

公司研究

定点捷豹路虎 48V 项目，国际客户再下一城

——亿纬锂能（300014.SZ）定点信与扩产公告点评

要点

事件：（1）公司公告收到了 Jaguar Land Rover Limited（捷豹路虎）发出的 48V 电池系统项目供应商定点信，定点项目名称为“20Ah MHEV Battery”。（2）2月19日公司公告将以自有及自筹资金投资建设乘用车锂离子动力电池项目（一期）、xHEV 电池系统项目（一期），投资金额分别为不超过人民币 10 亿元、26 亿元，建设目的为满足国际知名车企和国内造车新势力等客户的配套需求。

点评：

投建动力铁锂电池，成功打入乘用车铁锂领域。此次公告的乘用车锂离子动力电池（一期）为方形磷酸铁锂电芯和模组项目。公司此前的铁锂客户主要为国内商用车客户与通讯储能，此次投建乘用车铁锂项目，标志着公司成功进入铁锂乘用车市场，业务规模有望显著增长。2020 年公司铁锂产能 4 GWh，新建 6GWh 产能预计 21 年 Q4 建成，远期产能规划 20 GWh；此次 10 亿元的铁锂电池项目产能预计约 3.3GWh，产能规模进一步扩大。

48V微混渗透空间大，助力燃油车实现碳减排。48V微混是燃油车节能减排、优化启停、适应电气化的技术趋势，具有启停、能量回收、加速助力、电动爬行等功能；电池成本约占比48V系统的35%-40%，电量约0.5~1kWh。以欧洲BBA为首的车企大力推广48V技术，中国紧随其后。据McKinsey、IHS预测，到2025年，欧洲中国48V微混渗透率在中性情况下有望达到46%、39%。按照欧洲汽车销量1200万辆、中国2500万辆测算，2025年中国和欧洲48V微混年销量合计将达到1500万辆，按照每辆车搭载1度电来计算，25年中国和欧洲48V系统锂电池的市场需求量将达15GWh。

接连获国际高端客户定点，海外订单规模化交付在即。公司继获得德国宝马48V电池系统定点之后，又获捷豹路虎48V定点，国际高端客户拓展再下一城，成功打入海外高端供应链，证明了公司的产品质量和技术实力在国际上获得认可。公司动力电池客户有戴姆勒、现代起亚、小鹏、宝马、捷豹路虎，客户质量处于国内第一梯队。随着公司动力电池产能建成放量，预计22年实现海外大规模供货，公司的大部分收入将由动力电池贡献，实现由消费电池向动力电池的质与量的跨越，公司估值水平有望抬升。

盈利预测、估值与评级：维持盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润 16.14/34.12/48.92 亿元，EPS 0.85/1.81/2.59 元，对应 PE 为 104/49/34x。综合考虑公司在锂原电池、电动工具的市场地位，电子烟、新能源车市场景气度高，动力电池海外规模化供货在即，看好公司成长性，维持“买入”评级。

风险提示：行业波动风险；新能源车等需求不及预期；电子烟监管风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,351	6,412	8,288	17,253	29,280
营业收入增长率	45.90%	47.35%	29.26%	108.17%	69.71%
净利润（百万元）	571	1,522	1,614	3,412	4,892
净利润增长率	41.49%	166.69%	6.04%	111.41%	43.36%
EPS（元）	0.67	1.57	0.85	1.81	2.59
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.02%	20.15%	17.93%	27.85%	29.12%
P/E	133	56	104	49	34
P/B	21.3	11.4	18.6	13.7	10.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-02-25

买入（维持）

当前价：88.71 元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@ebsecn.com

分析师：马瑞山

执业证书编号：S0930518080001

021-52523850

mars@ebsecn.com

分析师：郝骞

执业证书编号：S0930520050001

021-52523827

haoqian@ebsecn.com

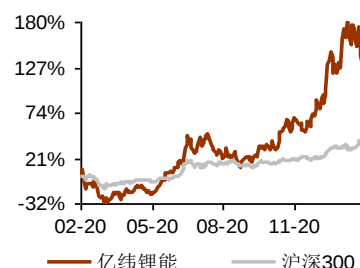
联系人：陈无忌

chenwuji@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	18.89
总市值(亿元):	1675.62
一年最低/最高(元):	26.48/120.00
近 3 月换手率:	102.99%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.00	23.52	94.59
绝对	-16.78	34.90	127.22

资料来源：Wind

相关研报

差异化锂电龙头，多赛道享风口红利——亿纬锂能（300014.SZ）价值投资分析报告（2020-02-10）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,351	6,412	8,288	17,253	29,280
营业成本	3,318	4,506	5,990	12,723	21,653
折旧和摊销	238	308	419	506	610
税金及附加	19	47	60	125	213
销售费用	169	175	298	604	996
管理费用	140	189	265	538	890
研发费用	315	459	746	1,536	2,577
财务费用	93	95	-36	-51	-74
投资收益	365	840	785	2,119	2,508
营业利润	605	1,634	1,721	3,606	5,163
利润总额	606	1,626	1,719	3,604	5,161
所得税	23	77	82	172	246
净利润	583	1,549	1,637	3,433	4,915
少数股东损益	12	27	23	21	23
归属母公司净利润	571	1,522	1,614	3,412	4,892
EPS(按最新股本计)	0.67	1.57	0.85	1.81	2.59

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	434	1,139	1,549	2,707	4,262
净利润	571	1,522	1,614	3,412	4,892
折旧摊销	238	308	419	506	610
净营运资金增加	251	220	61	855	1,086
其他	-625	-912	-544	-2,067	-2,326
投资活动产生现金流	-704	-2,928	-1,722	-1,141	-947
净资本支出	-797	-2,614	-1,800	-2,200	-2,200
长期投资变化	734	728	-394	-1,060	-1,255
其他资产变化	-641	-1,042	472	2,119	2,508
融资活动现金流	996	2,718	-267	414	634
股本变化	-1	114	920	0	0
债务净变化	620	-399	-201	227	500
无息负债变化	1,447	2,652	2,016	9,474	12,727
净现金流	730	941	-440	1,980	3,949

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	23.7%	29.7%	27.7%	26.3%	26.0%
EBITDA 率	13.3%	23.0%	16.8%	13.4%	12.7%
EBIT 率	7.7%	17.9%	11.7%	10.5%	10.6%
税前净利润率	13.9%	25.4%	20.7%	20.9%	17.6%
归母净利润率	13.1%	23.7%	19.5%	19.8%	16.7%
ROA	5.8%	9.5%	8.4%	10.5%	9.8%
ROE (摊薄)	16.0%	20.2%	17.9%	27.9%	29.1%
经营性 ROIC	7.6%	17.7%	11.7%	17.1%	23.8%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	63%	53%	53%	62%	66%
流动比率	1.10	1.38	1.29	1.21	1.21
速动比率	0.81	1.19	1.08	1.00	1.01
归母权益/有息债务	2.09	5.77	8.13	9.18	9.16
有形资产/有息债务	5.53	11.90	16.87	23.61	26.80

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	10,032	16,295	19,582	32,551	50,351
货币资金	1,122	2,097	1,658	3,637	7,586
交易性金融资产	0	1,140	1,140	1,140	1,140
应收帐款	1,817	2,094	2,567	5,332	9,028
应收票据	278	1,244	1,608	3,348	5,681
其他应收款 (合计)	50	51	64	134	227
存货	1,200	1,130	1,542	3,411	5,891
其他流动资产	85	471	822	2,501	4,754
流动资产合计	4,585	8,302	9,501	19,717	34,671
其他权益工具	0	159	159	159	159
长期股权投资	734	728	1,122	2,182	3,437
固定资产	2,486	4,022	4,480	5,162	5,915
在建工程	1,273	971	1,568	2,226	2,719
无形资产	281	378	543	697	840
商誉	66	66	66	66	66
其他非流动资产	201	1,380	1,693	1,693	1,693
非流动资产合计	5,447	7,992	10,081	12,835	15,680
总负债	6,330	8,583	10,398	20,099	33,326
短期借款	815	519	273	0	0
应付账款	1,953	2,379	3,163	6,718	11,433
应付票据	910	1,396	1,855	3,941	6,708
预收账款	39	60	78	162	275
其他流动负债	0	724	1,384	4,536	8,764
流动负债合计	4,186	6,032	7,385	16,285	28,609
长期借款	586	134	534	1,034	1,534
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	368	437	500	801	1,204
非流动负债合计	2,144	2,550	3,013	3,814	4,717
股东权益	3,702	7,712	9,184	12,453	17,025
股本	855	969	1,889	1,889	1,889
公积金	1,202	3,623	2,865	3,206	3,401
未分配利润	1,505	2,960	4,248	7,155	11,509
归属母公司权益	3,562	7,553	9,002	12,251	16,799
少数股东权益	140	159	182	202	226

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	3.89%	2.73%	3.60%	3.50%	3.40%
管理费用率	3.21%	2.94%	3.20%	3.12%	3.04%
财务费用率	2.14%	1.49%	-0.43%	-0.30%	-0.25%
研发费用率	7.24%	7.15%	9.00%	8.90%	8.80%
所得税率	4%	5%	5%	5%	5%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.17	0.09	0.18	0.26
每股经营现金流	0.51	1.17	0.82	1.43	2.26
每股净资产	4.17	7.79	4.77	6.49	8.89
每股销售收入	5.09	6.62	4.39	9.13	15.50

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	133	56	104	49	34
PB	21.3	11.4	18.6	13.7	10.0
EV/EBITDA	134.0	58.3	120.1	71.5	44.1
股息率	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%

行业及公司评级体系

评级		说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------