

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

电气设备新能源

新能源

**亿纬锂能 (300014)**

重大事件快评

**增持**

(维持评级)

2021年07月11日

# 布局上游锂资源，扩产与产业链布局齐头并进

证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080003  
 联系人：万里明 021-60875172 wanliming@guosen.com.cn

## 事项：

2021年7月9日公司宣布通过收购、设立合资公司的方式布局锂矿、碳酸锂和氢氧化锂项目：

- 1) 收购锂矿企业股权、布局锂资源：**公司控股股东亿纬控股拟收购大华化工 29%股权，上市公司亿纬锂能拟出资 1.1 亿元收购大华化工 5%股权。大华化工是盐湖资源企业，拥有大柴旦盐湖采矿权，开采矿种有硼矿、钾矿、湖盐、锂、溴，目前大柴旦盐湖的氯化锂储量为 29.39 万吨。
- 2) 收购金属锂加工企业股权：**公司拟收购金昆仑锂业 28.125%的股权，其是大华化工旗下金属锂加工企业。收购后，大华化工仍持有其 36.66%股权，公司直接或通过大华化工间接持有金昆仑 40.59%的股份。金昆仑目前有金属锂年产能 1000 吨、规划年产能 3000 吨；规划在建 5000 吨氯化锂、5000 吨碳酸锂以及 2000 吨锂合金产能。
- 3) 布局碳酸锂和氢氧化锂项目：**公司拟与金昆仑锂业成立合资公司，亿纬锂能持有新公司 80%股权、金昆仑持有 20% 股权。合资公司拟分期投资不超过 18 亿元建设年产 3 万吨碳酸锂和氢氧化锂项目，其中第一期建设年产 1 万吨碳酸锂和氢氧化锂项目。

## 国信电新观点：

- 1) 布局锂资源领域，保障供应链安全和一体化产业优势。**公司此次收购和合资建厂，主要涉及锂矿、锂金属和碳酸锂、氢氧化锂领域。假定单 GWh 电池碳酸锂需求为 800 吨，1-3 万吨碳酸锂对应电池出货为 12.5-37.5GWh，能够有效避免公司产品受到原材料价格波动影响。同时，公司布局的锂金属满足下游预锂化需求，可供给 CATL、BYD、国轩高科等，实现可观收益。
- 2) 公司逐步加大上游资源布局，中游材料建设和上游矿产保障齐头并进。**公司此次布局锂矿、碳酸锂及氢氧化锂是原材料布局的重要一环。在此之前，公司先后与新宙邦、华友钴业、德方纳米、贝特瑞等公司在电解液、钴镍资源、磷酸铁锂、三元高镍正极等领域达成深度合作，以此充分保证公司原材料供应。在公司大举进行产能扩张的大背景下，供应链布局的完善无疑能够帮助公司更好的保量、保价，从而实现快速发展。
- 3) 软包动力电池进入放量阶段，圆柱电池国产替代快速扩产。**动力领域，公司软包下游戴姆勒、现代和小鹏订单需求旺盛，方形三元电池获得宝马与捷豹路虎 48V 项目定点，铁锂电池产能有望放量，共同助推 21 年动力储能业务高速增长。消费电池领域，三元圆柱电池进入 TTI 供应链、国产替代下供不应求，TWS 电池随行业稳步增长，锂原电池下游新应用需求不断拓展，助力消费电池地位稳固。21 年 6 月拟公司投建 104.5GWh 动力储能电池产能，目前已公布产能规划超 150GWh，25 年公司目标动力+储能电池产能 200GWh，公司未来发展可期。
- 4) 公司当前电池产能扩张、中游材料和上游矿产同步布局，产业链一体化优势加速强化。**同时，动力储能即将放量、消费电池地位稳固，各项业务多点开花。我们看好公司 21 年动力电池持续放量，维持原有盈利预测，预计公司 21-23 年归母净利润 31.3/45.1/61.2 亿元，同比增长 90/44/36%，对应 21-23 年 EPS 分别为 1.66/2.39/3.24 元，对应 21-23 年 PE 为 71/49/36 倍，维持“增持”评级。

## 评论:

### ■ 布局锂资源领域，保障供应链安全和一体化产业优势

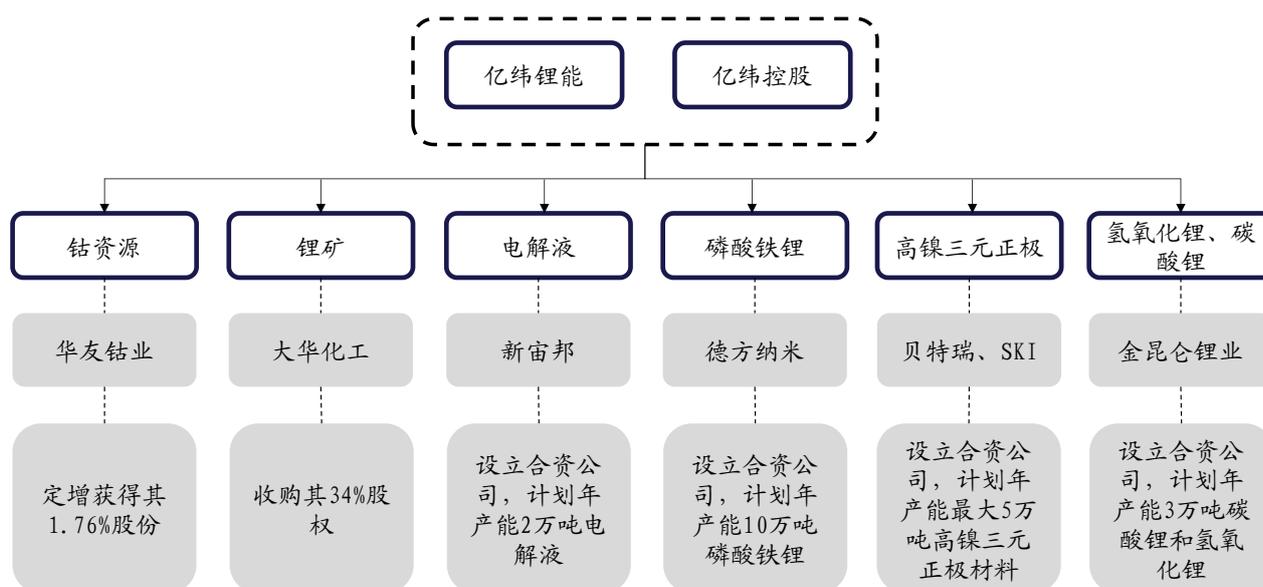
2021年7月9日公司发布收购、成立合资公司公告:

- ✓ 收购锂矿企业股权、布局锂资源：公司控股东西藏亿纬控股已取得大柴旦湖硼钾矿采矿权的抵押权，并拟收购大华化工 29%的股权；同时上市公司本身拟出资 1.1 亿元收购大华化工 5%股权。大华化工是盐湖资源企业，拥有大柴旦盐湖采矿权，目前大柴旦盐湖的氯化锂储量为 29.39 万吨。
- ✓ 上市公司亿纬锂能拟收购金昆仑锂业 28.125%的股权，其为大华化工旗下金属锂加工企业。收购后，大华化工仍持有金昆仑 36.66%股权，公司通过直接或间接持有金昆仑股份 40.59%。金昆仑锂业目前有金属锂年产能 1000 吨、规划年产能 3000 吨。
- ✓ 布局碳酸锂和氢氧化锂项目：公司拟通过自有及自筹资金与金昆仑锂业成立合资公司，亿纬锂能持有新公司 80% 股权、金昆仑持有 20% 股权。合资公司拟分期投资不超过 18 亿元建设年产 3 万吨碳酸锂和氢氧化锂项目，其中第一期建设年产 1 万吨碳酸锂和氢氧化锂项目。

此次收购以及新建合资公司主要涉及在上游原材料领域，布局了锂矿、锂金属加工以及碳酸锂和氢氧化锂生产多个环节。假定单 GWh 电池碳酸锂需求为 800 吨，1-3 万吨碳酸锂对应电池出货为 12.5-37.5GWh。此次布局锂矿、金属锂以及碳酸锂和氢氧化锂进一步完善了公司上游原材料布局。

- 2018年3月，公司与新宙邦设立合资公司（亿纬锂能持股 20%），建设年产 2 万吨锂离子电池电解液项目；
- 2021年2月，公司与控股股东亿纬控股参与华友钴业定增，合计获得华友钴业 1.76% 股份，募投高冰镍项目；
- 2021年3月，公司与德方纳米设立合资公司（亿纬锂能持股 40%），建设 10 万吨的磷酸铁锂产能；
- 2021年5月，公司全资子公司与华友等签订印尼红土镍矿冶炼项目合资协议，加码镍资源建设；
- 2021年5月，公司与贝特瑞、SKI 设立合资公司（亿纬持股 24%），建设最大 5 万吨高镍三元正极材料产能。

图 1：公司上游产业链布局全景图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

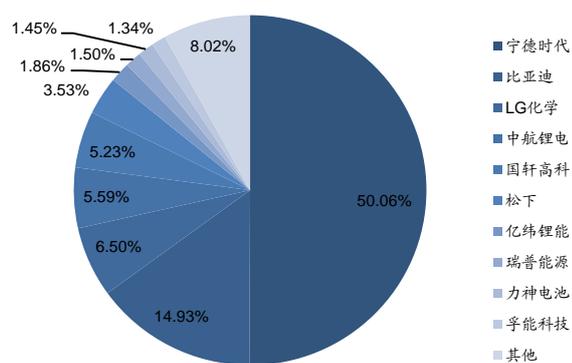
■ 公司逐步加大上游资源布局，中游材料建设和上游矿产保障齐头并进

短期公司动力电池加速放量，25年公司目标动力+储能电池产能200GWh，已公布产能规划超150GWh，发展可期。

**动力储能电池：**1) 公司19年起与全球软包电池领军企业SKI合作进军高端乘用车市场，20年底公司孙公司亿纬动力香港出资3.66亿元取得SK新能源30%股权，实现软包电池领域技术和产能的进一步共赢；公司软包电池下游戴姆勒、现代和小鹏订单需求旺盛，预计21年软包产能达10GWh，销量超8GWh；2) 方形三元电池获得宝马与捷豹路虎48V项目定点，预计21年底放量；3) 铁锂需求一方面来自商用车，另一方面来自5G通信、储能和二轮车等项目，21年公司铁锂有限产能6GWh，惠州20GWh产能正在建设；4) 20年公司储能装机量超300MWh，全国第四；公司中标中国移动20年磷酸铁锂电池集采项目13.04%份额、参股储能公司沃泰能源；21年6月公司与林洋能源成立合资公司建设年产能10GWh储能项目，将进一步完善储能全产业链布局。

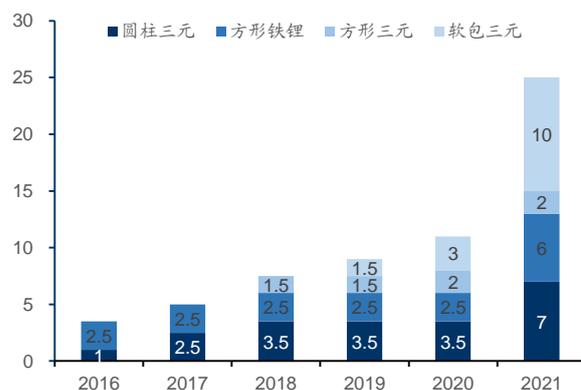
21年6月公司公告拟投建年产104.5GWh动力储能电池产业园，包括已建成产能11GWh、在建产能11GWh和拟分期建设产能82.5GWh；外加亿纬集能10GWh、SKI合资27GWh、林洋合资10GWh、惠州48V/12V电池系统，公司已公布动力+储能电池产能规划超150GWh。25年公司目标布局动力+储能电池产能200GWh，供应链保障下产能持续扩产，公司发展未来可期。

图2：2020年国内动力电池装机量占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

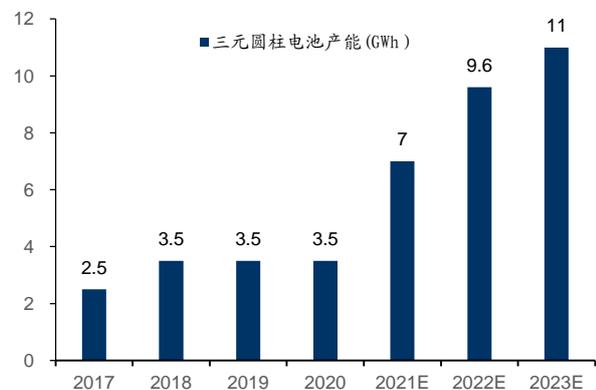
图3：公司动力和储能锂离子电池产能（单位：GWh）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**消费电池：**1) 公司三元圆柱电池进入TTI供应链，随着LG、村田的逐步退出，国产替代下供不应求，未来三年产能高速增长，21年产能有望达到6亿颗；2) 公司TWS电池产能1亿颗，规划产能2亿颗。20年公司主要客户为三星，21Q1以海外客户为主，但21全年预计主要供货小米等国内客户。未来TWS需求持续向好叠加公司突破新客户后，业务将实现持续稳步增长；3) 锂原电池公司为全球龙头，其下游新应用需求不断拓展。

图4：公司三元圆柱电池产能和规划



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5：公司电动工具用三元圆柱电池实物图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 软包动力电池进入放量阶段，圆柱电池国产替代快速扩产

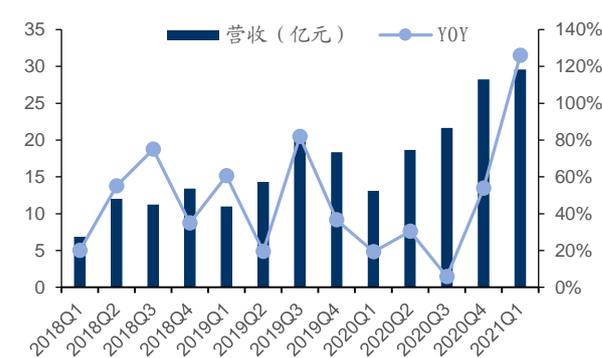
公司盈利持续高速增长,2020 年实现营收 81.62 亿元 (+27.3%), 归母净利润 16.52 亿元 (+8.54%), 其中 Q4 归母净利润 7.06 亿元 (同比+94.32%、环比+21.1%)。21Q1 公司实现归母 6.47 亿元, 符合市场预期。公司 21Q1 实现营收 29.58 亿元 (同比+125.98%, 环比+4.8%), 归母净利润 6.47 亿元 (+156.22%, 环比-8.36%), 扣非归母净利润 6.14 亿元( 同比+188.45%, 环比-9.64%)。盈利能力方面,21Q1 毛利率为 26.94%( 同比- 2.81pct, 环比-0.73pct), 净利率为 21.87% (同比+2.58pct, 环比-3.14pct)。

图 6: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



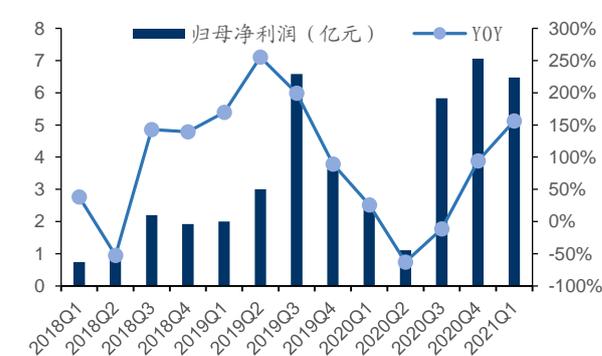
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

动力电池高增，消费电池市场稳固。分业务来看，21Q1 公司动力电池销售同比增长 302.21%，主要得益于下游软包三元客户订单充足、交付稳定，新建磷酸铁锂项目进入产能释放期。21Q1 公司消费电池销售同比增长 31.40%，主要是公司作为锂原龙头市场稳固，下游需求旺盛带动公司出货。21Q1 公司持股的思摩尔净利 11.79 亿元 (同比+287.8%，环比-14%)，仍维持高速增长。

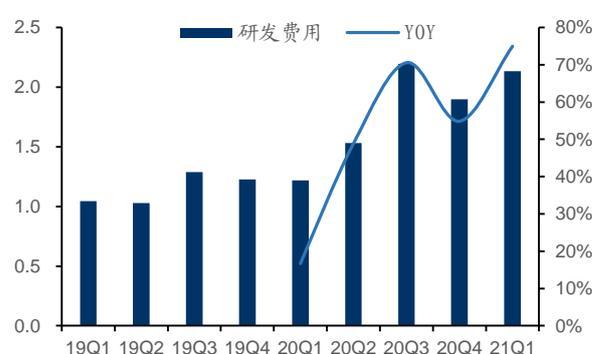
公司费用控制良好，研发持续增加。21Q1 公司期间费用为 3.54 亿元，期间费用率为 11.98%，同比下降 6.63pct。21Q1 销售费用 0.69 亿元，销售费用率为 2.34%，同比降 1.94pct；管理费用 0.65 亿元，管理费用率 2.18%，同比降 0.59pct；研发费用为 2.13 亿元，同比增 74.94%，研发费用率 7.21%，同比降 2.11%；财务费用为 0.07 亿元，财务费用率 0.25%，同比降 1.99pct。

图 10: 公司四费占比情况变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 公司研发费用持续增加 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 投资建议: 维持原有盈利预测, 维持“增持”评级

公司当前电池产能扩张、中游材料和上游矿产齐头并进, 产业链一体化优势加速强化。同时, 动力储能即将放量、消费电池地位稳固, 各项业务多点开花。我们看好公司 21 年动力电池持续放量, 维持原有盈利预测, 预计公司 21-23 年归母净利润 31.3/45.1/61.2 亿元, 同比增长 90/44/36%, 对应 21-23 年 EPS 分别为 1.66/2.39/3.24 元, 对应 21-23 年 PE 为 71/49/36 倍, 维持“增持”评级。

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价(元) 21.07.09	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
300750	宁德时代	545.9	12,714	2.40	4.89	7.63	9.51	227.5	111.6	71.5	57.4	增持
002074	国轩高科	48.7	623	0.12	0.4	0.64	0.85	405.4	121.6	76.0	57.2	增持
300014	亿纬锂能	117.6	2,220	0.87	1.66	2.39	3.24	134.4	70.9	49.3	36.3	增持
002812	恩捷股份	249.1	2,221	1.26	2.58	3.6	5.19	197.7	96.5	69.2	48.0	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理与预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	3804	7896	13160	19624
应收款项	3604	6350	10602	14049
存货净额	1714	3063	5284	7025
其他流动资产	1146	1854	3096	4102
<b>流动资产合计</b>	<b>11342</b>	<b>20164</b>	<b>33142</b>	<b>45801</b>
固定资产	7709	8800	9633	9966
无形资产及其他	406	365	325	284
投资性房地产	1435	1435	1435	1435
长期股权投资	4810	5210	5410	5560
<b>资产总计</b>	<b>25700</b>	<b>35973</b>	<b>49944</b>	<b>63045</b>
短期借款及交易性金融负债	297	600	600	600
应付款项	5841	11335	19552	25994
其他流动负债	1021	2592	4441	5901
<b>流动负债合计</b>	<b>7160</b>	<b>14526</b>	<b>24592</b>	<b>32495</b>
长期借款及应付债券	1105	1105	1105	1105
其他长期负债	765	1165	1465	1765
<b>长期负债合计</b>	<b>1870</b>	<b>2270</b>	<b>2570</b>	<b>2870</b>
<b>负债合计</b>	<b>9029</b>	<b>16796</b>	<b>27162</b>	<b>35364</b>
少数股东权益	2295	2295	2295	2295
股东权益	14376	16882	20487	25385
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>25700</b>	<b>35973</b>	<b>49944</b>	<b>63045</b>

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.87	1.66	2.39	3.24
每股红利	0.11	0.33	0.48	0.65
每股净资产	7.61	8.94	10.85	13.44
ROIC	17%	14%	27%	46%
ROE	11%	19%	22%	24%
毛利率	29%	23%	22%	23%
EBIT Margin	14%	12%	11%	11%
EBITDA Margin	20%	16%	14%	14%
收入增长	27%	89%	67%	33%
净利润增长率	9%	90%	44%	36%
资产负债率	44%	53%	59%	60%
息率	0.1%	0.3%	0.4%	0.6%
P/E	134.4	70.9	49.3	36.3
P/B	15.4	13.15	10.8	8.7
EV/EBITDA	138.4	95.8	69.3	55.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>8162</b>	<b>15452</b>	<b>25798</b>	<b>34185</b>
营业成本	5794	11831	20025	26458
营业税金及附加	39	62	116	154
销售费用	226	309	516	684
管理费用	270	1509	2440	3220
财务费用	60	(42)	(128)	(246)
投资收益	837	1716	2230	2982
资产减值及公允价值变动	26	20	20	20
其他收入	(708)	41	41	41
营业利润	1929	3559	5121	6958
营业外净收支	(11)	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1918</b>	<b>3559</b>	<b>5121</b>	<b>6958</b>
所得税费用	237	427	615	835
少数股东损益	29	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1652</b>	<b>3132</b>	<b>4506</b>	<b>6123</b>

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>1652</b>	<b>3132</b>	<b>4506</b>	<b>6123</b>
资产减值准备	(153)	217	33	18
折旧摊销	522	752	894	1010
公允价值变动损失	(26)	(20)	(20)	(20)
财务费用	60	(42)	(128)	(246)
营运资本变动	(739)	2877	2685	2026
其它	178	(217)	(33)	(18)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1434</b>	<b>6741</b>	<b>8065</b>	<b>9140</b>
资本开支	(3063)	(2000)	(1700)	(1300)
其它投资现金流	65	75	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(7080)</b>	<b>(2325)</b>	<b>(1900)</b>	<b>(1450)</b>
权益性融资	2476	0	0	0
负债净变化	971	0	0	0
支付股利、利息	(213)	(626)	(901)	(1225)
其它融资现金流	<b>3360</b>	<b>303</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>7352</b>	<b>(324)</b>	<b>(901)</b>	<b>(1225)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>1706</b>	<b>4092</b>	<b>5264</b>	<b>6465</b>
货币资金的期初余额	2097	3804	7896	13160
货币资金的期末余额	3804	7896	13160	19624
企业自由现金流	(2274)	3197	4292	5002
权益自由现金流	2057	3537	4405	5218

## 相关研究报告

- 《亿纬锂能-300014-2020 年年报点评：业绩符合预期，动力蓄势待发》 ——2021-04-23
- 《国信证券-亿纬锂能-300014-2020 年三季报点评：毛利率提升明显，业务有序发展》 ——2020-10-30
- 《国信证券-亿纬锂能-300014-2020 年半年报点评：消费动力齐发力，电子烟开启黄金赛道》 ——2020-08-25
- 《国信证券-亿纬锂能-300014-19 年年报点评：业绩符合预期，消费动力齐发力》 ——2020-04-20
- 《国信证券-电力设备新能源-亿纬锂能-300014-首次覆盖报告：春种一粒粟,秋收万担粮》 ——2019-12-09

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032