

公司研究

与恩捷合建湿法隔膜产能，完善供应链布局，夯实成本优势

——亿纬锂能（300014.SZ）重要公告点评

要点

事件：公司8月2日发布公告，拟与恩捷股份在荆门设立合资公司，投资52亿元建设年产能为16亿平米湿法基膜以及与之产能完全匹配的涂布膜项目，并优先向亿纬及其子公司供应，亿纬持有合资公司45%股权。

龙头强强联合扩产湿法隔膜，与公司荆门产能需求相当。公司荆门规划的年产能104.5GWh 新能源动力储能电池产业园（其中磷酸铁锂电池产能合计20GWh），包含此前已建成产能11GWh，在建产能11GWh和拟再分期投资建设的产能82.5GWh。按照三元电池、磷酸铁锂电池隔膜单位耗用量分别为13.5、23平米/kWh的假设，公司荆门基地的隔膜年需求约为16亿平米，与此次扩产项目的规划产能相当，并匹配相当的涂布膜产能，顺应技术趋势，满足高端需求。

多技术路线齐头并进，动力与储能双轮驱动。公司荆门新能源动力储能电池产业园已公告产能104.5GWh（此前荆门工厂已规划产能约48.5GWh，包含方形铁锂17GWh，圆柱铁锂3GWh，方形三元13.5GWh，圆柱三元15GWh），再考虑亿纬集能10GWh（持股51%）、盐城与SKI合资产能27GWh三元软包（持股30%）、亿纬林洋储能10GWh（持股65%）、惠州48V/12V电池系统，**公司动力+储能电池规划总产能约150GWh，权益产能约为122.7GWh。**其中，磷酸铁锂电池权益产能约46.5GWh，三元电池权益产能约为76.2GWh。

全产业链布局逐步完善，成本控制优势有望夯实。公司已经通过亿纬集能（三元软包实施主体，持股51%）证明其优秀的成本控制与生产经营能力，亿纬集能2020年净利润2.67亿元，同比扭亏，净利率11.25%，行业领先。通过供应链整合与规模化降本，公司优秀的成本控制与盈利能力有望复制。

供应链整合加速，将成为未来竞争的重要一环。公司分别与恩捷股份（隔膜）、华友钴业（钴镍）、德方纳米（磷酸铁锂）、贝特瑞（高镍三元）、新宙邦（电解液）、大华化工（锂）进行合作性产业链布局，稳定原材料供应，降低采购成本，有助于提升公司核心竞争力和盈利能力，公司全面且优质的上游供应链布局同样处于国内第一梯队。

接连获国际大客户定点，多技术路线布局初见成效。公司成功打入海外高端供应链，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，多技术路线并行的布局初见成效。

盈利预测、估值与评级：随着公司动力产能释放，21年预计磷酸铁锂、软包三元、三元圆柱出货高速增长，方形三元22年高速增长，维持2021-23年归母净利润34.33/50.11/68.19亿元预测，对应PE 63/43/32x。公司在锂原电池、电动工具市场地位领先，受益于电子烟、新能源车市场高景气度，维持“买入”评级。

风险提示：新能源车等下游需求不及预期；电子烟监管风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,412	8,162	17,445	28,854	39,594
营业收入增长率	47.35%	27.30%	113.74%	65.40%	37.22%
净利润（百万元）	1,522	1,652	3,433	5,011	6,819
净利润增长率	166.69%	8.54%	107.83%	45.94%	36.09%
EPS（元）	1.57	0.87	1.82	2.65	3.61
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.15%	11.49%	19.33%	22.10%	23.23%
P/E	73	130	63	43	32
P/B	14.6	15.0	12.1	9.5	7.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-02；2019年末股本969,139,695股，由于2020年进行回购、资本公积金转增股本与定增，2021年股权激励限售股上市，股本增至1,888,460,679股

买入（维持）

当前价：114.00元

作者

分析师：殷中枢

执业证书编号：S0930518040004

010-58452063

yinzs@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

联系人：和霖

helin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	18.88
总市值(亿元):	2152.84
一年最低/最高(元):	43.70/131.91
近3月换手率:	107.35%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	20.12	31.11	85.40
绝对	17.22	28.62	88.84

资料来源：Wind

相关研报

投建荆门104.5GWh 电池产业园，动力、储能齐发力——亿纬锂能（300014.SZ）重要公告点评（2021-06-11）
动力电池收入高速增长，多技术路线布局初见成效——亿纬锂能（300014.SZ）2020年年报点评（2021-04-20）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,412	8,162	17,445	28,854	39,594
营业成本	4,506	5,794	12,921	21,265	29,203
折旧和摊销	308	522	661	766	868
税金及附加	47	39	84	138	190
销售费用	175	226	465	741	1,017
管理费用	189	270	559	902	1,206
研发费用	459	684	1,454	2,390	3,261
财务费用	95	60	-29	-22	-22
投资收益	840	837	2,029	2,375	2,985
营业利润	1,634	1,929	3,945	5,748	7,811
利润总额	1,626	1,918	3,943	5,746	7,809
所得税	77	237	486	709	963
净利润	1,549	1,681	3,456	5,037	6,845
少数股东损益	27	29	23	26	26
归属母公司净利润	1,522	1,652	3,433	5,011	6,819
EPS(按最新股本计)	1.57	0.87	1.82	2.65	3.61

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,139	1,548	2,528	3,508	4,824
净利润	1,522	1,652	3,433	5,011	6,819
折旧摊销	308	522	661	766	868
净营运资金增加	426	-123	2,420	3,290	3,121
其他	-1,118	-503	-3,987	-5,558	-5,984
投资活动产生现金流	-2,928	-2,259	-1,339	-1,013	291
净资本支出	-2,614	-2,025	-2,200	-2,200	-1,200
长期投资变化	728	4,810	-1,016	-1,189	-1,494
其他资产变化	-1,042	-5,043	1,877	2,375	2,985
融资活动现金流	2,718	2,293	440	729	-282
股本变化	114	920	0	0	0
债务净变化	-399	94	503	860	-110
无息负债变化	2,652	352	7,214	8,889	8,378
净现金流	941	1,516	1,629	3,223	4,833

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	29.7%	29.0%	25.9%	26.3%	26.2%
EBITDA 率	23.0%	22.5%	16.2%	15.7%	15.3%
EBIT 率	17.9%	15.6%	12.5%	13.0%	13.1%
税前净利润率	25.4%	23.5%	22.6%	19.9%	19.7%
归母净利润率	23.7%	20.2%	19.7%	17.4%	17.2%
ROA	9.5%	6.5%	9.4%	9.8%	10.3%
ROE (摊薄)	20.2%	11.5%	19.3%	22.1%	23.2%
经营性 ROIC	16.1%	10.5%	12.9%	16.9%	19.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	53%	35%	45%	51%	52%
流动比率	1.38	1.58	1.37	1.34	1.42
速动比率	1.19	1.34	1.10	1.07	1.13
归母权益/有息债务	5.77	10.25	9.32	8.20	11.06
有形资产/有息债务	11.90	17.64	18.77	18.18	24.52

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	16,295	25,700	36,826	51,514	66,486
货币资金	2,097	3,804	5,433	8,656	13,489
交易性金融资产	1,140	1,075	1,075	1,075	1,075
应收帐款	2,094	2,976	5,482	9,067	12,442
应收票据	1,244	567	1,213	2,006	2,753
其他应收款 (合计)	51	60	135	223	306
存货	1,130	1,714	3,941	6,548	9,028
其他流动资产	471	634	1,499	2,562	3,562
流动资产合计	8,302	11,342	19,822	31,857	45,019
其他权益工具	159	171	171	171	171
长期股权投资	728	4,810	5,825	7,014	8,508
固定资产	4,022	6,322	6,794	7,348	7,568
在建工程	971	1,386	2,090	2,617	2,488
无形资产	378	406	570	722	863
商誉	66	66	66	66	66
其他非流动资产	1,380	704	856	856	856
非流动资产合计	7,992	14,358	17,004	19,657	21,467
总负债	8,583	9,029	16,746	26,494	34,762
短期借款	519	200	0	360	0
应付账款	2,379	3,407	7,598	12,505	17,173
应付票据	1,396	2,434	5,427	8,932	12,267
预收账款	60	0	0	0	0
其他流动负债	724	328	328	328	328
流动负债合计	6,032	7,160	14,421	23,725	31,796
长期借款	134	1,105	1,605	2,105	2,355
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	437	429	384	328	276
非流动负债合计	2,550	1,870	2,324	2,769	2,967
股东权益	7,712	16,671	20,080	25,020	31,724
股本	969	1,889	1,888	1,888	1,888
公积金	3,623	8,065	8,409	8,737	8,737
未分配利润	2,960	4,422	7,465	12,051	18,728
归属母公司权益	7,553	14,376	17,762	22,676	29,353
少数股东权益	159	2,295	2,318	2,344	2,370

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.73%	2.77%	2.67%	2.57%	2.57%
管理费用率	2.94%	3.31%	3.21%	3.13%	3.05%
财务费用率	1.49%	0.73%	-0.17%	-0.07%	-0.05%
研发费用率	7.15%	8.38%	8.33%	8.28%	8.23%
所得税率	5%	12%	12%	12%	12%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.17	0.03	0.05	0.07	0.10
每股经营现金流	1.17	0.82	1.34	1.86	2.55
每股净资产	7.79	7.61	9.41	12.01	15.54
每股销售收入	6.62	4.32	9.24	15.28	20.97

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	73	130	63	43	32
PB	14.6	15.0	12.1	9.5	7.3
EV/EBITDA	75.5	119.0	75.8	47.4	34.9
股息率	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%

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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE