

把控上游锂资源，加码一体化助力动力电池 新星崛起

2021年07月12日

买入（维持）

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号：S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

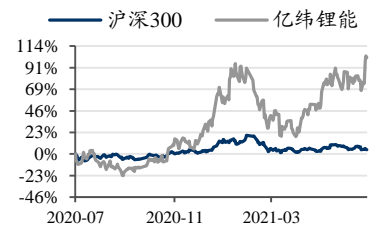
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8162	16751	26841	38309
同比（%）	27%	105%	60%	43%
归母净利润（百万元）	1652	3680	5515	7700
同比（%）	9%	123%	50%	40%
每股收益（元/股）	0.87	1.95	2.92	4.08
P/E（倍）	134.41	60.34	40.26	28.84

投资要点

- **事件：**1) 公司拟以 1.1 亿元收购大华化工 5% 股权，且公司母公司亿纬控股已取得该采矿权抵押权，并拟收购大华化工 29% 股权。截至 20 年底，氯化锂储量为 29 万吨。2) 公司拟收购金昆仑锂业 28% 股权，并在青海设立合资公司投资不超过 18 亿元建设 3 万吨碳酸锂和氢氧化锂项目，一期建设年产 1 万吨，项目建设期不超过 36 个月。
- **布局锂资源开发+锂盐加工环节，锁定战略资源，增强供应链安全。** 本次公司拟收购大华化工 5% 股权，收购完成后将与母公司亿纬控股合计持有大华化工 34% 股权。此外，公司拟收购大华化工子公司金昆仑锂业 28% 股权。
- **碳酸锂供不应求，价格上涨在即，公司向上延伸平滑成本压力。** 21 年我们预计碳酸锂/氢氧化锂有效供给 52 万吨，下半年及明年供需结构明显紧张。而公司此次布局将部分满足自用且可出售。我们预计公司 21-22 年出货可达到 13/25gwh，25 年将超过 100gwh。
- **亿纬上游供应链整合加速，助力动力电池新星崛起。** 公司战略思路明确，对产业链上游布局明显加速，供应链管理进一步完善。21-22 年公司深度绑定上游原材料，技术+客户+供应链管理均处于国内第一梯队。公司现具备 17gwh 动力电池产能，未来产能规划超过 150gwh。
- **锁定多家国际客户定点，动力电池全面扩产，有望连续翻倍增长。** 公司稳定供货戴姆勒、现代、小鹏，并获得宝马两个定点、欧洲戴姆勒定点。20 年底公司具备 17gwh 产能，目前产能规划超过 150gwh，我们预计全年动力电池出货量超过 13gwh，同比增 160%+，收入超百亿元水平。
- **消费电子我们预计翻倍，锂原电池稳定增长。** 圆柱电池后续产能逐步扩至 10 亿颗，我们预计今年翻番，未来公司有望成为全球第一圆柱电池厂商。锂原电池业务我们预计维持 20% 左右增长。
- **子公司思摩尔业绩超预期，我们预计全年贡献亿纬锂能 22 亿元利润。** 子公司思摩尔发布业绩预告，21H1 净利润 27.04-29.88 亿元，同比增加 3425%-3796%。全年我们上修思摩尔利润预期至 70 亿元利润，为亿纬贡献 22 亿元左右投资收益，同比翻番以上。
- **投资建议：** 公司已完成技术提升、客户开拓、大规模量产的管理能力。我们略微上修公司 21-23 年净利润，从 36.6/53.5/71.1 亿元上修至 36.8/55/77 亿元，增长 123%/50%/40%，对应 PE 为 60x/40x/29x，给予 22 年 55XPE，目标价 161 元，给予“买入”评级。
- **风险提示：** 销量及盈利不及预期，原材料成本上涨，竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	117.58
一年最低/最高价	43.69/121.58
市净率(倍)	14.60
流通 A 股市值(百万元)	215066.21

基础数据

每股净资产(元)	8.08
资产负债率(%)	39.96
总股本(百万股)	1888.46
流通 A 股(百万股)	1829.11

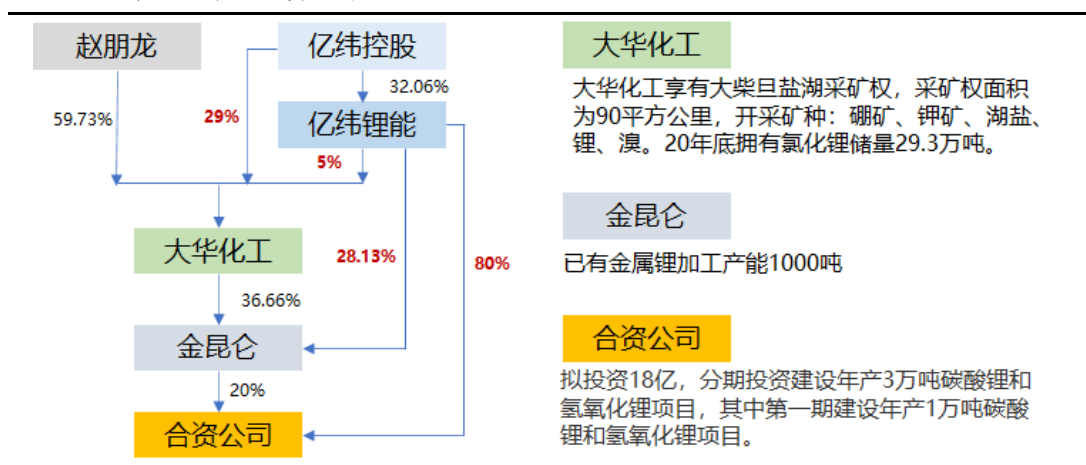
相关研究

- 1、《亿纬锂能（300014）：电池产能扩建加速，再推员工持股计划，开启持续高增》2021-06-12
- 2、《亿纬锂能（300014）：动力电池进入收获期，全年高增长确定》2021-04-23
- 3、《亿纬锂能（300014）：动力电池表现亮眼，开启持续高增长》2021-04-20

事件: 1) 公司拟以 1.1 亿元收购大华化工 5% 股权, 大华化工享有大柴旦 90 平方公里盐湖采矿权, 且公司母公司亿纬控股已取得该采矿权抵押权, 并拟收购大华化工 29% 股权。截至 20 年底, 氯化锂储量为 29 万吨。2) 公司拟收购金昆仑锂业 28% 股权, 并在青海设立合资公司投资不超过 18 亿元建设 3 万吨碳酸锂和氢氧化锂项目, 一期建设年产 1 万吨, 项目建设期不超过 36 个月。

布局锂资源开发+锂盐加工环节, 锁定战略资源, 增强供应链安全。 大华化工享有 90 平方公里大柴旦盐湖采矿权(盐湖共 240 平方公里), 该盐湖液体矿 LiCl 保有量近 30 万吨, 亿纬母公司亿纬控股已取得该采矿权抵押权, 并承担相应债权; 本次公司拟收购大华化工 5% 股权, 收购完成后将与母公司亿纬控股合计持有大华化工 34% 股权, 亿纬控股及公司将协助大华化工持续降低并逐步消除原有债务风险, 增强资金实力, 实现加快大柴旦盐湖硼钾矿资源的开发, 提升大华化工的资源储量及产能规模。此外, 公司拟收购大华化工子公司金昆仑锂业 28% 股权, 金昆仑现有年产能 1000 吨金属锂产能, 公司拟与金昆仑锂业设立合资公司, 投资 18 亿元建设年产 3 万吨碳酸锂和氢氧化锂项目, 项目建设期不超过 36 个月、其中一期建设产能 1 万吨我们预计于明年建成投产, 公司持股 80%。

图 1: 亿纬锂能布局锂资源开采及锂盐加工



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

碳酸锂供不应求, 价格上涨在即, 公司向上延伸平滑成本压力。 考虑电池外其他需求, 及材料损耗与库存需求, 21 年我们预计碳酸锂/氢氧化锂需求 48 万吨, 新增需求预计 12 万吨+, 而有效供给 52 万吨, 行业供给紧平衡, 特别是下半年终端需求环比增长 30%+, 新增产能多在年底到明年落地(主要 SQM, 西澳 altura), 下半年及明年供需结构明显紧张, 碳酸锂价格我们预计将超过 12 万/吨。而公司此次布局盐湖提锂、碳酸锂加工, 将部分满足自用且可出售。按照 1gwh 电池需要 550-750 吨碳酸锂测算, 公司 22 年 1 万吨碳酸锂加工产能释放, 可满足 15gwh 电池需求; 3 万吨产能释放, 可满足 45gwh 电池需求。我们预计公司动力及储能电池 21-22 年出货可达到 13/25gwh, 25 年将超过 100gwh, 同时考虑消费电池需求, 目前公司锂资源及加工产能布局尚不能满足完全自供,

我们预计后续公司有望进一步扩大对碳酸锂布局。同时由于碳酸锂价格上行，公司布局锂投资回报率较高，目前盐湖提锂平均成本 3 万/吨，当前碳酸锂均价 8 万/吨+，稳定生产下单吨利润将达到 3 万/吨，1/3 万吨分别可贡献 3/10 亿元利润。

亿纬上游供应链整合加速，助力动力电池新星崛起。公司战略思路明确，对产业链上游布局明显加速，此前已公告与华友钴业、德方纳米、贝特瑞、新宙邦通过合资公司、定增等方式合作，战略性布局镍、电解液、铁锂正极、高镍正极等环节，本次公司加大锂资源布局，供应链管理进一步完善。21-22 年行业电动化加速，优质产能紧缺供不应求，公司深度绑定上游原材料，技术+客户+供应链管理均处于国内第一梯队，战略布局清晰。公司现具备 17gwh 动力电池产能，未来产能规划超过 150gwh，产能规划激进，未来三年连续快速发展；优质稳定的上游材料供给将保障公司全面扩产和进攻，成为国内最具潜力的二线动力电池厂商。

图 2：亿纬锂能供应链上游布局

合作领域	合作公司	布局形式	合作内容
碳酸锂+氢氧化锂	金昆仑锂业	收购28%股权 + 设立合资公司（持股80%）	出资不超过18亿元，设合资公司建设年产3万吨碳酸锂和氢氧化锂项目（一期年产1万吨）
锂资源	大华化工	收购5%股权	收购完成后合计持有大华化工34%股权，大华化工具有获得大柴旦盐湖采矿权（LiCl 294千吨）
镍资源	华友钴业	合资公司，持股17% + 参与定增	出资170万美元（17%），合资公司拟投20.8亿美元建设年产约12万吨镍和1.5万吨钴的红土镍矿湿法冶炼项目；此外投入18亿元参与华友定增
电解液	新宙邦	合资公司，持股20%	出资2000万元，合资投建年产2万吨锂离子电池电解液及年产5万吨半导体化学品项目
磷酸铁锂正极	德方纳米	合资公司，持股40%	出资20亿元，建设总产能10万吨磷酸铁锂正极材料
高镍三元正极	贝特瑞、SKI	合资公司，持股24%	出资4.7亿元，公司设计建设高镍三元正极年产量最大为5万吨

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

锁定多家国际客户定点，动力电池全面扩产，有望连续翻倍增长。公司已稳定供货戴姆勒、现代、小鹏，并获得宝马两个定点、欧洲戴姆勒定点，近期新增国内某车企定点，并持续接触国际大客户。20 年底公司具备 17GWh 动力储能电池产能（铁锂 6gwh，软包 9gwh，方形 2gwh），目前产能规划超过 150gwh，后续惠州基地也将扩产，23 年全面投产。我们预计全年动力电池出货量超过 13gwh，同比增 160%+，收入超百亿元水平。22 年铁锂电池增量可观，23 年主轴为方形三元电池，未来 3 年复合增速将超过 100%，中期有望进入动力电池第一梯队。

消费电池我们预计翻倍，锂原电池稳定增长。圆柱电池后续产能逐步扩至 10 亿颗，我们预计今年翻番，未来公司有望成为全球第一圆柱电池厂商。此外 TWS 耳机纽扣电池已进入三星，另苹果、华为正在验证当中，21 年有望翻倍以上增长达 1 亿颗。锂原电池业务我们预计维持 20%左右增长。

子公司思摩尔业绩超预期，我们预计全年贡献亿纬锂能 22 亿元利润。子公司思摩

尔发布业绩预告，21H1 净利润 27.04-29.88 亿元，同比增加 3425%-3796%，对应 Q2 净利 15.25-18.09 亿元，环比增加 29-53%，超市场预期。对应 21Q2 可为亿纬贡献 4.9~5.8 亿元利润，中值为 5.3 亿元，中值环比+39%。全年我们上修思摩尔利润预期至 70 亿元利润，为亿纬贡献 22 亿元左右投资收益，同比翻番以上。思摩尔成本和技术领先，我们预计可持续增长。

投资建议：作为动力电池后起之秀，公司已完成技术提升、客户开拓、大规模量产的管理能力，随着产能释放，未来几年将快速成长。我们略微上修公司 21-23 年净利润，从 36.6/53.5/71.1 亿元上修至 36.8/55/77 亿元，增长 123%/50%/40%，对应 PE 为 60x/40x/29x，给予 22 年 55XPE，目标价 161 元，给予“买入”评级。

风险提示：销量及盈利不及预期，原材料成本上涨，竞争加剧等。

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	11,342	19,677	31,267	46,406	营业收入	8,162	16,751	26,841	38,309
现金	3,804	4,126	8,221	14,081	减:营业成本	5,794	12,576	20,196	29,060
应收账款	2,976	6,333	10,258	14,720	营业税金及附加	39	80	129	184
存货	1,714	4,626	7,475	10,778	营业费用	226	452	698	996
其他流动资产	2,319	3,513	3,617	4,415	管理费用	270	300	450	520
非流动资产	14,358	15,229	15,953	16,530	研发费用	684	1,375	2,100	2,928
长期股权投资	4,810	4,810	4,810	4,810	财务费用	60	59	43	29
固定资产	6,322	6,558	6,750	6,897	资产减值损失	104	172	211	251
在建工程	1,386	2,086	2,586	3,086	加:投资净收益	837	2,254	3,020	4,017
无形资产	462	413	461	406	其他收益	106	0	0	0
其他非流动资产	2,765	3,447	3,932	4,418	资产处置收益	-5	0	0	0
资产总计	25,700	34,905	47,220	62,936	营业利润	1,929	4,090	6,134	8,458
流动负债	7,160	13,539	21,668	31,619	加:营业外净收支	-11	4	9	9
短期借款	297	0	0	500	利润总额	1,918	4,094	6,143	8,467
应付账款	3,407	7,396	11,877	17,089	减:所得税费用	237	276	468	623
其他流动负债	3,455	6,143	9,791	14,030	少数股东损益	29	138	160	144
非流动负债	1,870	1,870	1,870	1,870	归属母公司净利润	1,652	3,680	5,515	7,700
长期借款	1,105	1,105	1,105	1,105	EBIT	1,989	4,149	6,177	8,487
其他非流动负债	765	765	765	765	EBITDA	2,545	4,678	6,753	9,110
负债合计	9,029	15,408	23,538	33,489	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	2,295	2,433	2,593	2,737	每股收益(元)	0.87	1.95	2.92	4.08
归属母公司股东权益	14,376	17,064	21,090	26,711	每股净资产(元)	7.61	9.04	11.17	14.14
负债和股东权益	25,700	34,905	47,220	62,936	发行在外股份(百万股)	1,889	1,888	1,888	1,888
					ROIC(%)	12.4%	20.6%	27.4%	33.4%
					ROE(%)	11.5%	21.6%	26.1%	28.8%
					毛利率(%)	29.0%	24.9%	24.8%	24.1%
					销售净利率(%)	20.6%	22.8%	21.1%	20.5%
					资产负债率(%)	35.1%	44.1%	49.8%	53.2%
					收入增长率(%)	27.3%	105.2%	60.2%	42.7%
					净利润增长率(%)	8.5%	122.8%	49.9%	39.6%
					P/E	134.41	60.34	40.26	28.84
					P/B	15.45	13.01	10.53	8.31
					EV/EBITDA	89	48	33	25

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>