

亿纬锂能 (300014)

证券研究报告

2020年12月08日

动力电池——开启公司下一个十年

回顾亿纬锂能的成长历史，我们总结公司的特质有二：**第一是拓应用能力较强，平台型公司已成。第二是绑定各行业大客户能力较强，是各行各业的“卖水人”角色。**而站在当前时点向未来看，亿纬锂能最重要的投资逻辑是判断动力电池业务能否在二线突围。公司下一阶段发展的重点业务为动力电池，包括磷酸铁锂方形电池、三元圆柱电池、三元方形电池、三元软包电池，本文也将重点讨论动力电池业务，主要分析业务进展、成长持续性与估值。

三元软包：软包客户戴姆勒与现代起亚在欧洲热销，9月已有三款车型进入销量前六。预计2021年有望出货8.5Gwh，同比增长184%，收入约60亿元，同比增长134%。

三元方形：主要客户华晨宝马的电动车电池订单与宝马全球48V订单。欧洲碳排目标值严苛，且燃油车近年来很难通过常规手段减排，48V作为高性价比方案受到欧洲车企青睐，因此我们看好宝马全球48V项目，预计2022年放量。

磷酸铁锂方形：乘用车市场返潮磷酸铁锂电池以及两轮车市场兴起，公司作为国内磷酸铁锂装机量排名第四的企业也将受益，预计明年公司磷酸铁锂电池收入或接近30亿元，同比增长约70%。

三元圆柱电池：下游主要应用为电动工具与两轮车，主要客户为TTI、小牛、九号，两个市场的投资逻辑：1) 电动工具电池技术迭代放缓，正经国产替代机遇期；2) 2019年新国标落地，铅酸换锂电趋势加速。目前公司已有3.5Gwh圆柱电池产能，近期加码9亿元投扩产，预计明年产能将达7Gwh。随着产能扩产，我们预计2020-2021年公司三元圆柱电池收入分别为18、31亿元，同比增长18%、73%。

为何我们看好亿纬锂能动力电池能在二线中突围？1) 动力电池前期需要大量资金扩产与研发，公司有锂原、思摩尔投资收益等现金牛业务补充资金；2) 9Gwh三元软包产线满产已证明公司量产能力，背后反应的是公司工厂管理能力优异；3) 管理层前瞻性与执行力强，前瞻性背后的原因是公司起家于锂原，锂原下游应用广泛，公司开拓新应用领域能力较强。而公司执行力强反应在产品变化能力、客户响应速度快。

我们对亿纬锂能动力/圆柱业务进行估值，其中三元软包、磷酸铁锂、三元圆柱已实现盈利，可以使用PE估值，三元方形目前仍未销售且处于亏损状态，因此对2022年使用PS估值。目前一线龙头（宁德时代）明年估值在70倍左右，二线厂商估值在50-60倍，材料龙头估值40-50倍，因此我们保守给予三元软包估值50X、磷酸铁锂40X，三元圆柱给予30X，**预计2021年动力/圆柱业务估值为382亿元，2022年估值为617亿元，远期我们预计动力/圆柱业务估值将达1100亿元，将再造一个亿纬锂能。**

盈利预测与投资建议：考虑到动力与圆柱业务进展超预期，我们上调2020-2022年利润分别为21/31/43亿元（原预测21/27/35亿元，均剔除思摩尔非经影响），对应PE56/37/27X，根据上文对动力电池估值与传统业务（锂原、消费电池）、思摩尔投资收益估值，**我们预计明年公司合理市值约1455亿元，相较于目前市值空间为26%，目标价为77元，继续维持“买入”评级。**

风险提示：动力电池产能投放不及预期，下游需求不及预期，材料价格上涨超预期。

投资评级

行业	电气设备/电源设备
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	61.16元
目标价格	77.02元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,888.87
流通A股股本(百万股)	1,777.02
A股总市值(百万元)	115,523.01
流通A股市值(百万元)	108,682.37
每股净资产(元)	4.52
资产负债率(%)	53.40
一年内最高/最低(元)	85.26/38.01

作者

孙潇雅 分析师
SAC执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《亿纬锂能-公司深度研究:亿纬锂能的厚积与薄发:亿万斯年,大有可为》2020-06-09
- 《亿纬锂能-年报点评报告:锂原表现亮眼,动力+TWS提供新动能》2020-04-20
- 《亿纬锂能-公司深度研究:从明年业绩详细拆分,见公司核心竞争力》2019-11-25

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,351.19	6,411.64	8,644.52	15,677.02	22,731.68

增长率(%)	45.90	47.35	34.83	81.35	45.00
EBITDA(百万元)	1,223.88	2,728.19	2,521.08	3,735.50	5,193.34
净利润(百万元)	570.71	1,522.01	2,077.41	3,118.33	4,255.08
增长率(%)	41.49	166.69	36.49	50.11	36.45
EPS(元/股)	0.30	0.81	1.10	1.65	2.25
市盈率(P/E)	202.42	75.90	55.61	37.05	27.15
市净率(P/B)	32.43	15.29	11.19	8.74	6.77
市销率(P/S)	26.55	18.02	13.36	7.37	5.08
EV/EBITDA	11.14	16.52	43.91	28.67	20.13

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

前言.....	5
1. 动力业务开始进入收获期，圆柱业务下游需求快速增长.....	6
1.1. 三元软包：下游客户在欧洲，需求旺盛，预计明年收入将达 60 亿.....	6
1.2. 磷酸铁锂方形电池：未来 2-3 年乘用车或返潮磷酸铁锂电池，公司 LFP 业务有望受益.....	10
1.3. 三元方形：切入宝马全球供应链，碳排压力倒逼车企发展 48V.....	12
1.4. 三元圆柱电池：电动工具国产替代机遇期，新国标加速两轮车铅酸换锂电.....	13
1.4.1. 电动工具电池：技术迭代放缓，国内厂商凭借成本优势实现国产替代.....	14
1.4.2. 两轮车电池：新国标落地，铅酸换锂电加速.....	15
2. 为何我们看好亿纬锂能动力电池能在二线中突围？.....	18
2.1. 动力电池前期需要大量资金扩产与研发，公司有现金牛业务补充资金.....	18
2.2. 9Gwh 三元软包产线满产已证明公司量产能力，背后反应的是公司工厂管理能力优异.....	19
2.3. 管理层前瞻性与执行力强.....	19
2.3.1. 前瞻性：公司起家于锂原，锂原下游应用广泛，公司开拓新应用领域能力较强.....	19
2.3.2. 执行力：圆柱从动力切换至电动工具仅用两年，执行力是保障公司落实战略的关键.....	20
3. 动力业务估值与盈利预测.....	20
3.1. 动力电池业务估值.....	20
3.2. 投资建议.....	21
3.3. 风险提示.....	22

图表目录

图 1：亿纬锂能本部业务发展图.....	5
图 2：亿纬锂能本部业务收入预测拆分（亿元）.....	5
图 3：三元软包产能规划.....	6
图 4：三元软包产能预测（Gwh）.....	6
图 5：2020 年 9 月欧洲电动车销量排名（辆）.....	7
图 6：2020 年 1-9 月欧洲电动车销量排名（辆）.....	7
图 7：戴姆勒电动车车型规划.....	8
图 8：戴姆勒电动车分平台规划.....	8
图 9：现代欧洲电动车月度销量（辆）.....	8
图 10：起亚欧洲电动车月度销量（辆）.....	8
图 11：现代起亚电动车销量规划.....	9
图 12：现代电动车车型规划.....	9
图 13：亿纬锂能三元软包出货预测（Gwh）.....	9
图 14：亿纬锂能三元软包收入预测（亿元）.....	9
图 15：磷酸铁锂电池产能规划.....	10

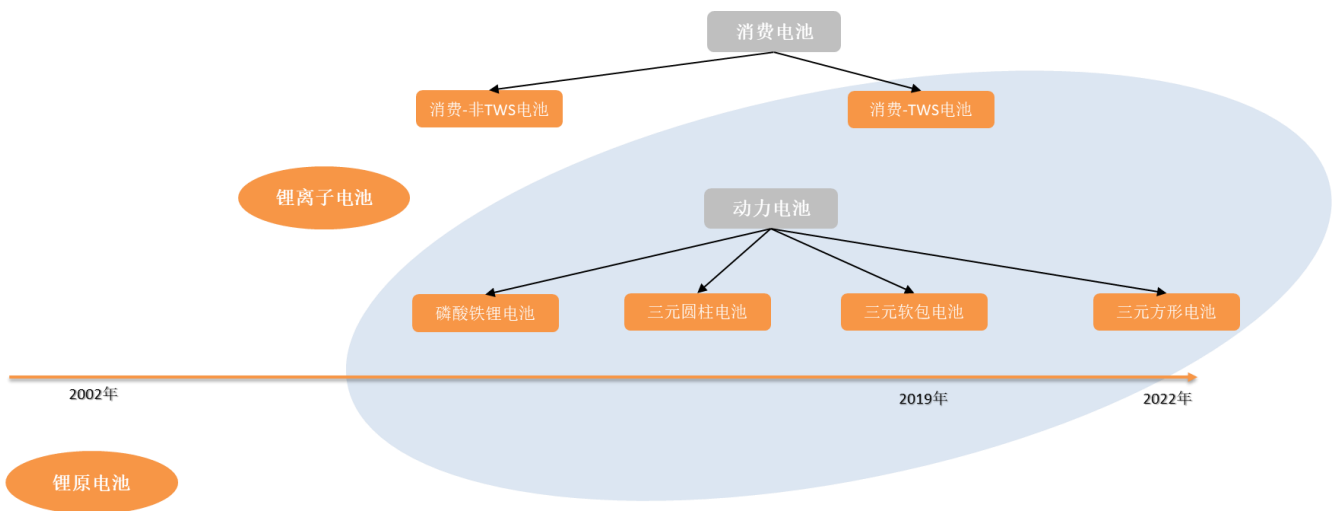
图 16: 磷酸铁锂电池产能预测 (Gwh)	10
图 17: 亿纬锂能商用车装机量 (Gwh)	10
图 18: 中国商用车产量 (万辆)	10
图 19: 国内重点车型使用电池种类梳理	11
图 20: 工信部推荐目录中乘用车磷酸铁锂电池占比 (个)	11
图 21: 亿纬锂能磷酸铁锂电池收入预测 (亿元)	11
图 22: 三元方形电池产能规划	12
图 23: 三元方形电池产能预测 (Gwh)	12
图 24: 欧洲各车企碳排梳理	13
图 25: 圆柱电池产能规划	13
图 26: 圆柱电池产能预测 (Gwh)	13
图 27: 亿纬锂能圆柱电池收入预测 (亿元)	13
图 28: 电动工具电池市场需求 (Gwh)	14
图 29: 电动工具电池市场格局	14
图 30: 三星 SDI 电池业务营业利润率	15
图 31: 天鹏与亿纬动力收入、净利率 (亿元)	15
图 32: 雅迪小叮当 PRO 和小叮当 MAX 电池重量对比	16
图 33: 中国电动两轮车销量预测 (万辆)	17
图 34: 中国电动两轮车用锂电池市场需求预测 (Gwh)	17
图 35: 二线电池厂经营活动现金净流量 (亿元)	18
图 36: 亿纬锂能分业务收入 (亿元)	18
图 37: 二线动力电池厂商研发支出与研发费用率对比 (亿元)	18
图 38: 全球动力电池份额	19
图 39: 亿纬锂能海外出口收入数据	19
图 40: 锂原电池应用场景	20
图 41: 亿纬锂能三元圆柱电池梳理	20
图 42: 亿纬锂能动力业务估值	21
图 43: 2020-2021 分布估值 (亿元)	22
表 1: 戴姆勒主要在售车型梳理	7
表 2: 国内 LFP 电池市占率	11
表 3: 三星 SDI 电动工具电池参数	14
表 4: 天鹏电动工具电池参数	15
表 5: 天鹏与三星 SDI 价格差距	15
表 6: 新旧国标关键参数对比	16
表 7: 铅酸/锂电池全生命周期成本测算 (元)	17
表 8: 主要二线动力电池厂国际客户拓展情况	19
表 9: 可比公司 PE 估值	21

前言

回顾公司发展历史，我们发现公司主要有两个特点：**第一是拓应用能力较强，平台型公司已成。**公司早期以锂原业务（一次电池）起家，逐步拓展至锂离子电池（二次电池），包括消费电池与动力电池。锂原电池 2008 年已做到国内市占率第一，而消费电池也是国内电子烟电池、可穿戴电池龙头，平台型公司已成。**第二是绑定各行业大客户能力较强，是各行各业的“卖水人”角色。**我们可以发现公司的产品服务了众多细分领域的龙头企业，包括电子烟中的思摩尔、电动工具的 TTI、电动自行车的小牛、平衡车的九号，承担了各行各业的“卖水人”角色。

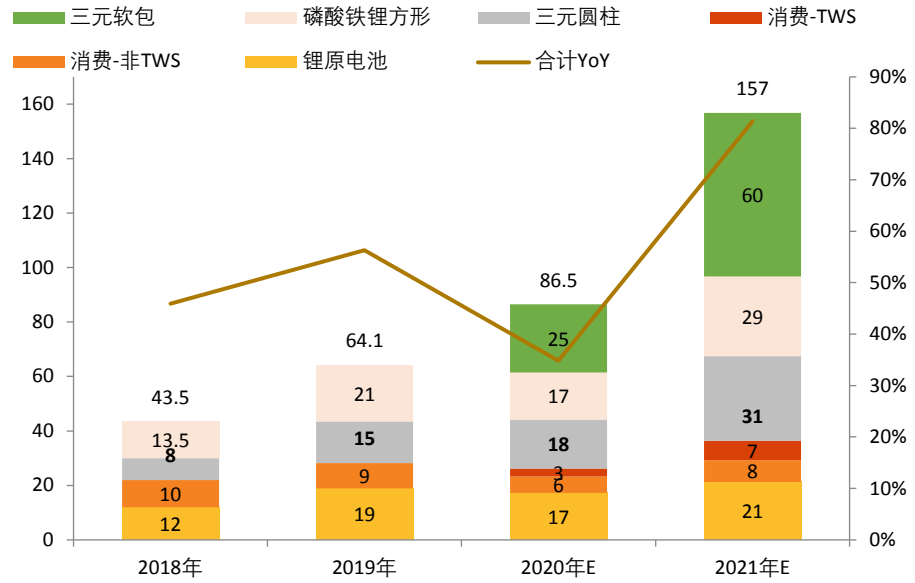
而站在当前时点向未来看，亿纬锂能最重要的投资逻辑是判断动力电池业务能否在二线突围。公司下一阶段发展的重点业务为动力电池，包括磷酸铁锂方形电池、三元圆柱电池、三元方形电池、三元软包电池，本文也将重点讨论动力电池业务，主要分析业务进展、成长持续性与估值。

图 1：亿纬锂能本部分业务发展图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：亿纬锂能本部业务收入预测拆分（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1. 动力业务开始进入收获期，圆柱业务下游需求快速增长

1.1. 三元软包：下游客户在欧洲，需求旺盛，预计明年收入将达 60 亿

产能：明年三元软包产能将达 10Gwh，目前爬坡顺利。公司目前三元软包产能已有 9Gwh，明年预计产能将达 10Gwh，去年下半年投产的 3Gwh 软包目前已满产，而今年年中投产的 6Gwh 产能已开始爬坡，预计年底达产。

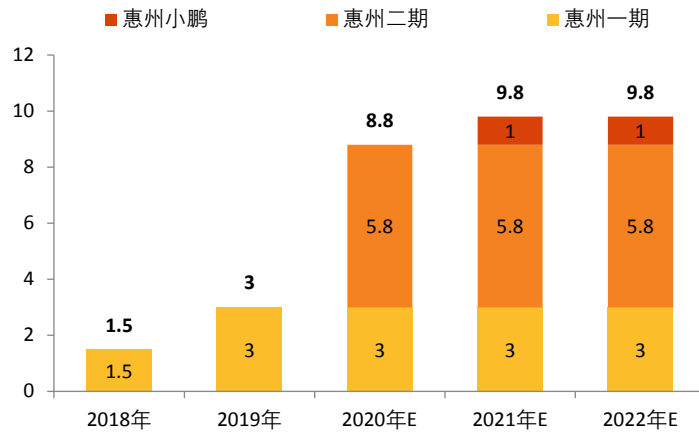
客户：软包客户戴姆勒与现代起亚在欧洲热销，9 月三款车型进入销量前六。公司软包客户主要是戴姆勒、现代起亚、小鹏，其中戴姆勒与现代起亚均为出口全球，主要销售地点为欧洲。今年 9 月现代 Kona、戴姆勒 A250e、起亚 Niro 在欧洲分别为第四、第五、第六，仅次于 Model 3、Zoe、ID.3，前二者是欧洲市场霸榜车型，ID.3 则是大众首款 MEB 车型，因此公司客户在欧洲市场销售情况较好。

图 3：三元软包产能规划

地点	产能 (Gwh)	产能用途	金额 (亿元)	公告日期	资金来源	项目状态	客户
惠州一期 (亿纬集能)	3	动力		2018年	自有/SKI借款	2019年下半年投产, 已满产	戴姆勒
惠州二期 (亿纬集能)	5.8	动力	30	2019/3/7	自有/SKI借款	2020年7月投产	现代起亚
惠州新增 (亿纬集能)	1	动力				预计2021年Q1投产	小鹏
SKI合作 (参股)	20-25	动力	73.5	2019/9/27			未知
合计	28.8-33.8						

资料来源：公司公告，GGII，天风证券研究所

图 4：三元软包产能预测 (Gwh)



资料来源: 公司公告, GII, 天风证券研究所

图 5: 2020 年 9 月欧洲电动车销量排名 (辆)

销量排名	车企	车型	类型	销量
1	特斯拉	Model 3	EV	16125
2	雷诺	Zoe	EV	11026
3	大众	ID. 3	EV	8571
4	现代	Kona	EV	6143
5	梅赛德斯奔驰	A250e	PHEV	4772
6	起亚	Niro	EV	4565
7	沃尔沃	XC40	PHEV	4199
8	奥迪	e-tron	EV	3532
9	日产	Leaf	EV	3244
10	梅赛德斯奔驰	GLC300e/de	EV	3043
11	奥迪	Q5	EV	2972
12	标致	e-208	EV	2963
13	宝马	i3	EV	2960
14	宝马	X5	PHEV	2799
15	欧宝	Corsa-e	EV	2725
16	大众	e-Golf	EV	2633
17	沃尔沃	XC60	PHEV	2557
18	极星	2	EV	2461
19	大众	Passat GTE	PHEV	2447
20	三菱	Outlander	PHEV	2410

资料来源: EV Volume, 天风证券研究所

图 6: 2020 年 1-9 月欧洲电动车销量排名 (辆)

销量排名	车企	车型	类型	销量
1	雷诺	Zoe	EV	63504
2	特斯拉	Model 3	EV	57167
3	大众	e-Golf	EV	27126
4	现代	Kona	EV	26277
5	奥迪	e-tron	EV	23243
6	福特	Kuga	PHEV	21071
7	标致	e-208	EV	20980
8	日产	Leaf	EV	20934
9	三菱	Outlander	PHEV	20865
10	起亚	Niro	EV	19837
11	沃尔沃	XC40	PHEV	16668
12	沃尔沃	XC60	PHEV	16029
13	大众	Passat GTE	PHEV	15853
14	宝马	i3	EV	15013
15	梅赛德斯奔驰	A250e	PHEV	14949
16	宝马	330e	PHEV	14444
17	大众	e-Up!	EV	13231
18	沃尔沃	S/V60	PHEV	12969
19	宝马	X5	PHEV	11326
20	标致	3008	PHEV	11321

资料来源: EV Volume, 天风证券研究所

戴姆勒电动化战略规划: 目前仍以 PHEV 为主, 2021 年将发力纯电平台电动车。戴姆勒目前在售车型以 PHEV 为主, 大部分为传统油车改款 PHEV 版本, 后续公司纯电平台 EVA 的第一批 4 款车型将于 2021 年推出, 包括已发布的 EQS, 第二代紧凑型纯电平台 MMA 将于 2025 年上市, 届时公司将推出超过 10 款 BEV、25 款 PHEV。

现代起亚电动化战略规划: 现代转型电动化更快, 2025 年现代起亚规划销量 167 万辆新能源汽车。现代起亚目前销量以纯电动车为主, 其中现代在电动化转型更快, 2020 年 10 月现代在欧洲市场电动车的渗透率已达 18%, 起亚为 11%。2025 年现代起亚规划销售 167 万辆新能源汽车 (包括 HEV 与 FCEV), 其中 85 万辆为纯电动汽车。

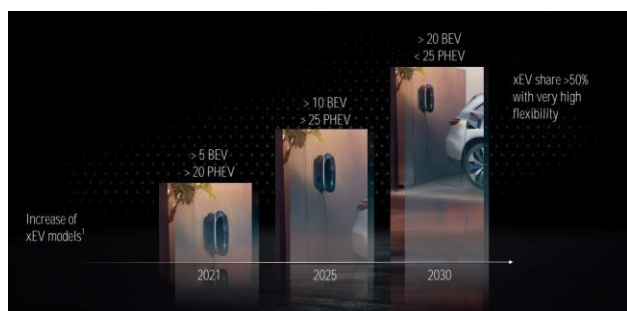
表 1: 戴姆勒主要在售车型梳理

车型	类别	动力类型
A-Class	轿车	PHEV/燃油版
B-Class	轿车	PHEV/燃油版
C-Class	轿车	PHEV/燃油版
E-Class	轿车	PHEV/燃油版
S-Class	轿车	燃油版

G-Class	SUV	燃油版
GLA	SUV	PHEV/燃油版
GLB	SUV	PHEV/燃油版
GLC	SUV	PHEV/燃油版
GLE	SUV	PHEV/燃油版
GLS	SUV	燃油版
EQC	SUV	BEV
EQV	MPV	BEV

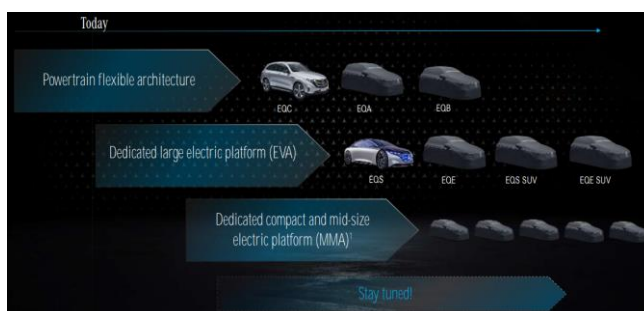
资料来源：戴姆勒官网，天风证券研究所

图 7：戴姆勒电动车车型规划



资料来源：戴姆勒公告，天风证券研究所

图 8：戴姆勒电动车分平台规划



资料来源：戴姆勒公告，天风证券研究所

图 9：现代欧洲电动车月度销量（辆）

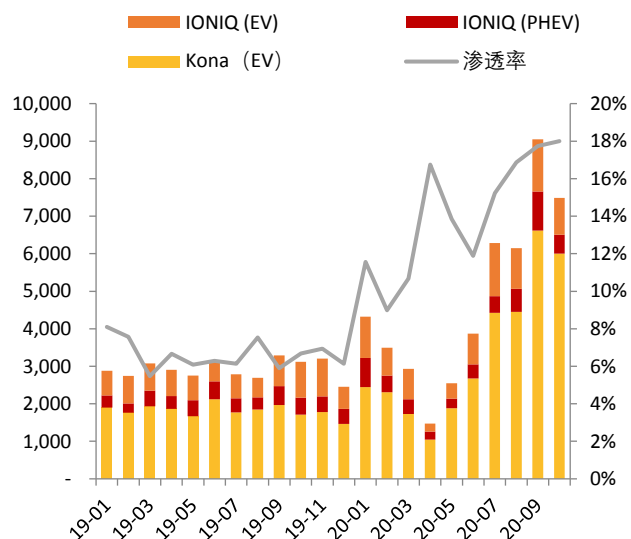
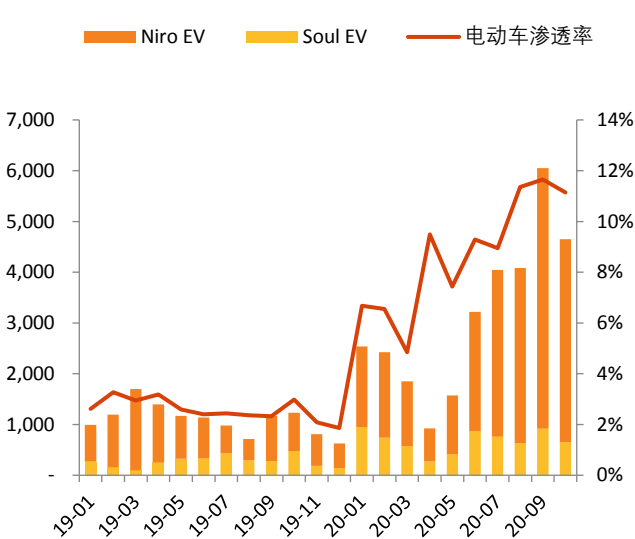


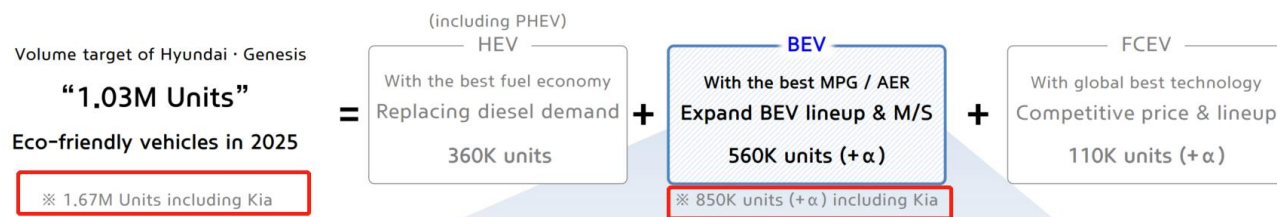
图 10：起亚欧洲电动车月度销量（辆）



资料来源：现代公告，天风证券研究所

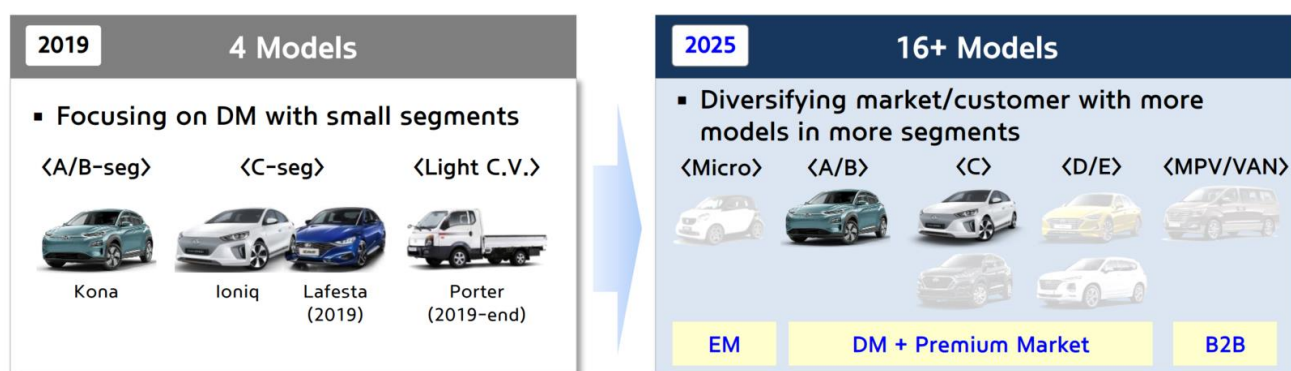
资料来源：起亚公告，天风证券研究所

图 11：现代起亚电动车销量规划



资料来源：现代起亚公告，天风证券研究所

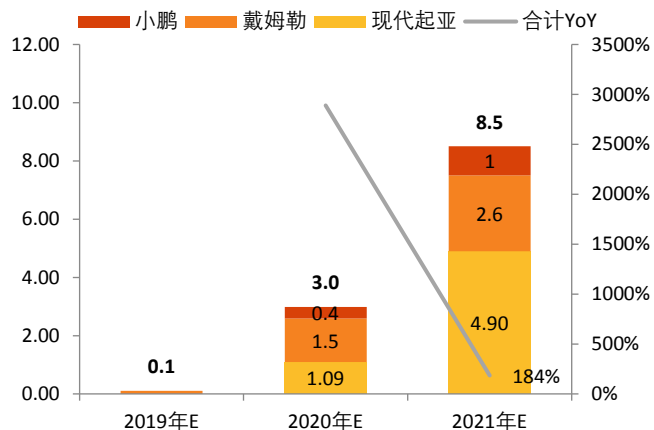
图 12：现代电动车车型规划



资料来源：现代起亚公告，天风证券研究所

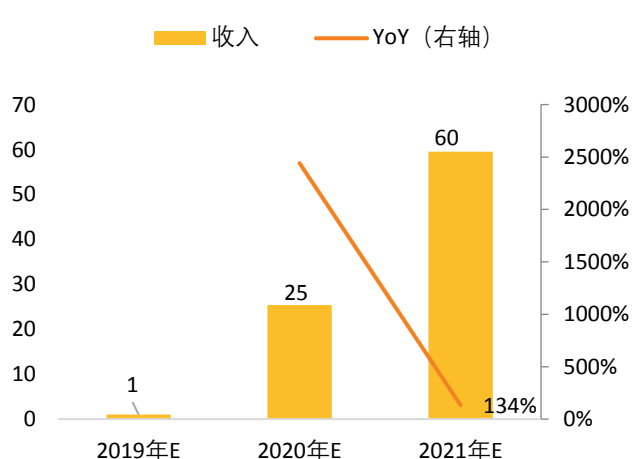
预计明年三元软包收入将达 60 亿元，同比增长超 130%。我们预计 2021 年公司三元软包将出货 8.5Gwh，同比增长 184%，其中现代起亚出货 4.9Gwh（约配套 7.7 万辆）、戴姆勒出货 2.6Gwh（约配套 13 万辆），小鹏出货 1Gwh（约配套 1.4 万辆）。收入端来看，我们预计 2020 年软包收入约 25 亿，2021 年三元软包收入约 60 亿元，同比增长 134%。

图 13：亿纬锂能三元软包出货预测（Gwh）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：亿纬锂能三元软包收入预测（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 磷酸铁锂方形电池：未来 2-3 年乘用车或返潮磷酸铁锂电池，公司 LFP 业务有望受益

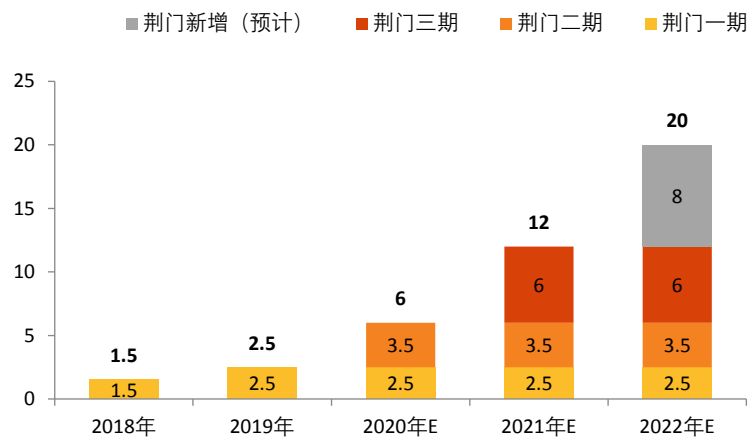
明年磷酸铁锂电池产能将达 12Gwh，乘用车使用磷酸铁锂电池趋势已成，公司或进一步扩产。目前公司磷酸铁锂（LFP）电池已有产能 6Gwh，其中 2.5Gwh 为原有产能，基本处于满产状态，新增 3.5Gwh 产能已在今年投产，目前处于产能爬坡状态，预计今年 4 月公告的 6Gwh 新增产能将于明年投产，预计明年产能将达 12Gwh。此外由于目前乘用车市场返潮 LFP 电池以及两轮车市场兴起，LFP 电池需求或在未来 2-3 年大幅增加，我们预计公司将继续增加 LFP 电池领域的投入，2022 年产能或达 20Gwh。

图 15：磷酸铁锂电池产能规划

地点	产能 (Gwh)	产能用途	金额 (亿元)	公告日期	资金来源	项目状态	客户
荆门	2.5	动力/储能		2016/2/1	自有/增发	满产	金龙等商用车、乘用车、两轮车、铁塔、移动、电网
荆门	3.5	动力/储能	21.6	2018/10/18	增发	2020年初投产	
荆门 (新增)	6	动力/储能	12	2020/4/24	自有	2020年3月建设, 21年底投产	
荆门 (预计)	8	动力/储能/两轮车	/	/	/	/	
合计	20						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：磷酸铁锂电池产能预测 (Gwh)



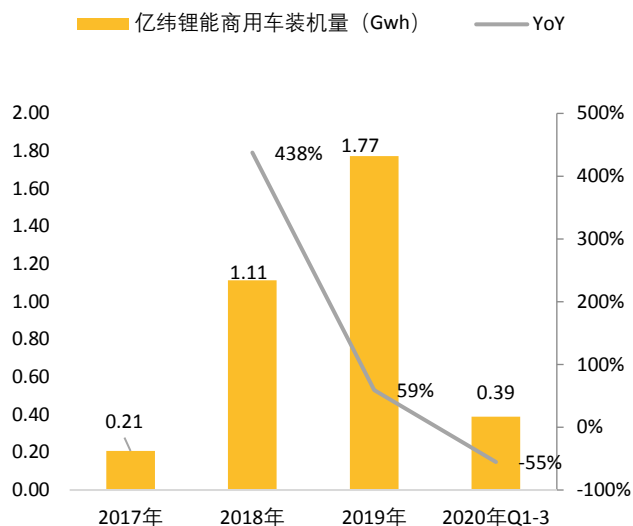
资料来源：公司公告，天风证券研究所

Model 3 引领乘用车行业返潮磷酸铁锂电池，公司深耕磷酸铁锂电池有望受益，预计明年公司磷酸铁锂电池收入接近 30 亿元，同比增长约 70%。今年由于疫情影响，国内商用车销量下滑幅度较大，因此公司 Q1-3 装机量下滑 55%，LFP 业务陷入低迷，但随着疫情影响趋缓以及 Model 3 使用磷酸铁锂版本后，引领行业将低续航车型改款至磷酸铁锂，如长城好猫标准续航版使用磷酸铁锂。

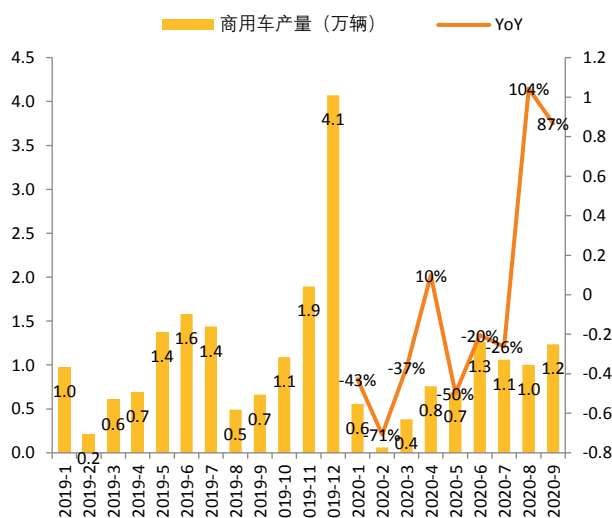
今年工信部第 11 批公告目录中，乘用车搭载磷酸铁锂电池的车型占比已从年初的 18% 提升至 39%，我们预计明年磷酸铁锂电池有望迎来返潮，而公司作为国内磷酸铁锂电池装机量排名第四的企业也将受益于磷酸铁锂电池需求增加，我们预计明年公司磷酸铁锂电池收入或接近 30 亿元，同比增长约 70%。

图 17：亿纬锂能商用车装机量 (Gwh)

图 18：中国商用车产量 (万辆)



资料来源: GGII, 天风证券研究所



资料来源: 合格证, 天风证券研究所

图 19: 国内重点车型使用电池种类梳理

重磅车型	电池种类		价格 (万元)		续航 (Km)	
	标准续航	长续航/升级版	标准续航	长续航/升级版	标准续航	长续航/升级版
特斯拉 Model 3	LFP	NCM	24.99	30.99	468	668
小鹏 P7	NCM	NCM	22.99	25.49	586	670
蔚来 ES6	NCM	NCM	35.8	39.8	420	610
比亚迪 汉	LFP	LFP	22.98-27.95		550-605	
五菱宏光 mini	LFP	LFP	2.88-3.28	3.88	120	170
欧拉 好猫	LFP	NCM	10.5-12.5	13.5-14.5	401	501

资料来源: 各公司官网, 天风证券研究所

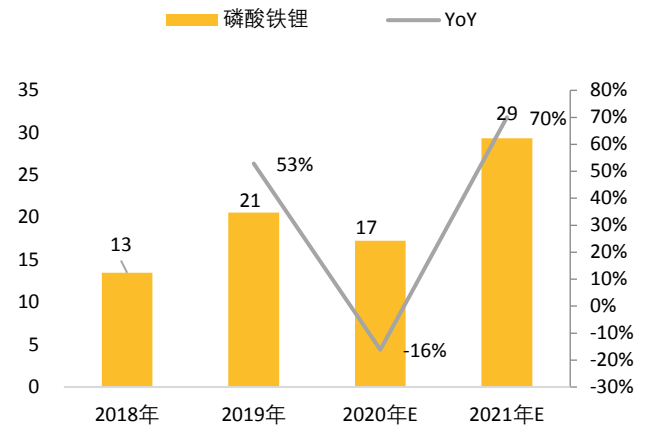
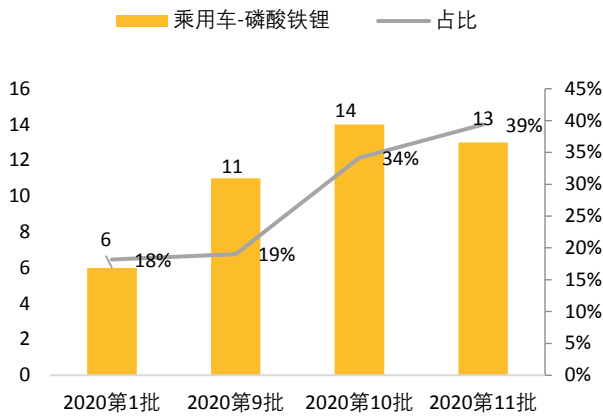
表 2: 国内 LFP 电池市占率

公司	2017 年市占率	公司	2018 年市占率	公司	2019 年市占率	公司	2020 年 Q1-3 市占率
CATL	32.6%	CATL	48.2%	宁德时代	57.2%	宁德时代	64.8%
比亚迪	26.6%	比亚迪	20.7%	比亚迪	14.0%	比亚迪	16.1%
沃特玛	13.4%	国轩高科	10.7%	国轩高科	14.3%	国轩高科	11.6%
国轩高科	9.7%	亿纬锂能	5.2%	亿纬锂能	8.9%	亿纬锂能	4.1%
中航锂电	2.7%	北京国能	3.5%	力神	1.5%	瑞浦能源	1.9%

资料来源: GGII, 天风证券研究所

图 20: 工信部推荐目录中乘用车磷酸铁锂电池占比 (个)

图 21: 亿纬锂能磷酸铁锂电池收入预测 (亿元)



资料来源：工信部，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 三元方形切入宝马全球供应链，碳排压力倒逼车企发展 48V

三元方形电池为公司自有技术，目前主要客户为宝马，获得了华晨宝马的电动车电池订单与宝马全球 48V 电池订单。公司已有 1.5Gwh 三元方形电池产能，今年 4 月计划再次扩产 5Gwh，我们预计 2021 年底有望投产，公司三元方形业务有望在 2022 年放量。

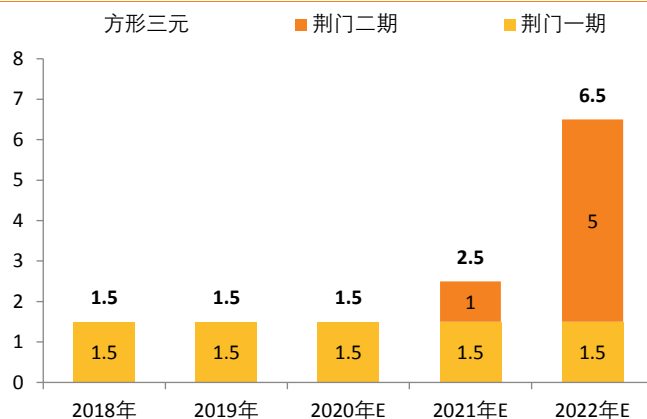
欧洲碳排目标值严苛，而燃油车近年来很难通过常规手段减排，48V 作为高性价比方案受到欧洲车企青睐。由于欧洲碳排目标严苛，计划在 2025 年将碳排目标设定为 81g/km，较 2020 年目标下降 15%，因此欧洲车企减排压力较大。近年来燃油车很难通过技术进步降低碳排，2017-2019 年平均碳排甚至出现连续 2 年上升，因此车企急需多种方式降低平均碳排，除了发展新能源汽车之外，在燃油车上加装 48V 电池是一种性价比较高的解决方案——成本增加少，降油耗明显，因此我们看好公司三元方形配套宝马全球 48V 项目。

图 22：三元方形电池产能规划

地点	产能 (Gwh)	产能用途	金额 (亿元)	公告日期	资金来源	项目状态	客户
荆门	1.5	动力		2018年	自有	已有1.5Gwh, 未出货	宝马
荆门 (新增)	5	动力	13	2020/4/24	自有	2020年3月建设, 2年投产	
合计	6.5						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 23：三元方形电池产能预测 (Gwh)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：欧洲各车企碳排放梳理

车企	2018年市占率(欧盟)	2019年市占率(欧盟)	碳排 (g/km, NEDC)					2019年达标距离
			2017均值	2018均值	2019均值	2019年较2018年减排	2020/21目标	
丰田-马自达	6%	7%	120	110	108	-2	95	13 (12%)
日产	3%	3%	117	115	114	-1	95	19 (16%)
标致雪铁龙	17%	16%	112	114	115	1	92	23 (20%)
FCA-特斯拉	6%	6%	120	122	116	-6	94	22 (19%)
雷诺	11%	11%	110	112	118	6	92	26 (22%)
铃木		2%		114	121	7	85	36 (29%)
均值	100%	100%	119	121	122	1	96	26 (21%)
起亚	3%	3%	120	121	123	2	94	29 (23%)
现代	4%	4%	122	124	124	0	94	30 (24%)
大众集团	23%	24%	122	122	124	2	97	27 (21%)
宝马	6%	6%	122	128	127	-1	103	24 (19%)
福特	7%	6%	121	121	131	10	98	33 (25%)
沃尔沃	2%	2%	124	132	132	0	109	23 (18%)
戴姆勒	6%	6%	127	133	137	4	102	35 (25%)

资料来源：ICCT，天风证券研究所

1.4. 三元圆柱电池：电动工具国产替代机遇期，新国标加速两轮车铅酸换锂电

公司圆柱电池目前下游主要应用为电动工具与两轮车，主要客户为 TTI（电动工具）、小牛（两轮车）、九号（两轮车），两个市场的投资逻辑：1）电动工具电池技术迭代放缓，正经历国产替代机遇期；2）2019 年新国标落地，铅酸换锂电趋势加速。

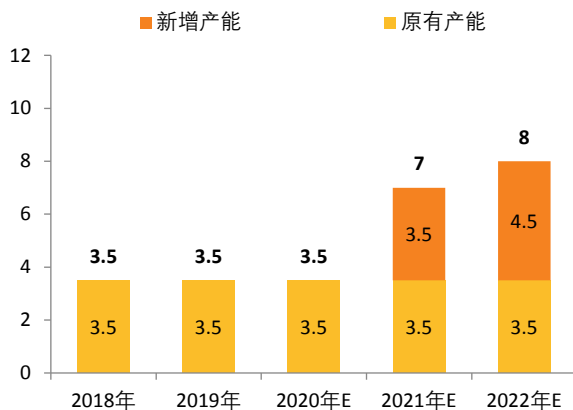
目前公司已有 3.5Gwh 圆柱电池产能，但由于下游需求旺盛，公司于 2020 年 11 月 10 日更改增发资金用途，将 9 亿元投入扩产圆柱电池产能，预计明年产能将达 7Gwh，2022 年扩产完成后，公司产能将达 8Gwh。随着产能扩产，我们预计 2020-2021 年公司圆柱电池收入分别为 18、31 亿元，同比增长 18%、73%。

图 25：圆柱电池产能规划

类别	地点	产能 (Gwh)	产能用途	金额 (亿元)	公告日期	资金来源	项目状态	客户
圆柱三元	惠州	1	电动工具、两轮车	10.48	2017/8/24	自有	满产	TTI、小牛、九号
	荆门	2.5	电动工具、两轮车		2017/8/24	自有	满产	
	荆门	1.5	电动工具、两轮车	3	2020/11/10	增发(变更用途)	在建	
	惠州	3	电动工具、两轮车	6	2020/11/10	增发(变更用途)	在建	
	合计	8		19.48				

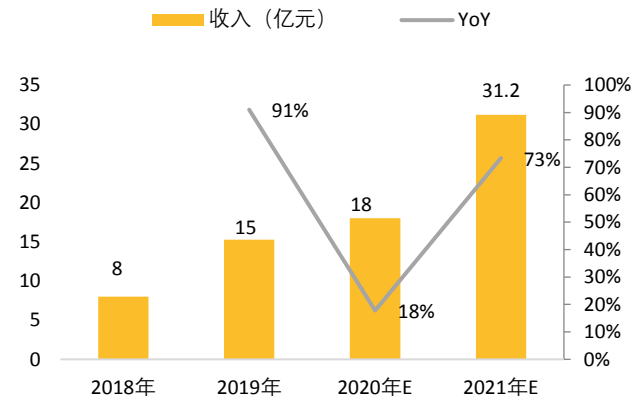
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 26：圆柱电池产能预测 (Gwh)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 27：亿纬锂能圆柱电池收入预测 (亿元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4.1. 电动工具电池：技术迭代放缓，国内厂商凭借成本优势实现国产替代

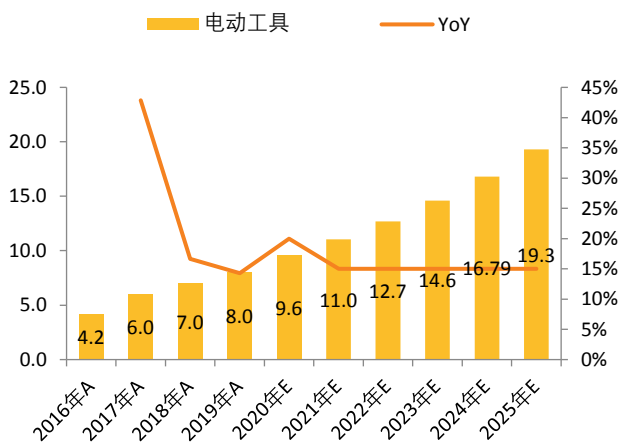
电动工具电池市场：2020 年市场需求预计约 9.6Gwh，预计未来将保持 15%的复合增速，增速高于电动工具，主要原因有两个：1) 无绳电动工具占比持续提升；2) 部分电动工具对于续航的提升，使得电池个数提升，从 3 串逐步发展至 6-10 串。

看好电动工具电池国产替代逻辑：2018 年之前三星、LG 等韩国电池厂占据大部分份额，但近年来国内亿纬锂能、天鹏已进入 TTI、百得等一线品牌商供应链，主要原因是国内厂商成本优势显著，在技术层面没有显著差异的背景下，国产替代已成为趋势。

1) **技术层面，国内头部厂商已与日韩龙头差距不大**，电动工具特殊的应用场景，导致需要快充快放，因此需要高倍率电池，而过去日韩企业在高倍率电池的技术积累有一定优势，但随着近年来国内企业相继突破 20A 放电电流的瓶颈，技术层面已满足电动工具的基本需求。

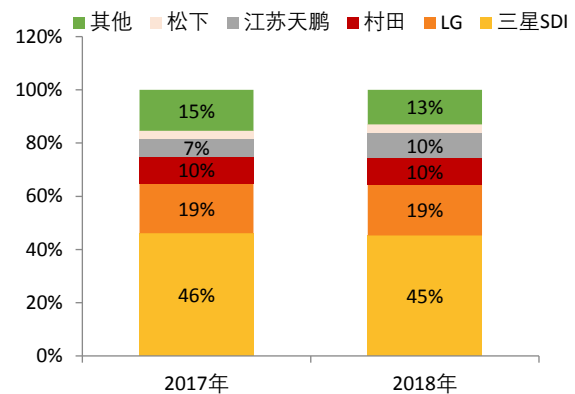
2) **国内成本显著低于海外厂商，价格优势将助力国内厂商不断抢占日韩份额**，从价格端看，同类型产品天鹏的价格较三星 SDI 低 20%。从净利率角度看：2019 年天鹏接近 12%，亿纬锂能净利率预计达 12-15%（亿纬动力 2020 年 Q1-3 净利率 12%，主要业务圆柱+磷酸铁锂，磷酸铁锂盈利水平较低），而三星 SDI 的净利率只有 1%，即使在动力电池占比很低的 2011-2013 年，其利润率也只有 0-5%。因此可以看出国内厂商成本优势显著。

图 28：电动工具电池市场需求 (Gwh)



资料来源：真锂研究，天风证券研究所

图 29：电动工具电池市场格局



资料来源：真锂研究，天风证券研究所

表 3：三星 SDI 电动工具电池参数

电芯	类型	直径 (mm)	高度 (mm)	容量 (mAh)	名义电压 (V)	持续放电电流 (A)
INR18650-13L	圆柱	18	65	1300	3.6	18
INR18650-13M	圆柱	18	65	1300	3.6	23
INR18650-15L	圆柱	18	65	1500	3.6	18
INR18650-15M	圆柱	18	65	1500	3.6	23
INR18650-20Q	圆柱	18	65	2000	3.6	15
INR18650-20R	圆柱	18	65	2000	3.6	22
INR18650-25R	圆柱	18	65	2000	3.6	20

资料来源：三星 SDI 官网，天风证券研究所

表 4: 天鹏电动工具电池参数

品名	25PG	20PG	15PG
型号	18650	18650	18650
标称电压 V	3.6	3.6	3.6
标称容量 mAh	2500	2000	1500
持续放电电流 A	20	20	20
持续充电电流 A	6	6	6
最大重量 g	47	45	43

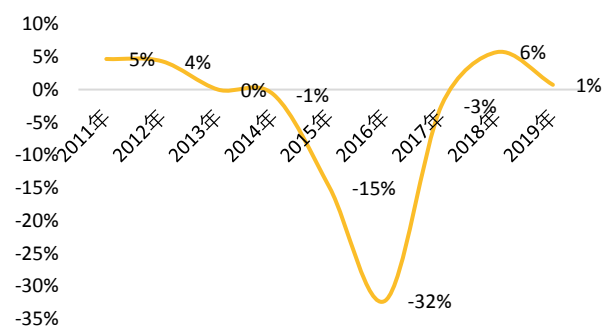
资料来源: 天鹏官网, 天风证券研究所

表 5: 天鹏与三星 SDI 价格差距

品名	天鹏-25PG	三星 SDI-25R
型号	18650	18650
标称电压 V	3.6	3.6
标称容量 mAh	2500	2000
持续放电电流 A	20	20
带电量 wh	9	7.2
电芯价格 (含税, 元)	12.5	15
电芯价差幅度		20%
单 wh 价格	1.4	2.1
单 wh 价差幅度		50%

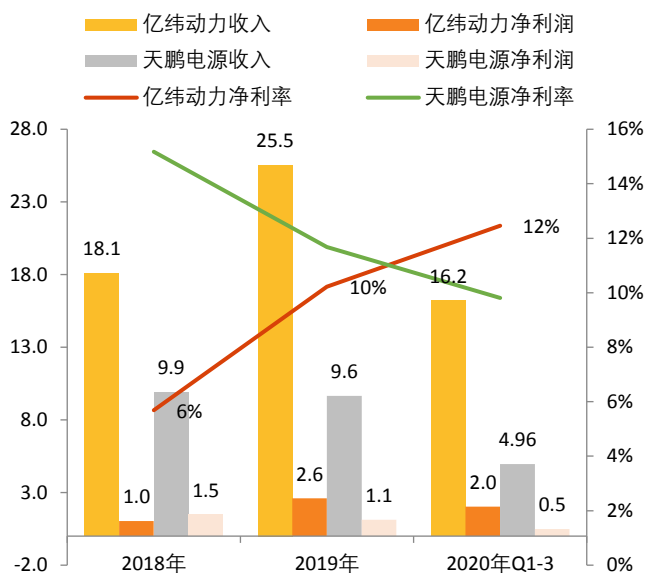
资料来源: 真锂研究, 公司公告, 天风证券研究所

图 30: 三星 SDI 电池业务营业利润率



资料来源: 三星 SDI 公告, 天风证券研究所

图 31: 天鹏与亿纬动力收入、净利率 (亿元)



资料来源: 亿纬锂电公告, 澳洋顺昌公告, 天风证券研究所 (2020Q1-3 天鹏实际为 2020 年 H1 数据)

1.4.2. 两轮车电池: 新国标落地, 铅酸换锂电加速

新国标是指 2019 年出台的《电动自行车安全技术规范》强制性国家标准, 它的“新”是相对 1999 年的旧国标而言的, 旧国标规定电动自行车时速小于 20km/h, 自重不超过 40Kg, 但市场上销售的很多电动车, 从体积到车速的设计趋势都越来越接近摩托车, 并未严格遵

守旧国标，影响了居民出行安全和城市交通管理。此种背景下新国标应运而生，对关键参数做了新的界定，并切实考虑居民的出行需求，将时速放宽至 25km/h，自重放宽至 55kg。

新国标带来两轮车电池行业两大变化：1) 超标车存量替换带来两轮车行业恢复增长；2) 锂电池对比铅酸电池优越性表现在轻量化、能量密度高、使用寿命长，在新国标的引导下，渗透率有望加速提升。

表 6：新旧国标关键参数对比

项目	新国标	旧国标
颁布时间	2018.5.17	1999.10.1
实施时间	2019.4.15	1999.10.1
文件	《电动自行车安全技术规范》强制性国家标准(GB 17761-2018)	《电动自行车通用技术条件》(GB 17761-1999)
最高车速	不大于 25km/h，且控制系统内应当具有防速度篡改设计	不大于 20km/h
提示音	行驶速度超过 15km/h 时持续发出提示音	-
制动性能	以最高车速电动骑行时，其干态同时使用前后闸的制动距离应不大于 7m，湿态同时使用前后闸的制动距离应不大于 9m	以最高车速电动骑行时，其干态制动距离应不大于 4m，湿态制动距离应不大于 15m
整车质量	不大于 55kg	不大于 40kg
整车尺寸	整车高度小于或等于 1100 mm；车体宽度(除车把、脚踏部分外)小于或等于 450 mm；前、后轮中心距小于或等于 1250 mm；鞍座高度大于或等于 635 mm；鞍座长度小于或等于 350 mm	-
脚踏行驶能力	30min 的脚踏行驶距离应不小于 5km	30min 的脚踏行驶距离应不小于 7km
电动机功率	额定连续输出功率应不大于 400W	额定连续输出功率应不大于 240W
蓄电池的标称电压	蓄电池的标称电压应不大于 48V	蓄电池的标称电压应不大于 48V

资料来源：工信部、爱玛招股说明书，天风证券研究所

锂电池能量密度一般为 120-180wh/kg，显著高于铅酸电池 28-40wh/kg。锂电池符合新国标轻量化需求，以雅迪小叮当系列为例，铅酸电池重量 17kg，远高于锂电池 4.7kg。铅酸版车型若要满足新国标要求，除电池外其他部件重量不能超过 40 公斤，这就需要考虑将车型的尺寸减小或采用轻型材料设计，而轻型材料往往售价高昂。锂电池另一大优势在于体积小、可拆卸提出，方便用户充电，还能降低电池被盗风险。

从全生命周期看，当同款车型锂电版和铅酸版差价在 300 元以内，锂电版经济性高于铅酸版。我们假设铅酸电池使用 2 年更换，锂电池使用 4 年更换。在 4 年内，购买铅酸车型的消费者需更换一次电池，考虑到铅酸电池有回收价值，我们采用以旧换新价格，发现对于雅迪小飞侠来说锂电版经济性更强，对于雅迪小金果来说铅酸版经济性更强，这与锂电版和铅酸版车型定价有关，差价 300 元以内（铅酸以旧换新成本），消费者会倾向于选择锂电版车型。

图 32：雅迪小叮当 PRO 和小叮当 MAX 电池重量对比



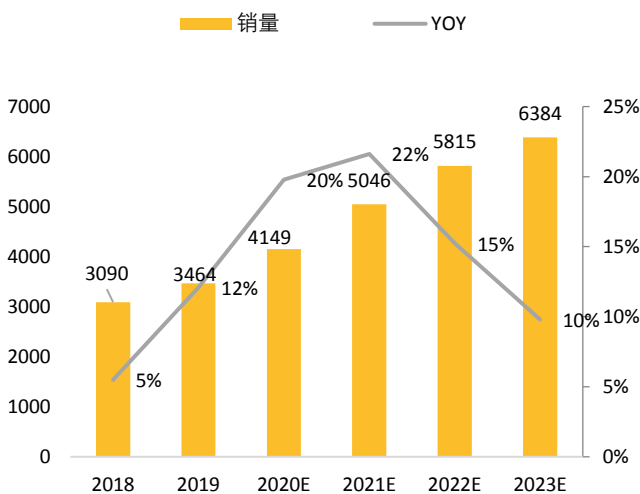
资料来源:、雅迪天猫旗舰店、天能电池天猫旗舰店、天风证券研究所

表 7: 铅酸/锂电池全生命周期成本测算 (元)

时间	项目	雅迪小飞侠		雅迪小金果	
		铅酸车型	锂电车型	铅酸车型	锂电车型
雅迪天猫旗舰店销量		月销 3 辆	月销 500+辆, 热销第 2 名	月销 500+辆, 热销第 1 名	月销 46 辆
第 1 年	购置费用	2799	2999	2599	3099
第 2 年	无	0	0	0	0
第 3 年	以旧换新购置电池	328	0	328	0
第 4 年	无	0	0	0	0
合计成本		3127	2999	2927	3099

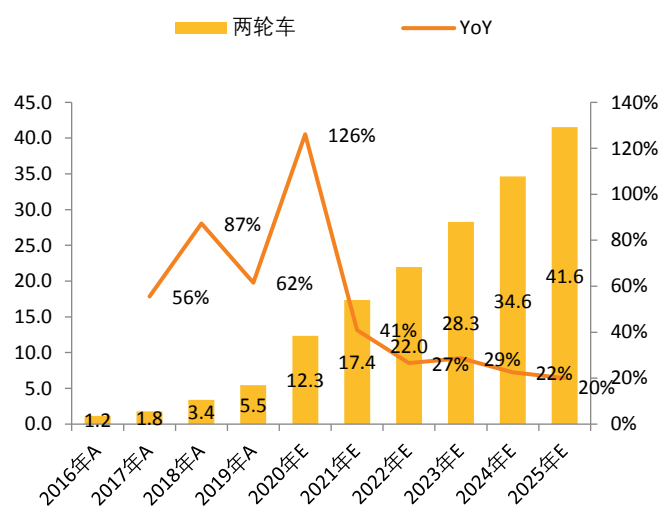
资料来源: 雅迪天猫旗舰店、天能电池天猫旗舰店、天风证券研究所

图 33: 中国电动两轮车销量预测 (万辆)



资料来源: 高工锂电、中国自行车协会、中研网、中国产业信息网, 天风证券研究所

图 34: 中国电动两轮车用锂电池市场需求预测 (Gwh)



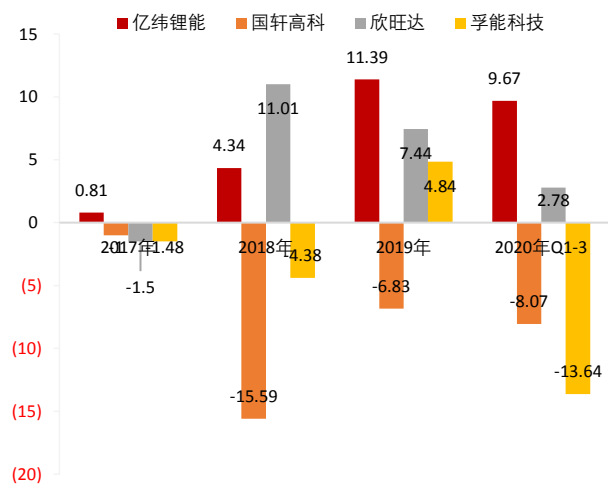
资料来源: 中国自行车协会、高工锂电、天能动力招股、天风证券研究所

2. 为何我们看好亿纬锂能动力电池能在二线中突围?

2.1. 动力电池前期需要大量资金扩产与研发，公司有现金牛业务补充资金

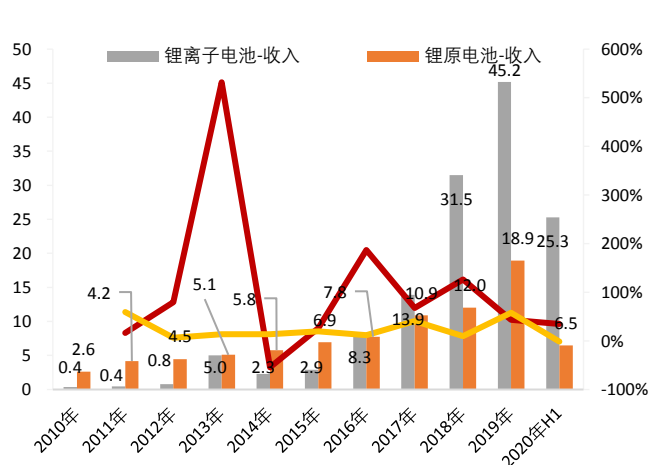
动力电池扩产与研发需要大量资金投入，对于二线企业来说，拥有现金牛业务持续为动力电池业务“输血”大幅增加了动力电池业务实现突围的可能性。目前主流二线电池厂中，亿纬锂能与欣旺达均拥有现金牛业务，从近四年的经营活动现金净流量来看，二者表现较优，其中亿纬锂能的锂原业务与思摩尔投资收益均为现金牛业务，2020年前三季度经营活动现金净流量已接近10亿元，研发支出已达5亿元反超国轩高科，研发费用率也已达到10%。

图 35：二线电池厂经营活动现金净流量（亿元）



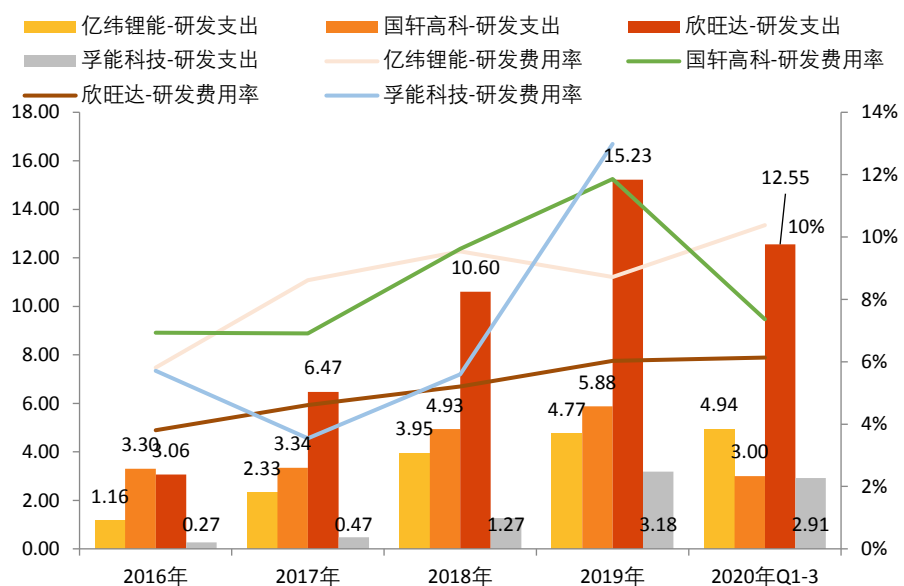
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 36：亿纬锂能分业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 37：二线动力电池厂商研发支出与研发费用率对比（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 9Gwh 三元软包产线满产已证明公司量产能力，背后反应的是公司工厂管理能力优异

由于下游主机厂出于供应链管理的需求，会扶持二线电池厂，目前国内二线电池厂基本都进入了国际车企供应链，但从全球市场份额变化来看，一线龙头的市占率不断提升，今年上半年 CR6 已高达 84.2%，主要原因在于 1) 目前二线厂商订单释放周期本身较晚；2) 二线厂商的实际量产能力与一线龙头厂商差距较大，导致二线厂商订单释放有延迟或丢单。

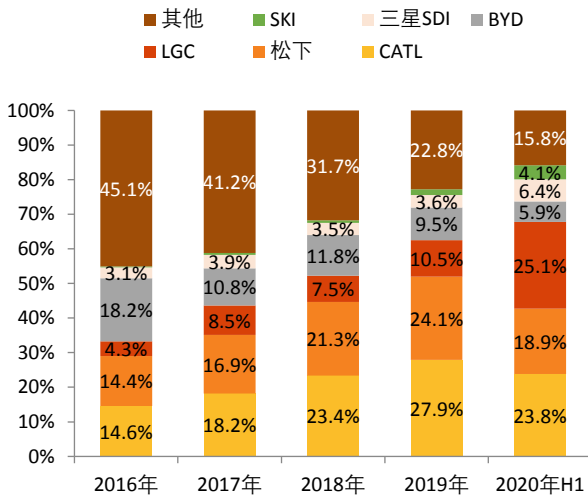
因此我们认为动力电池厂商的实际量产能力或成为未来国际主机厂重点考虑的因素，目前公司去年下半年投产的 3Gwh 软包产能现已满产出货，而 2020 年上半年海外收入 15.5 亿元，同比大增 142%，主要是由于三元软包开始出口。公司 3Gwh 软包顺利满产且戴姆勒、小鹏等客户未出现烧车、电池损坏等安全事件，表明公司在实际规模量产能力方面已实现突破，背后也反应的是公司工厂管理优异的能力。

表 8: 主要二线动力电池厂国际客户拓展情况

二线电池厂	客户
亿纬锂能	戴姆勒、现代起亚、宝马
欣旺达	雷诺、日产
国轩高科	大众入股
孚能科技	戴姆勒
万向 123	大众

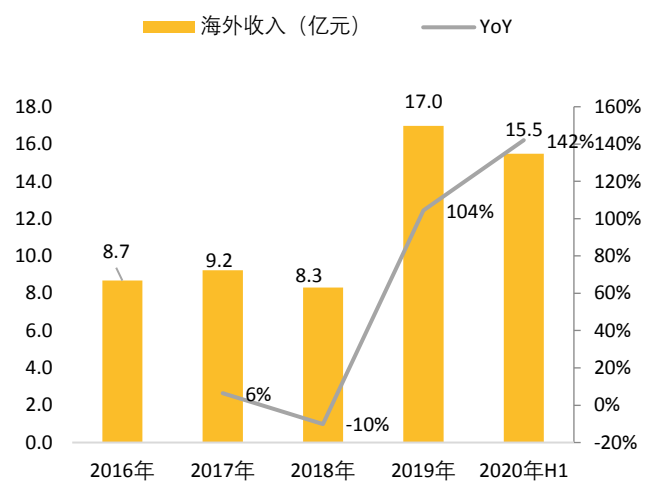
资料来源：公司公告，GGII，天风证券研究所

图 38: 全球动力电池份额



资料来源：SNE，天风证券研究所

图 39: 亿纬锂能海外出口收入数据



资料来源：公司公告，天风证券研究所

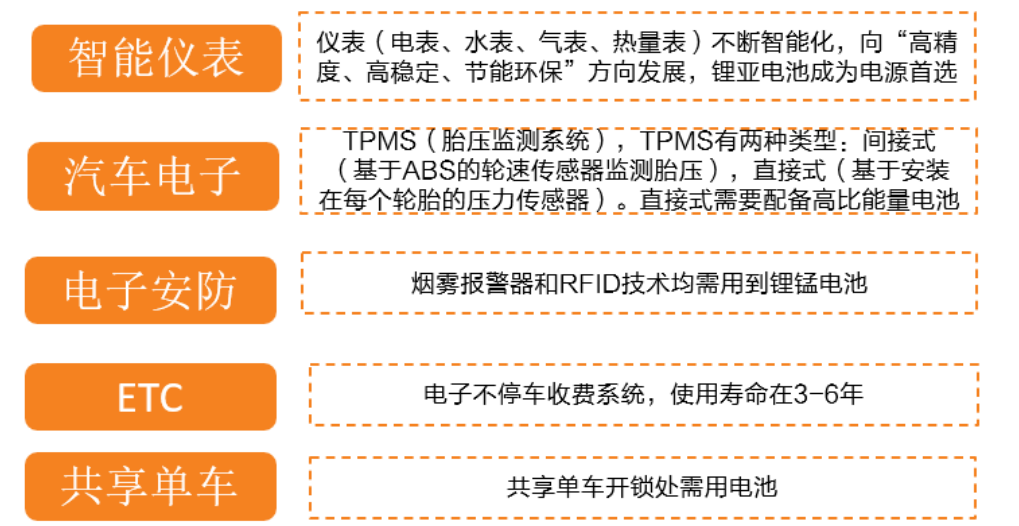
2.3. 管理层前瞻性与执行力强

2.3.1. 前瞻性：公司起家于锂原，锂原下游应用广泛，公司开拓新应用领域能力较强

在我们上一篇亿纬锂能复盘报告《亿纬锂能的厚积与薄发：亿万斯年，大有可为》中已详细阐述了公司过去具有前瞻性布局的案例，在此不再赘述，如今公司圆柱与磷酸铁锂电池业务再次踩准电动工具、两轮车、乘用车返潮磷酸铁锂的节点，确实再次印证了公司管理层具有超前的前瞻性布局。

从过去的 TWS、ETC 到现在的电动工具、两轮车、乘用车 LFP，为何公司总能对下游需求很敏感，进行前瞻性布局，在合适的时间出现填补市场需求？我们认为其前瞻性布局的基因来自于公司最初的业务——**锂原业务**。作为一次性电池，锂原电池的应用范围非常广泛，包括了智能电表、TPMS、烟雾报警器、RFID、ETC、共享单车等等一系列应用，而公司锂原 2008 年已做到国内市占率第一，背后也表明公司对不同下游应用趋势非常敏感，内部团队也很擅长在细分领域深耕，逐步做到细分行业龙头。因此在拓展至二次电池业务中，公司能够很好把握下游应用趋势，做到提前布局。

图 40：锂原电池应用场景



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

2.3.2. 执行力：圆柱从动力切换至电动工具仅用两年，执行力是保障公司落实战略的关键

除了前瞻性布局外，执行力也是将业务做成功的关键。从亿纬锂能的圆柱业务切换应用领域，可以看出公司的执行力非常强：2015 年公司投资三元圆柱产能，2016 年下半年投产，原计划定位为专用车市场，但由于专用车技术路线从三元转向 LFP，因此 2018 年公司果断转向应用至电动工具，并且在一年内攻克国际大客户 TTI，同时拓展格力博、小牛等客户，实现惠州产能满产。

图 41：亿纬锂能三元圆柱电池梳理



资料来源：公司公告、天风证券研究所

3. 动力业务估值与盈利预测

3.1. 动力电池业务估值

我们首先对亿纬锂能动力/圆柱业务进行估值，其中软包、磷酸铁锂、圆柱已实现盈利，可

以使用 PE 估值，方形目前仍未销售且处于亏损状态，因此对 2022 年使用 PS 估值。目前一线龙头（宁德时代）明年估值在 70 倍左右，二线厂商估值在 50-60 倍，材料龙头估值在 40-50 倍，因此我们保守给予三元软包估值 50X、磷酸铁锂电池 40X，圆柱电池给予 30X，预计 2021 年动力/圆柱业务估值为 382 亿元，2022 年估值为 617 亿元，远期我们预计动力/圆柱业务估值将达 1100 亿元，将再造一个亿纬锂能。

图 42：亿纬锂能动力业务估值

	单位	2019年	2020年E	2021年E	2022年E	2025年E
收入						
软包三元	亿元	1	25	60	80	180
磷酸铁锂	亿元	21	17	29	60	150
方形三元	亿元				10	120
圆柱电池	亿元	15	18	31	48	72
合计收入	亿元	37	61	120	198	522
净利率						
软包三元			5%	5%	5%	5%
磷酸铁锂		6%	5%	5%	6%	8%
方形三元						10%
圆柱电池		10%	14%	13%	12%	12%
净利润						
软包三元	亿元	-0.4	1.0	3.0	4.0	9.0
磷酸铁锂	亿元	1.4	0.9	1.5	3.6	12.0
方形三元	亿元	-0.4	-0.3	-0.5	0.0	12.0
圆柱电池	亿元	1.5	2.5	4.1	5.8	8.6
净利润合计	亿元	2.2	4.0	8.0	13.4	41.6
估值						
软包三元	PE	50	50	50	50	30
磷酸铁锂	PE	40	40	40	40	25
方形三元	PS (2025年PE)				10	30
圆柱电池	PE	40	40	30	30	20
市值						
软包三元	亿元		49	151	200	270
磷酸铁锂	亿元	58	35	59	144	300
方形三元	亿元			50	100	360
圆柱电池	亿元	61	99	122	173	173
合计市值	亿元	119	182	382	617	1103

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 9：可比公司 PE 估值

	2019年	2020年E	2021年E	2022年E
宁德时代	128	107	73	52
国轩高科	323	77	57	49
璞泰来	68	60	38	29
恩捷股份	109	93	51	39

资料来源：公司公告，天风证券研究所（国轩高科为 wind 一致预期）

3.2. 投资建议

盈利预测与投资建议：考虑到动力与圆柱业务进展超预期，我们上调 2020-2022 年利润分别为 21/31/43 亿元（原预测 21/27/35 亿元，均剔除思摩尔非经影响），对应 PE56/37/27X，根据上文对动力电池估值与传统业务（锂原、消费电池）、思摩尔投资收益估值，我们预计明年公司合理市值约 1455 亿元，相较于目前市值空间为 26%，目标价为 77 元，继续维持“买入”评级

图 43：2020-2021 分布估值（亿元）

2020-2021年估值表							
中性利润预测					21年估值		
单位：亿元	2019年	2020年E	2021年E	2020年YoY	2021年YoY	目标估值	目标市值
锂原电池	5.7	3.8	4.7	-34%	23%	25	117
消费电池	0.6	0.9	1.9	66%	105%	40	76
LFP	1.4	0.9	1.5	-39%	68%	40	59
圆柱	1.5	2.5	4.1	61%	64%	30	122
软包	-0.4	1.0	3.0	343%	211%	50	151
方形	-0.4	-0.3	-0.5				50
减值准备	-1.7	-1.2	-1.5				
本部利润	6.7	7.5	13.1	12%	75%		575
麦克韦尔利润	21.9	37.2	53.2	70%	43%		
麦克韦尔投资收益	8.2	12.8	17.6	56%	37%	50	880
合计扣非利润	14.9	20.3	30.7	36%	51%		1455

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 风险提示

动力电池产能投放不及预期：本文对于公司动力电池业绩预测基于产能顺利投放的前提假设，若出现产能推迟投产，将影响当期业绩。

下游需求不及预期：动力电池业务进展直接与下游需求相关，若下游需求不及预期，则导致公司业绩不及预期

材料价格上涨超预期：目前已有材料环节价格有上涨迹象，若持续上涨，将影响动力电池环节盈利。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,122.49	2,097.33	5,556.16	9,593.84	11,773.51	营业收入	4,351.19	6,411.64	8,644.52	15,677.02	22,731.68
应收票据及应收账款	2,094.57	3,338.16	3,868.30	8,389.53	9,384.32	营业成本	3,318.32	4,506.35	6,224.05	11,444.23	16,594.13
预付账款	32.90	75.70	77.50	196.26	205.52	营业税金及附加	18.70	46.54	43.22	109.74	159.12
存货	1,200.33	1,129.72	2,677.39	4,051.13	6,020.34	营业费用	169.11	175.33	259.34	438.96	681.95
其他	134.62	1,661.48	719.91	926.45	1,218.30	管理费用	139.61	188.78	216.11	376.25	681.95
流动资产合计	4,584.91	8,302.39	12,899.26	23,157.20	28,602.00	研发费用	232.92	458.66	605.12	1,097.39	1,454.83
长期股权投资	734.20	727.97	727.97	727.97	727.97	财务费用	93.29	95.31	90.04	132.90	127.83
固定资产	2,485.96	4,022.06	4,289.39	4,409.85	4,429.20	资产减值损失	84.28	(85.58)	50.00	100.00	88.00
在建工程	1,272.65	970.59	618.36	419.01	281.41	公允价值变动收益	0.00	0.00	110.00	126.67	168.89
无形资产	351.35	425.19	385.70	346.21	306.72	投资净收益	364.57	839.89	980.00	1,300.00	1,745.00
其他	602.85	1,846.35	934.19	1,050.57	1,248.02	其他	(674.20)	(1,447.23)	(2,180.00)	(2,853.33)	(3,827.78)
非流动资产合计	5,447.01	7,992.16	6,955.60	6,953.61	6,993.31	营业利润	604.60	1,633.61	2,246.64	3,404.22	4,857.76
资产总计	10,031.92	16,294.55	19,854.87	30,110.81	35,595.31	营业外收入	1.78	0.40	0.93	1.04	0.79
短期借款	815.20	518.80	1,000.00	1,400.00	1,500.00	营业外支出	0.80	7.78	3.66	4.08	5.17
应付票据及应付账款	2,862.37	3,775.36	5,316.77	11,558.23	12,825.86	利润总额	605.59	1,626.23	2,243.91	3,401.18	4,853.38
其他	508.02	1,738.13	941.46	1,249.93	1,554.02	所得税	22.65	77.41	89.76	204.07	485.34
流动负债合计	4,185.59	6,032.29	7,258.23	14,208.16	15,879.88	净利润	582.94	1,548.82	2,154.16	3,197.11	4,368.04
长期借款	585.81	134.00	400.00	500.00	250.00	少数股东损益	12.23	26.82	76.75	78.78	112.96
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	570.71	1,522.01	2,077.41	3,118.33	4,255.08
其他	1,558.51	2,416.50	1,636.81	1,870.60	1,974.64	每股收益(元)	0.30	0.81	1.10	1.65	2.25
非流动负债合计	2,144.31	2,550.50	2,036.81	2,370.60	2,224.64						
负债合计	6,329.91	8,582.79	9,295.04	16,578.77	18,104.52	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	140.05	158.66	231.58	309.05	419.50	成长能力					
股本	855.15	969.14	1,888.87	1,888.87	1,888.87	营业收入	45.90%	47.35%	34.83%	81.35%	45.00%
资本公积	1,021.16	3,376.30	3,376.30	3,376.30	3,376.30	营业利润	24.96%	170.20%	37.53%	51.52%	42.70%
留存收益	2,706.81	6,583.96	8,439.39	11,334.14	15,182.43	归属于母公司净利润	41.49%	166.69%	36.49%	50.11%	36.45%
其他	(1,021.16)	(3,376.30)	(3,376.30)	(3,376.30)	(3,376.30)	获利能力					
股东权益合计	3,702.01	7,711.76	10,559.83	13,532.05	17,490.80	毛利率	23.74%	29.72%	28.00%	27.00%	27.00%
负债和股东权益总计	10,031.92	16,294.55	19,854.87	30,110.81	35,595.31	净利率	13.12%	23.74%	24.03%	19.89%	18.72%
						ROE	16.02%	20.15%	20.11%	23.58%	24.93%
						ROIC	19.76%	43.91%	56.05%	60.33%	93.75%
						偿债能力					
						资产负债率	63.10%	52.67%	46.81%	55.06%	50.86%
						净负债率	15.80%	-10.23%	-35.99%	-53.61%	-54.54%
						流动比率	1.10	1.38	1.78	1.63	1.80
						速动比率	0.81	1.19	1.41	1.34	1.42
						营运能力					
						应收账款周转率	2.41	2.36	2.40	2.56	2.56
						存货周转率	4.13	5.50	4.54	4.66	4.51
						总资产周转率	0.50	0.49	0.48	0.63	0.69
						每股指标(元)					
						每股收益	0.30	0.81	1.10	1.65	2.25
						每股经营现金流	0.23	0.60	0.44	1.51	0.78
						每股净资产	1.89	4.00	5.47	7.00	9.04
						估值比率					
						市盈率	202.42	75.90	55.61	37.05	27.15
						市净率	32.43	15.29	11.19	8.74	6.77
						EV/EBITDA	11.14	16.52	43.91	28.67	20.13
						EV/EBIT	13.83	18.62	47.38	30.27	20.97

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	582.94	1,548.82	2,077.41	3,118.33	4,255.08
折旧摊销	244.91	322.58	184.40	198.37	207.75
财务费用	89.39	101.87	90.04	132.90	127.83
投资损失	(364.57)	(839.89)	(980.00)	(1,300.00)	(1,745.00)
营运资金变动	651.42	(188.00)	(721.43)	490.42	(1,662.18)
其它	(769.60)	193.26	186.75	205.45	281.85
经营活动现金流	434.49	1,138.63	837.17	2,845.47	1,465.33
资本支出	611.65	751.74	839.69	(153.80)	(54.03)
长期投资	231.79	(6.23)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,547.31)	(3,673.40)	730.31	1,120.46	1,411.25
投资活动现金流	(703.86)	(2,927.89)	1,570.00	966.67	1,357.22
债权融资	1,707.46	1,308.03	1,755.82	2,339.17	2,233.41
股权融资	(98.28)	2,373.82	829.69	(132.90)	(127.83)
其他	(612.80)	(963.47)	(1,533.84)	(1,980.72)	(2,748.46)
筹资活动现金流	996.37	2,718.38	1,051.67	225.55	(642.89)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	727.00	929.12	3,458.84	4,037.68	2,179.67

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com