：我们预计公司2020-2022年预计归母净利润19.97/26.65/33.24亿，同比增长31%/33%/25%，对应PE为30x/23x/18x，给予2021年30倍PE，目标价82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)	62.81
一年最低/最高价	22.58/85.26
市净率(倍)	7.80
流通A股市值(百万元)	51488.24

基础数据

每股净资产(元)	8.05
资产负债率(%)	51.48
总股本(百万股)	969.14
流通A股(百万股)	819.75

相关研究

- 1、《亿纬锂能（300014）年报点评：业绩符合预期，20年动力及TWS电池增长潜力大》
2020-04-20
- 2、《亿纬锂能（300014）业绩快报点评：业绩符合预期，20年动力及TWS电池增长潜力大》
2020-03-02
- 3、《亿纬锂能（300014）业绩预告点评：ETC降价+麦克韦尔计提，Q4增速放缓，业绩符合预期》
2019-12-25

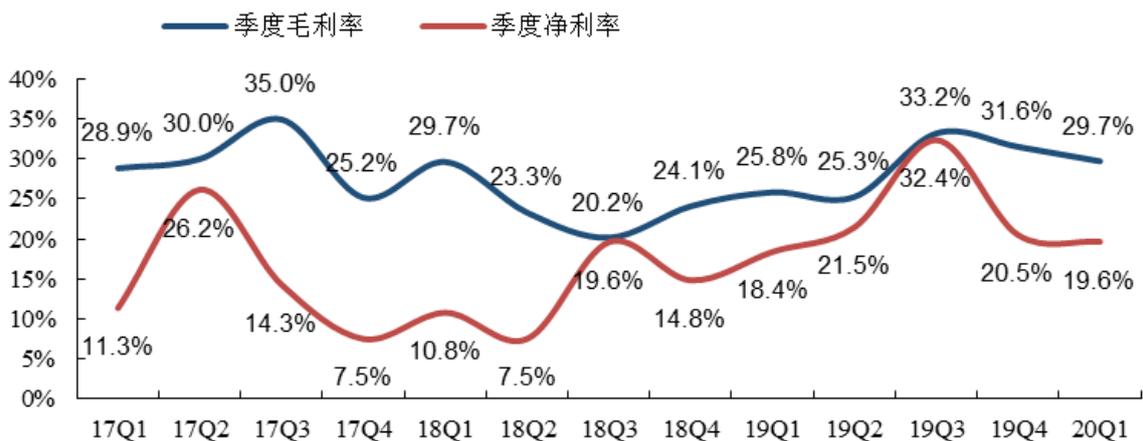
20 年 Q1 扣非净利润 2.13 亿元，同比增长 9%，环比下降 40%：公司一季度实现营业收入 13.09 亿元，同比增长 19.2%，环比减少 28.7%；归母净利润 2.53 亿元，同比增长 26.1%，环比减少 30.5%；扣非净利润 2.13 亿元，同比增长 8.97%，环比减少 40.4%。非经常性损益为 0.39 亿，同比增加 7.3 倍，主要是政府补贴 0.42 亿。从盈利能力来看，一季度公司毛利率为 29.75%，同比增加 3.9pct，环比下降 1.81pct；净利率达 19.65%，同比增加 1.25pct，环比微降 0.85pct；扣非归母净利率为 16.28%，同比下降 1.53pct，环比下降 3.2pct。

图 1：亿纬锂能分季度业绩

	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
营业收入(百万)	1,308.7	1,834.5	2,047.5	1,431.8	1,097.9
-同比	19.20%	36.67%	81.94%	19.36%	60.49%
毛利率	29.75%	31.56%	33.24%	25.28%	25.85%
归母净利润(百万)	252.5	363.2	658.3	300.2	200.3
-同比	26.05%	89.24%	199.23%	255.11%	169.81%
净利率	19.65%	20.50%	32.40%	21.46%	18.40%
扣非归母净利润(百万)	213.04	357.35	643.26	295.14	195.51
-同比	8.97%	91.88%	297.47%	282.71%	175.46%
扣非归母净利率	16.28%	19.48%	31.42%	20.61%	17.81%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：亿纬锂能分季度毛利率与净利率



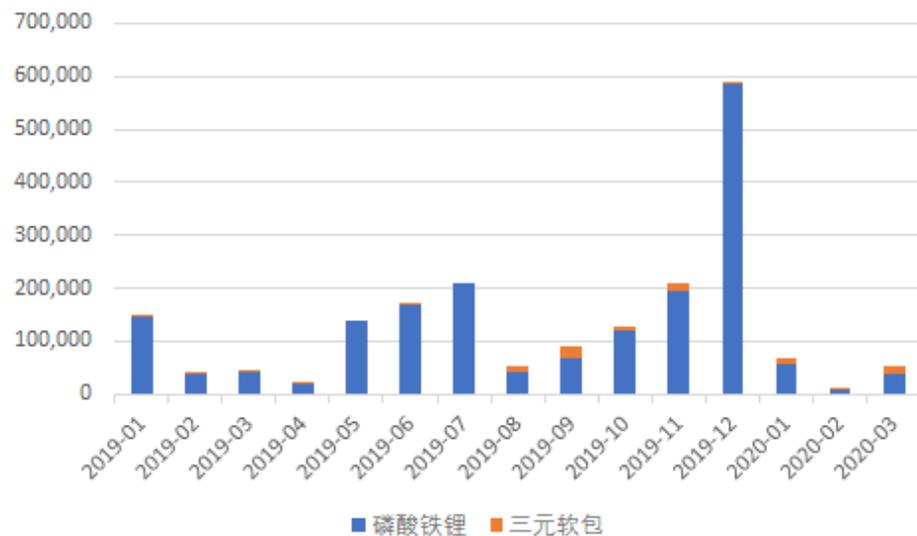
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

业务分拆看，软包电池及金豆电池贡献增量。Q1 锂原电池收入近 3 亿，持平微增，贡献 0.7 亿利润。锂电池收入贡献 10 亿左右，同比增 25%，主要受益于软包和金豆电池

放量；但荆门基地 2-3 月停产，拖累磷酸铁锂及 18650 电池出货，预计贡献 0.4-0.5 亿利润，为业绩增量来源。Q1 子公司麦克韦尔净利润约 3.2 亿，下滑 31%，为公司贡献近 1 亿净利润。

动力电池：软包三元起量，对冲荆门基地铁锂停产影响。我们预计公司 Q1 动力电池出货量 0.5gwh，贡献 4 亿左右收入。其中国内市场磷酸铁锂电池装机 0.1gwh，受荆门基地停产影响下滑明显；但软包三元预计出货 0.3-0.4gwh，显著放量，主要受益于戴姆勒起量，同时国内市场公司软包三元也新增配套哪吒 N01。

图 3：亿纬锂能动力电池月度装机 (kwh)



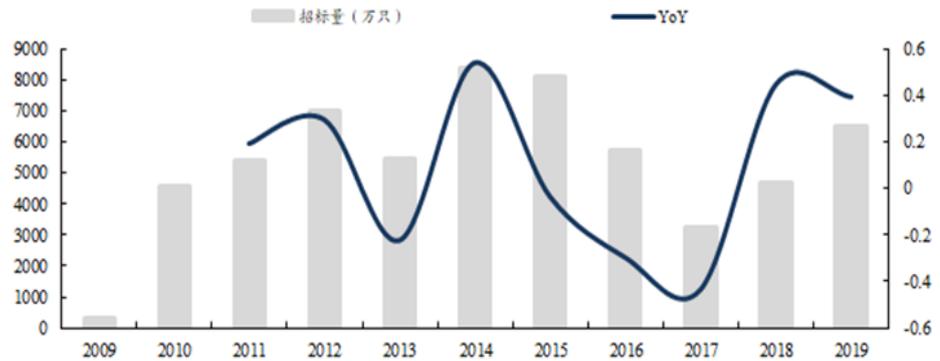
数据来源：GGII，东吴证券研究所

消费电子：金豆电池贡献主要增长，20 年产能投放带动业绩增长。公司消费类电池主要应用于电子烟、音响、电子烟及智能穿戴、TWS 耳机等领域，该业务我们预计 20Q1 收入 3 亿左右，增 50%，主要受益于金豆电池需求大增，且该产品毛利率高。目前公司主要配套三星，已有产能约 5000 万颗，预计 20 年底接近年产 2 亿颗产能，增量明显；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。疫情一定程度影响短期订单，但对增量仍可观。此外，公司圆柱 18650 基地超过 50% 产能在荆门基地，2-3 月停产，因此预计该业务收入 2.5 亿，同比降 20%，环比降近 50%。

锂原业务表现平稳，20 年电表起量接力 ETC。20Q1 锂原电池收入约 3 亿，同比持平，预计毛利率回落至 40-45%，Q1 贡献 0.7 亿左右净利润，微增。20 年电表订单恢复

增长，另胎压检测目前公司技术已经达到要求，后续设备和辅材供应问题陆续解决，产能投放有望。

图 4：电表招标量



数据来源：国家电网，东吴证券研究所

麦克韦尔同比小幅下滑：预计麦克韦尔 20Q1 净利润约 3.2 亿，为公司贡献近 1 亿净利润，同比下滑 31%，环比下滑 28%。一方面生产受影响，另一方面产品结构有所变化。我们预计 Q2 将恢复满产状态，利润有望环比高增，全年预计利润 22 亿，持平微增。

Q1 研发费用进一步提升，期间费用率同比提升 3.63pct：20 年 Q1 公司期间费用合计 2.44 亿元，同比增长 13.57%，环比下降 10.99%，费用率为 18.61%，同比增长 3.63pct，环比下降 2.29pct。其中，销售费用 0.6 亿元，同比增长 9.78%，销售费用率 4.3%，同比增长 0.72pct；管理费用 0.4 亿元，同比增长 56.48%，随公司经营规模扩大管理费用显著提升，管理费用率 2.8%，同比增长 1.16pct；研发费用 1.2 亿元，增 17%，**研发费用率 9.3%，同比增长 2.02pct**；财务费用 0.3 亿元，财务费用率 2.24%，同比下降 0.25pct。一季度公司计提信用减值损失 0.2 亿，主要为坏账准备。

图 5：亿纬锂能期间费用情况

单位：百万元	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
销售费用	59.42	51.02	17.92	45.00	61.39	56.01
-销售费用率	5.41%	3.56%	0.88%	2.45%	4.69%	4.28%
管理费用	39.75	23.23	64.30	39.15	62.11	36.35
-管理费用率	3.62%	1.62%	3.14%	2.13%	4.75%	2.78%
研发费用	88.14	104.48	102.86	128.67	122.64	121.91
-研发费用率	8.03%	7.30%	5.02%	7.01%	9.37%	9.32%
财务费用	30.34	35.72	21.26	10.89	27.45	29.26
-财务费用率	2.76%	2.49%	1.04%	0.59%	2.10%	2.24%
期间费用	217.65	214.44	206.34	223.70	273.59	243.53
-期间费用率	19.82%	14.98%	10.08%	12.19%	20.90%	18.61%
资产减值损失	-30.62	-15.09	-77.20	-68.01	74.72	-4.31
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	-88.73	-16.67

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

投资规模扩大，预收款项增加，现金流状况良好：20 年 Q1 公司存货为 11.08 亿，较年初减少 1.88%；应收账款 22.26 亿，较年初增长 6.3%；期末公司预收账款 0.94 亿元，较年初增长 56.53%，订单增加明显。**公司经营活动净现金流为 4.15 亿，同比上升 130.68%，主要由于应付账款及应付票据较年初增加 5 亿；**Q1 资本开支 6.5 亿，期末在建工程 23 亿，较年初新增 13 亿；期末账面现金为 14.62 亿，较年初减少 30.27%；一季度末短期借款 2.9 亿元，同比减少 44.03%。

投资建议：我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利润 19.97/26.65/33.24 亿，同比增长 31%/33%/25%，对应 PE 为 30x/23x/18x，给予 2021 年 30 倍 PE，目标价 82 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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	8,302	13,241	17,679	22,254	营业收入	6,412	10,175	14,851	18,989
现金	2,097	2,035	2,970	3,798	减: 营业成本	4,506	7,352	10,822	13,886
应收账款	2,094	4,037	6,022	7,783	营业税金及附加	47	74	108	138
存货	1,130	2,680	3,962	5,094	营业费用	175	275	371	456
其他流动资产	2,855	4,315	4,492	5,295	管理费用	647	895	1,114	1,329
非流动资产	7,992	9,050	9,960	10,723	财务费用	95	128	199	204
长期股权投资	728	728	728	728	资产减值损失	174	95	75	63
固定资产	4,022	4,421	4,775	5,085	加: 投资净收益	840	821	790	780
无形资产	425	389	450	407	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	2,817	3,512	4,007	4,503	营业利润	1,634	2,237	2,992	3,723
资产总计	16,295	22,292	27,672	32,060	加: 营业外净收支	-8	4	9	9
流动负债	6,032	10,540	13,938	16,855	利润总额	1,626	2,241	3,001	3,732
短期借款	519	3,827	4,080	4,218	减: 所得税费用	77	213	332	413
应付账款	2,379	3,882	5,714	7,332	少数股东损益	27	32	36	45
其他流动负债	2,479	2,830	4,144	5,305	归属母公司净利润	1,522	1,997	2,665	3,324
非流动负债	2,550	2,550	2,550	2,550	EBITDA	2,051	2,707	3,581	4,364
长期借款	134	134	134	134					
其他非流动负债	2,416	2,416	2,416	2,416	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	8,583	13,090	16,489	19,405	每股收益(元)	1.57	2.06	2.75	3.43
少数股东权益	159	191	227	272	每股净资产(元)	7.79	9.30	11.31	13.81
归属母公司股东权益	7,553	9,011	10,956	13,383	发行在外股份(百万股)	969	1,841	1,841	1,841
负债和股东权益	16,295	22,292	27,672	32,060	ROIC (%)	25.6%	17.8%	19.9%	20.7%
					ROE (%)	20.1%	22.2%	24.3%	24.8%
					毛利率 (%)	29.7%	27.7%	27.1%	26.9%
					销售净利率 (%)	24.2%	19.9%	18.0%	17.5%
					资产负债率 (%)	52.7%	58.7%	59.6%	58.7%
					收入增长率 (%)	47.4%	58.7%	45.9%	27.9%
					净利润增长率 (%)	166.7%	31.2%	33.5%	24.7%
					P/E	40.00	30.48	22.84	18.31
					P/B	8.06	6.76	5.56	4.55
					EV/EBITDA	30	23	17	14

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>