

消费电池放量带动业绩，动力储能加速抬升估值

——亿纬锂能深度报告

公司深度

● **公司概况：锂原+锂离子电池为主业，深度参与电子烟，收入净利润十年复合增速均超40%**

亿纬锂能是一家以锂原电池和锂离子电池生产和销售为主业的上市公司，同时深度参与电子烟业务。公司三大业务板块分别是锂原电池、锂离子电池、电子烟。锂原电池下游主要是智能电表、ETC、物联网等。锂离子电池板块主要分为两类，消费锂电池和动力储能锂电池。电子烟板块目前主要是以麦克韦尔投资收益的形式实现（持股比例37.55%）。从财务数据来看，公司近十年收入和归母净利润复合增速分别为41%、44%。2019年营业收入64亿元，同比+47%，归母净利润15亿元，同比+167%。

● **业务分析：锂原电池+电子烟稳增长，消费锂电池有望业绩翻倍，动力储能锂电池有望收入翻倍**

锂原电池：需求稳步扩张，龙头稳增长。

电子烟：大赛道，长期需求高增，参股麦克韦尔稳定贡献收益。

消费锂电池：绑定三星TWS，金豆电池有望带动板块业绩翻倍。

动力储能锂电池：绑定戴姆勒、起亚电动车，动力三元软包电池有望带动板块收入翻倍。

● **推荐逻辑：业绩弹性看消费锂电，估值弹性看动力储能**

1、**业绩弹性：**消费锂电池业务，逻辑支点在于三星TWS电池放量；

2、**估值弹性：**动力储能锂电池业务，逻辑第一支点是客户戴姆勒、起亚的放量，第二支点是新能源汽车行业起量，第三支点是储能订单起量。

● **盈利预测、估值与评级**

我们预计公司2020-2022年收入分别为98、127、163亿元，归母净利润分别为20、25、32亿元；按照最新收盘价对应PE分别为31、25、20倍。给予2020年PE估值40-45倍，对应股价82.68-93.02元/股。维持“推荐”评级。

● **风险提示：锂原电池下游需求不及预期，消费电子行业需求不及预期，新能源汽车行业需求不及预期，储能需求不及预期，电子烟需求不及预期，公司管理经营风险。**

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,351	6,412	9,754	12,690	16,250
增长率(%)	45.9	47.4	52.1	30.1	28.1
净利润(百万元)	571	1,522	2,003	2,520	3,156
增长率(%)	41.5	166.7	31.6	25.8	25.2
毛利率(%)	23.7	29.7	27.9	27.0	26.5
净利率(%)	13.1	23.7	20.5	19.9	19.4
ROE(%)	15.7	20.1	21.3	21.7	21.8
EPS(摊薄/元)	0.59	1.57	2.07	2.60	3.26
P/E	109.9	41.2	31.3	24.9	19.9
P/B	17.6	8.3	6.7	5.4	4.3

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为2020年5月20日

推荐（维持评级）

开文明（分析师）

021-68865582

kaiwenming@xsdzq.cn

证书编号：S0280517100002

赵勇臻（分析师）

zhaoyongzhen@xsdzq.cn

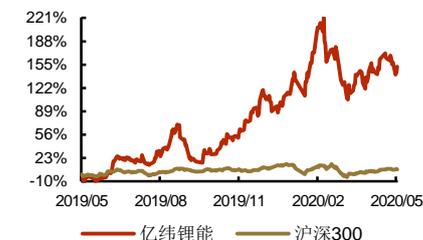
证书编号：S0280520030001

市场数据

时间 2020.05.20

收盘价(元):	64.74
一年最低/最高(元):	22.58/85.26
总股本(亿股):	9.69
总市值(亿元):	627.42
流通股本(亿股):	9.35
流通市值(亿元):	605.22
近3月换手率:	150.13%

股价一年走势



相关报告

《麦克韦尔持续超预期，动力电池高端化拓展顺利》2019-04-28

《锂电业务迎拐点，电子烟投资收益贡献超预期》2019-02-27

《全年业绩预告略超预期，麦克韦尔电子烟增长强劲》2018-11-26

《Q3归母净利润同比增长143%，多引擎保障业绩增长》2018-10-28

《发布非公开发行预案，产能扩张提速》2018-10-08

盈利预测、估值与目标价、评级

1) **盈利预测:** 预计公司 2020-2022 年收入分别为 98、127、163 亿元, 增速分别为 52%、30%、28%, 归母净利润分别为 20、25、32 亿元, 增速分别为 32%、26%、25%;

2) **估值指标:** 我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 2.07、2.60、3.26 元/股。我们根据公司历史 PE 值和可比公司 PE 值, 综合考虑行业景气向上趋势, 盈利能力变化, 可比公司差异等等因素, 给予 2020 年 PE 估值 40-45 倍;

3) **目标价格:** 82.68-93.02 元/股;

4) **投资评级:** 维持“推荐”评级。

关键假设

假设公司三大核心业务锂原电池、消费锂电池、动力储能锂电池均保持一定增速, 毛利率保持稳定, 同时投资收益(主要是麦克韦尔电子烟)稳定增长。

推荐逻辑

1、**业绩弹性:** 消费锂电池业务, 逻辑支点在于三星 TWS 电池放量;

2、**估值弹性:** 动力储能锂电池业务, 逻辑第一支点是客户戴姆勒、起亚的放量, 第二支点是新能源汽车行业起量, 第三支点是储能订单起量。

投资风险

锂原电池下游需求不及预期, 消费电子行业需求不及预期, 新能源汽车行业需求不及预期, 储能需求不及预期, 电子烟需求不及预期, 公司管理经营风险。

目 录

1、 公司概况： 锂原+锂离子电池为主业，深度参与电子烟，收入净利润十年复合增速均超 40%.....	4
2、 业务分析： 锂原电池+电子烟稳增长，消费锂电池有望业绩翻倍，动力储能锂电池有望收入翻倍.....	7
2.1、 锂原电池： 需求稳步扩张，龙头稳增长.....	7
2.2、 电子烟： 大赛道，长期需求高增，参股麦克韦尔稳定贡献收益.....	8
2.3、 消费锂电池： 绑定三星 TWS，金豆电池有望带动板块业绩翻倍.....	10
2.4、 动力储能锂电池： 绑定戴姆勒、起亚电动车，动力三元软包电池有望带动板块收入翻倍.....	12
3、 推荐逻辑： 业绩弹性看消费锂电，估值弹性看动力储能.....	13
4、 盈利预测： 预计 2020 年归母净利润 20 亿元，同比+32%.....	14
5、 投资建议： 给予 2020 年 40-45 倍估值，对应股价 82.68-93.02 元/股，维持“推荐”评级.....	14
6、 风险分析.....	15
附： 财务预测摘要.....	16

图表目录

图 1： 公司业务板块时间线.....	4
图 2： 2019 各业务收入占比（%）.....	6
图 3： 2019 各业务归母净利润占比（%）.....	6
图 4： 公司收入及增速.....	6
图 5： 公司归母净利润及增速.....	6
图 6： 国网智能电表招标数量（万只）.....	7
图 7： ETC 用户数量和渗透率.....	7
图 8： 公司锂原电池收入及增速.....	8
图 9： 公司锂原电池毛利率.....	8
图 10： 全球烟草市场规模（亿美元）.....	8
图 11： 全球电子烟市场规模（亿美元）.....	9
图 12： 麦克韦尔收入及增速.....	9
图 13： 麦克韦尔净利润及增速.....	9
图 14： 全球电动工具市场规模（亿美元）.....	10
图 15： 中国电动自行车保有量（亿辆）.....	11
表 1： 公司业务板块梳理.....	5
表 2： 公司锂离子电池产能及规划规划（GWh）.....	5
表 3： 公司 ROE 和杜邦拆分.....	6
表 4： 全球各地区电子烟政策.....	10
表 5： TWS 电池市场空间预测（亿元）.....	11
表 6： 全球动力和储能电池市场空间预测.....	12
表 7： 国内市场三元电池市占率.....	12
表 8： 国内市场 LFP 电池市占率.....	错误!未定义书签。
表 9： 公司推荐逻辑.....	13
表 10： 亿纬锂能关键假设.....	14
表 11： 亿纬锂能盈利预测.....	14
表 *： 可比公司的 PE 比较.....	15

1、公司概况：锂原+锂离子电池为主业，深度参与电子烟， 收入净利润十年复合增速均超 40%

亿纬锂能是一家以锂原电池和锂离子电池生产和销售为主业的上市公司，同时深度参与电子烟业务。

公司的主业为锂原电池和锂离子电池的生产和销售。公司总部位于广东惠州，成立于 2001 年，以锂原电池业务起家，于 2009 年上市，于 2014 年收购麦克韦尔 51% 股权进入电子烟领域，于 2017 年收购金能电池拓展消费领域，于 2019 年扩建软包三元和方形 LFP，拓展动力和储能领域。

图1：公司业务板块时间线



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司三大业务板块分别是锂原电池、锂离子电池、电子烟。

锂原电池下游主要是智能电表、ETC、物联网等。公司在这一板块布局早，各细分领域普遍在几十亿市场空间，公司在部分细分领域具备龙头优势，整体来看，这一板块毛利率较高，是公司目前的两大利基业务之一。

锂离子电池板块主要分为两类，消费锂电池和动力储能锂电池。

消费锂电池分为两类，一类是非标的小型软包电池，另一类是相对标准化的圆柱电池。小型软包电池的下游领域比较分散，包括智能音箱、智能手环、电子雾化器等，目前最大的增长亮点在 TWS 耳机；圆柱电池的下游领域主要是电动工具和两轮电动车。

动力储能电池分为三类，软包三元、方形三元、方形 LFP。软包三元是和 SKI 合作，主要供给戴姆勒、现代起亚，方形三元主要供给其他乘用车企业，方形 LFP 下游主要是商用车、电动船舶、储能。随着下游需求爆发，动力储能板块将快速增长。

电子烟板块目前主要是以麦克韦尔投资收益的形式实现（持股比例 37.55%）。目前是公司的另一大利基业务，未来需求大，麦克韦尔是细分龙头，长期看将持续受益。

表1: 公司业务板块梳理

板块	产品	下游	空间	格局
锂原电池	锂亚电池	工业领域（如智能电表等）	几十到百亿	公司是龙头
	锂锰电池	汽车领域（如 ETC 等）	几十到百亿	公司是龙头
	其他	物联网	长期空间较大但分散	无明显格局
锂离子电池				
-消费锂电池	小型软包电池	TWS 耳机	几十到百亿	无明显格局
		智能音箱	几十到百亿	无明显格局
		智能手环	几十到百亿	无明显格局
		电子雾化器	长期空间较大	无明显格局
	圆柱电池	电动工具	几十到百亿	无明显格局
		电动自行车	几十到百亿	无明显格局
-动力储能锂电池	软包三元	戴姆勒、现代起亚	几百亿	公司绑定
	方形三元	乘用车	几千亿	CATL、比亚迪龙头
		商用车	几百亿	CATL、比亚迪龙头
	方形 LFP	电动船舶	几百亿	无明显格局
		储能	几千亿	无明显格局
电子烟	电子烟	电子烟	空间大	麦克韦尔是龙头

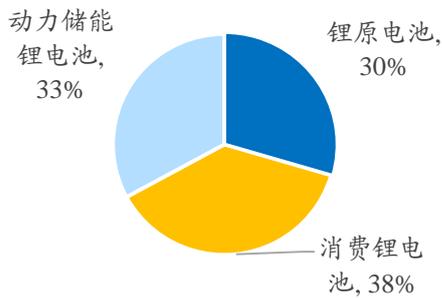
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表2: 公司锂离子电池产能及规划（GWh）

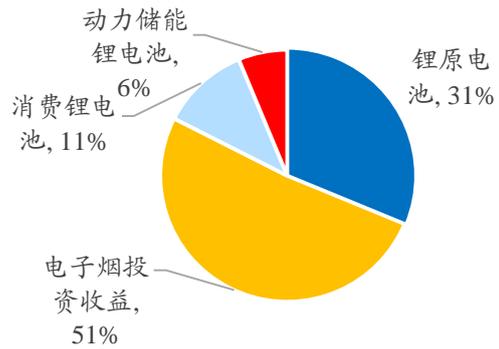
	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
圆柱三元	1.0	1.0	3.5	3.5	3.5	3.5
软包三元				1.5	3.0	9.0
方形三元				1.5	1.5	3.0
方形 LFP		2.5	2.5	2.5	2.5	6.0
合计	1.0	3.5	6.0	9.0	10.5	21.5

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司目前利基业务主要是锂原电池和电子烟，预计未来锂离子电池业绩贡献占比将扩大。2019 年从收入来看，锂原电池、消费锂电池、动力锂电池收入占比分别为 30%、38%、33%，从归母净利润来看，锂原电池、电子烟投资收益、消费锂电池、动力锂电池占比分别为 31%、51%、11%、6%。

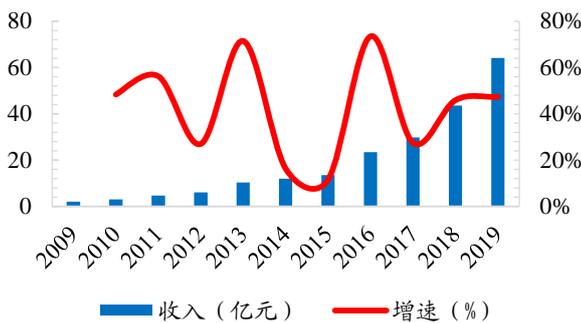
图2: 2019 各业务收入占比 (%)

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图3: 2019 各业务归母净利润占比 (%)

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

从财务数据来看,公司近十年收入和归母净利润复合增速分别为 41%、44%。2019 年营业收入 64 亿元, 同比+47%, 归母净利润 15 亿元, 同比+167%。

图4: 公司收入及增速

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图5: 公司归母净利润及增速

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

公司 2019 年 ROE 为 27%，近几年呈持续提升趋势。杜邦分析来看，权益乘数有所提升，周转率有所下降，归母净利率大幅提升，主要是公司依托电池领域技术、工艺、供应链、产能、客户综合优势，以电池业务为核心，积极拓展新的业务增长点，将产能有效转化为收益。

表3: 公司 ROE 和杜邦拆分

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ROE	12%	10%	14%	14%	20%	9%	11%	14%	16%	17%	27%
归母净利率	19.4%	18.5%	18.0%	16.2%	15.5%	7.0%	11.2%	10.8%	13.5%	13.1%	23.7%
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	1.0	0.8	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5
权益乘数	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.6	1.6	1.9	2.4	2.6	2.4

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

2、业务分析：锂原电池+电子烟稳增长，消费锂电池有望业绩翻倍，动力储能锂电池有望收入翻倍

2.1、锂原电池：需求稳步扩张，龙头稳增长

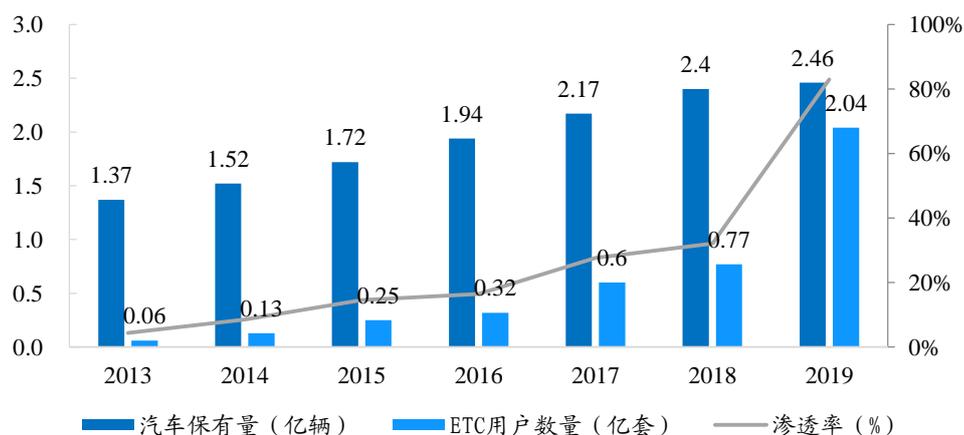
公司锂原电池包括锂亚电池、锂锰电池等，对应下游应用领域主要是工业领域、汽车领域等，近几年需求主要增量分别是智能电表、ETC等。

图6： 国网智能电表招标数量（万只）



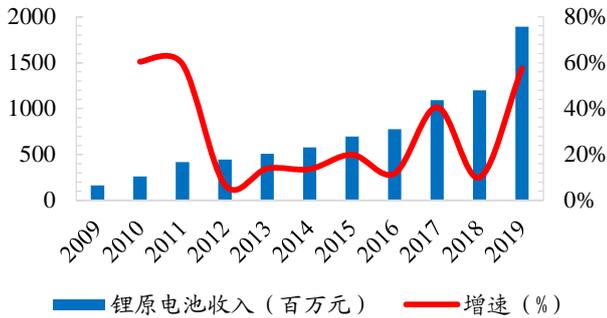
资料来源：国网电子商务平台，新时代证券研究所

图7： ETC用户数量和渗透率

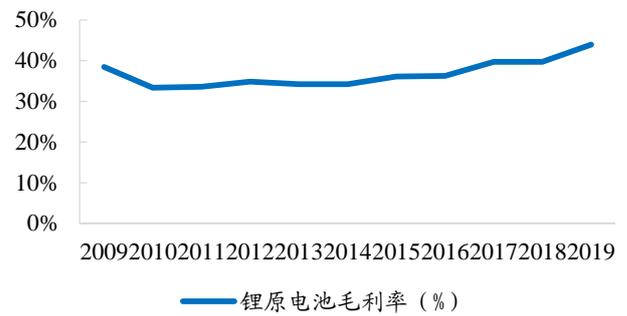


资料来源：中华人民共和国交通运输部，新时代证券研究所

公司是锂原电池龙头，近10年复合增速为28%，近年来毛利率持续提升，2019年为44%。

图8: 公司锂原电池收入及增速

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

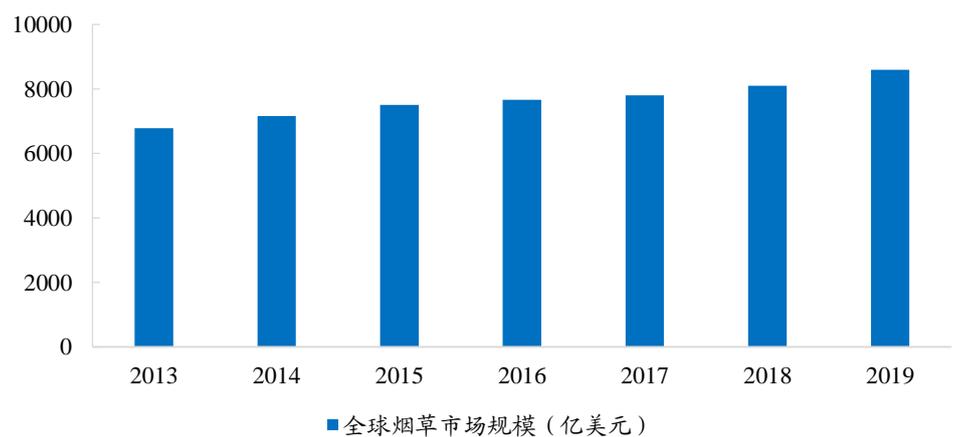
图9: 公司锂原电池毛利率

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

未来预计随着下游需求的拉动，锂原电池市场仍整体保持增长，亿纬锂能作为国内锂原电池龙头将受益，锂原电池板块将为公司提供稳定增长业绩。

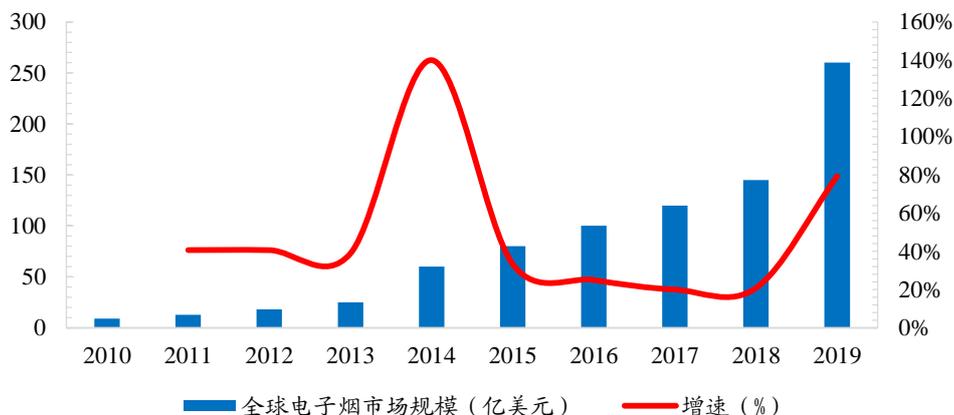
2.2、电子烟：大赛道，长期需求高增，参股麦克韦尔稳定贡献收益

吸烟是一种成瘾性消费，全球烟民和烟草市场规模一直比较稳定，全球烟民数量大致在 13 亿人，2019 年烟草市场规模大致在 8593 亿美元。

图10: 全球烟草市场规模 (亿美元)

资料来源：弗若斯特沙利文，新时代证券研究所

电子烟是一种新型烟草，近年来市场规模在快速增长，2019 年市场规模约 260 亿美元，渗透率 3%。

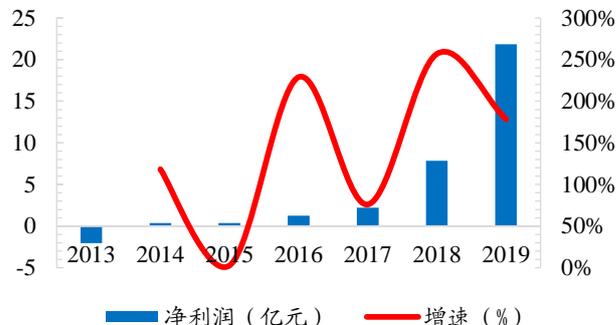
图11: 全球电子烟市场规模(亿美元)

资料来源: 世界烟草发展报告, 新时代证券研究所

从产业链来看, 目前需求主要在欧美, 制造主要在中国。在中游制造端, 电子雾化器设备全球龙头是麦克维尔(市占率约10%), 2019年收入76亿元, 同比+122%, 净利润22亿元, 同比+178%。净利率29%。

图12: 麦克维尔收入及增速

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图13: 麦克维尔净利润及增速

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

从全球对电子烟的政策来看, 未来整体以良性发展为主。

美国监管主体是FDA, FDA主要通过PMTA上市许可对电子烟进行监管, 主要目的在于控制青少年上瘾和电子烟减害。

欧洲各国差异较大, 其中英国政策相对友好。

日本禁售含尼古丁的电子烟, 但允许加热不燃烧烟草流通。

中国在电子烟销售上比较严格, 目前禁止在线上销售, 只能线下售卖, 未来向规范化趋势演变。

表4: 全球各地区电子烟政策

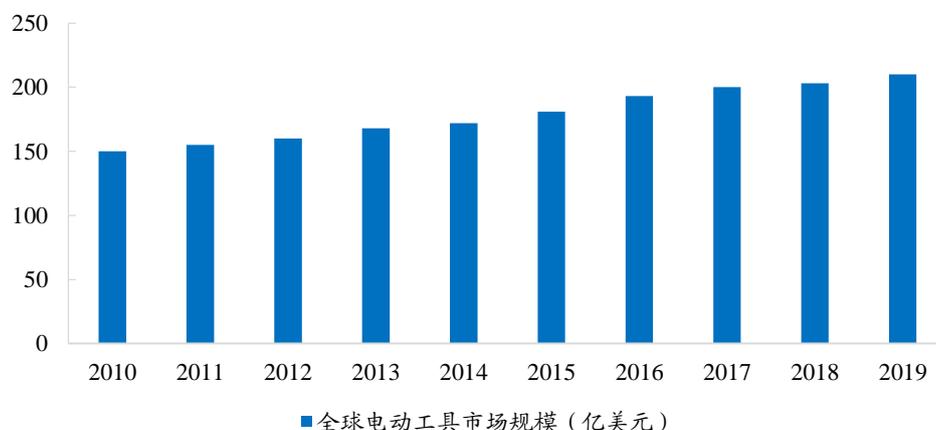
国家/地区	政策态度	政策趋势	政策特点
美国	较严	存在放松可能	美国政策一直较为波动, 预计未来一方面严格控制青少年上瘾, 另一方面加强电子烟减害
欧洲	不一	存在放松可能	英国政策最宽松, 预计未来整体呈现波动性放松趋势
日本	严格	严格	禁售含尼古丁的电子烟, 但允许加热不燃烧烟草流通
中国	中性	规范化	目前主要是禁止线上售卖, 预计未来一方面规范产品质量, 另一方面整合流通渠道

资料来源: 东方烟草报, 新时代证券研究所

2.3、消费锂电池: 绑定三星 TWS, 金豆电池有望带动板块业绩翻倍

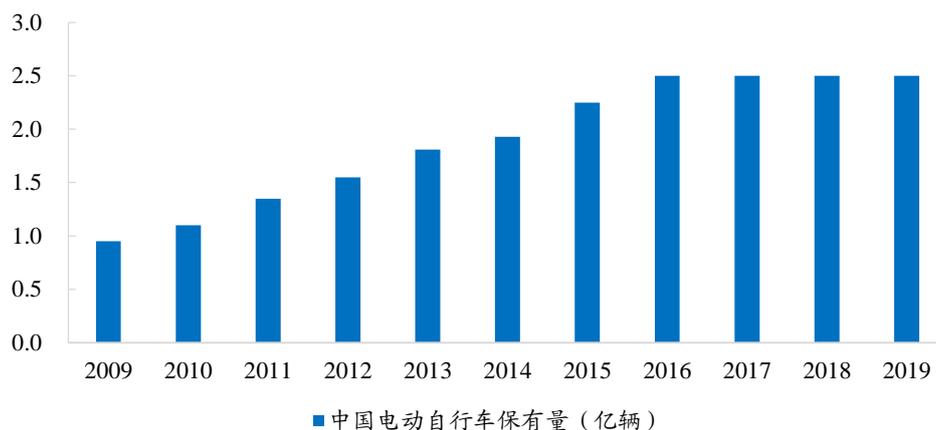
公司消费电池主要包括两类, 一类是小型圆柱电池, 主要用在电动工具、电动自行车等领域, 另一类是非标的小型软包电池, 用在电子雾化器、可穿戴等领域。

电动工具市场规模近年来持续提升, 2019 年约为 200 亿美元。

图14: 全球电动工具市场规模 (亿美元)

资料来源: 产业信息网, 新时代证券研究所

国内电动自行车保有量已达 2.5 亿辆, 未来随着国标升级, 更新需求到来, 锂电池需求量将保持增长。

图15: 中国电动自行车保有量(亿辆)

资料来源: 产业信息网, 新时代证券研究所

在小型软包电池的应用领域比较分散, 包括电子雾化器市场、智能音箱市场、智能手环市场等, 目前最大的风口是 TWS 电池, 未来随着行业需求爆发, TWS 电池将放量。

表5: TWS 电池市场空间预测(亿元)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
TWS 耳机出货量(亿副)	0.09	0.20	0.46	1.20	2.30	4.50
假设 1: 电池单价 15 元/只	3	6	14	36	69	135
假设 2: 电池单价 20 元/只	4	8	18	48	92	180
假设 3: 电池单价 25 元/只	5	10	23	60	115	225

资料来源: 前瞻产业研究院, 新时代证券研究所

2.4、动力储能锂电池：绑定戴姆勒、起亚电动车，动力三元软包电池有望带动板块收入翻倍

动力和储能锂电池市场空间大，2019 年全球动力储能市场空间 1217 亿元，预计 2025 年约为 6274 亿元，约为 2019 年的 5 倍。

表6：全球动力和储能电池市场空间预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国新能源乘用车销量（万辆）	56.7	103.2	104.5	127.1	166.3	218.6	287.4	380.5	504.3
中国新能源商用车销量（万辆）	19.8	20.2	14.2	15.6	17.1	18.8	20.7	22.7	24.9
海外新能源汽车销量（万辆）	54.0	81.7	95.6	118.3	166.2	236.9	342.5	502.5	744.1
单车带电量（KWh/辆）	48	46	52	54	56	60	63	67	70
全球新能源汽车装机量（GWh）	62.1	94.7	112.3	140.7	197.5	284.2	407.5	603.6	890.3
全球储能装机量（GWh）	0.4	1.1	1.9	3.4	6.1	11.0	19.9	35.7	64.3
全球动力储能装机量（GWh）	62.5	95.8	114.2	144.1	203.7	295.2	427.3	639.3	954.6
动力电池价格（元/Wh）	1.5	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
储能电池价格（元/Wh）	1.7	1.3	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
全球动力电池市场空间（亿元）	957	1,207	1,199	1,351	1,708	2,261	2,982	4,197	5,881
全球储能电池市场空间（亿元）	7	14	19	30	49	81	134	230	393
全球动力储能电池市场空间（亿元）	964	1,221	1,217	1,382	1,757	2,342	3,116	4,427	6,274

资料来源：真锂研究，新时代证券研究所

从国内动力电池市场市占率来看，龙头集中不断提升，亿纬锂能从 2016 年市占率 1%，不断提升，2019 年首次跻身 TOP5，达到 3%。

公司绑定了戴姆勒和起亚现代，专供软包三元电池，未来会随着他们起量。

表7：国内市场动力电池市占率

2017	装机量 (GWh)	市占率 (%)	2018	装机量 (GWh)	市占率 (%)	2019	装机量 (GWh)	市占率 (%)
宁德时代	10.5	29%	宁德时代	23.5	41%	宁德时代	32.3	52%
比亚迪	5.6	16%	比亚迪	11.4	20%	比亚迪	10.8	17%
国轩高科	2.0	6%	国轩高科	3.1	5%	国轩高科	3.2	5%
比克电池	1.7	5%	力神	2.1	4%	力神	2.0	3%
孚能科技	1.1	3%	孚能科技	1.9	3%	亿纬锂能	1.8	3%

资料来源：真锂研究，新时代证券研究所

3、推荐逻辑：业绩弹性看消费锂电，估值弹性看动力储能

公司的推荐逻辑主要在于下游需求增长，从业务来看主要分为三类：

- 1、**利基业务**：锂原电池和电子烟板块，这两块是贡献业绩最大的两个板块，推荐逻辑是业绩稳增，主要的逻辑支点对应的下游需求稳增；
- 2、**消费锂电池业务**：这个板块推荐逻辑是业绩弹性，逻辑支点首先是最大的增量在于 TWS 电池放量，同时需要保持电子雾化器、智能穿戴（前面对应消费软包电池）、电动工具（对应圆柱电池）等需求稳定增长；
- 3、**动力储能锂电池业务**：这个板块推荐逻辑是估值弹性，第一逻辑支点是客户戴姆勒、起亚的放量（对应动力三元软包电池），第二逻辑支点是行业下游整体乘用车（对应动力方形三元电池）和商用车（对应动力方形 LFP 电池）放量，第三逻辑支点是储能订单起量（对应方形 LFP 电池）。

表8：公司推荐逻辑

各业务	2019 净利润 (亿元)	2020E 净利润 (亿元)	推荐逻辑	主要逻辑支点
锂原电池	5	6.5	稳增	智能电表替换、ETC、烟雾报警器等需求稳增
电子烟板块	8.2	9	稳增	海外需求稳增
消费锂电池	1.8	4.5	业绩弹性	TWS 电池放量 ，电子雾化器、智能穿戴、电动工具等需求稳增
动力储能锂电池	1	2	估值弹性	客户戴姆勒、起亚放量 ，整体乘用车、商用车放量，储能订单放量
合计	15	21	-	-

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

注：合计值为减去非经常损益后

4、盈利预测：预计 2020 年归母净利润 20 亿元，同比+32%

关键假设：

假设公司三大核心业务锂原电池、消费锂电池、动力储能锂电池均保持一定增速，毛利率保持稳定，同时投资收益（主要是麦克韦尔电子烟）稳定增长。

表9： 亿纬锂能关键假设

		2019	2020E	2021E	2022E
业务 1: 锂原电池	收入 (百万元)	1,892	2,100	2,340	2,580
	成本 (百万元)	1,061	1,173	1,307	1,441
	毛利率 (%)	44%	44%	44%	44%
业务 2: 消费 锂电池	收入 (百万元)	2,410.0	3,750	4,950	6,000
	成本 (百万元)	1,832	2,825	3,729	4,520
	毛利率 (%)	24%	25%	25%	25%
业务 3: 动力储能 锂电池	收入 (百万元)	2,110	3,904	5,400	7,670
	成本 (百万元)	1,614	3,040	4,230	5,980
	毛利率 (%)	23%	22%	22%	22%
	投资收益 (百万元)	840	888	1,180	1,544
	投资净收益/营业收入 (%)	13%	9%	9%	10%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

盈利预测：

预计公司 2020-2022 年收入分别为 98、127、163 亿元，增速分别为 52%、30%、28%，归母净利润分别为 20、25、32 亿元，增速分别为 32%、26%、25%。

表10： 亿纬锂能盈利预测

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	6,412	9,754	12,690	16,250
增速 (%)	47%	52%	30%	28%
归母净利润 (百万元)	1,522	2,003	2,520	3,156
增速 (%)	167%	32%	26%	25%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

5、投资建议：给予 2020 年 40-45 倍估值，对应股价 82.68-93.02 元/股，维持“推荐”评级

我们预测公司 2020-2022 年 EPS 为 2.07、2.60、3.26 元/股。我们根据公司历史 PE 值和可比公司 PE 值，综合考虑行业景气向上趋势，盈利能力变化，可比公司差异等等因素，给予 2020 年 PE 估值 40-45 倍，对应股价 82.68-93.02 元/股。

表 *: 可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价	EPS					PE				市值 亿元
	5.20	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E		
亿纬锂能*	64.74	1.57	2.07	2.60	3.26	41	31	25	20	627	
宁德时代*	149.30	2.06	2.51	2.88	3.47	72	59	52	43	3,297	
欣旺达	15.16	0.48	0.61	0.87	1.09	32	25	17	14	238	

资料来源: 标注*标的采用新时代电新团队预测, 其他公司使用 wind 一致预期。

6、风险分析

锂离子电池下游需求不及预期, 消费电子行业需求不及预期, 新能源汽车行业需求不及预期, 储能需求不及预期, 电子烟需求不及预期, 公司管理经营风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4585	8302	10397	11331	15563	营业收入	4351	6412	9754	12690	16250
现金	1122	2097	1470	1394	2293	营业成本	3318	4506	7038	9266	11941
应收票据及应收账款合计	2095	3338	4616	5822	7459	营业税金及附加	19	47	71	92	118
其他应收款	50	51	102	97	158	营业费用	169	175	236	305	382
预付账款	33	76	90	125	150	管理费用	140	189	265	343	431
存货	1200	1130	2509	2282	3892	研发费用	315	459	698	908	1162
其他流动资产	85	1611	1611	1611	1611	财务费用	93	95	145	189	242
非流动资产	5447	7992	10128	11987	14344	资产减值损失	84	-86	49	76	146
长期投资	734	728	722	716	709	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	2486	4022	5646	7134	8975	其他收益	28	28	0	0	0
无形资产	351	425	448	467	491	投资净收益	365	840	888	1180	1544
其他非流动资产	1875	2817	3313	3671	4168	营业利润	605	1634	2141	2693	3372
资产总计	10032	16295	20525	23318	29906	营业外收入	2	0	0	0	0
流动负债	4186	6032	8317	8806	12421	营业外支出	1	8	0	0	0
短期借款	815	519	519	519	519	利润总额	606	1626	2141	2693	3372
应付票据及应付账款合计	2862	3775	6571	7035	10500	所得税	23	77	102	128	161
其他流动负债	508	1738	1227	1252	1402	净利润	583	1549	2039	2565	3212
非流动负债	2144	2550	2623	2674	2749	少数股东损益	12	27	35	44	56
长期借款	586	134	206	258	333	归属母公司净利润	571	1522	2003	2520	3156
其他非流动负债	1559	2416	2416	2416	2416	EBITDA	897	1948	2553	3268	4121
负债合计	6330	8583	10940	11481	15170	EPS(元)	0.59	1.57	2.07	2.60	3.26
少数股东权益	140	159	194	238	294						
股本	855	969	1841	1841	1841	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	1021	3376	2504	2504	2504	成长能力					
留存收益	1686	3208	4980	7255	10184	营业收入(%)	45.9	47.4	52.1	30.1	28.1
归属母公司股东权益	3562	7553	9392	11599	14442	营业利润(%)	25.0	170.2	31.0	25.8	25.2
负债和股东权益	10032	16295	20525	23318	29906	归属于母公司净利润(%)	41.5	166.7	31.6	25.8	25.2
						获利能力					
						毛利率(%)	23.7	29.7	27.9	27.0	26.5
						净利率(%)	13.1	23.7	20.5	19.9	19.4
						ROE(%)	15.7	20.1	21.3	21.7	21.8
						ROIC(%)	13.8	27.2	26.7	25.8	26.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	63.1	52.7	53.3	49.2	50.7
						净负债比率(%)	55.9	19.9	17.0	15.1	6.8
						流动比率	1.1	1.4	1.3	1.3	1.3
						速动比率	0.8	1.1	0.9	1.0	0.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
						应收账款周转率	2.4	2.4	2.5	2.4	2.4
						应付账款周转率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.59	1.57	2.07	2.60	3.26
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	1.31	1.94	1.64	2.98
						每股净资产(最新摊薄)	3.68	7.79	9.69	11.97	14.90
						估值比率					
						P/E	109.9	41.2	31.3	24.9	19.9
						P/B	17.6	8.3	6.7	5.4	4.3
						EV/EBITDA	135.4	61.5	47.0	36.7	29.0

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

赵勇臻，上海交通大学硕士，2017-2019年任广发证券研究所非金属建筑材料行业分析师，2020年加入新时代证券，覆盖电动车产业链和部分非电动车光伏风电公司。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>