

亿纬锂能 (300014.SZ)

3Q 业绩超预期, 有望逐步释放业绩弹性

核心观点:

- Q3 利润环比高增, 业绩实现超预期。**公司披露 2022 年三季报, Q1-3 实现营业收入 242.83 亿元, 同比+112.12%; 归母净利润 26.66 亿元, 同比+20.3%; 扣非归母净利润 21.77 亿元, 同比+2.19%。其中, Q3 实现营业收入 93.57 亿元, 同比+91.43%, 环比+14.22%; 归母净利润 13.06 亿元, 同比+81.18%, 环比+55.93%; 扣非归母净利润 9.83 亿元, 同比 39.44%, 环比+29.44%。销售毛利率 17.3%, 环比+1.3pct。业绩超预期, 主要系铁锂电池产能释放与投资收益贡献。
- 电池出货量创新高, 盈利能力逐步修复。**铁锂电池产能释放, 我们预计 Q3 铁锂电池出货规模扩大至 5.7GWh, 环比+43%。Q4 随着重磅新车型小鹏 G9 放量, 动力储能板块有望进一步贡献收入。经测算, Q3 动力储能电池板块合计净利润贡献约 3.67 亿元, 平均净利率约 5.1%。Q3 投资收益达 4.83 亿元 (思摩尔投资收益 2.23 亿元), 公司参股兴华锂盐、金昆仑锂业, 预计 22H1 投资收益超 6500 万元。由于上半年股权登记尚未完成体现较少, 预计该部分在 Q3 冲回; 预计兴华锂盐 3Q 出货接近 900 吨, 对应投资收益贡献约 1.28 亿元。
- 铁锂电池启动新增长点, 全球份额持续提升。**46 型车用大圆柱电池产业落地较为领先, 铁锂电池产能也在逐步落地, 得益于 CTT 和 3.0 堆叠技术创新, 公司发布 LF560K 大电芯有望在大储市场抢占先机, 我们预计 23 年动力储能电池板块有望贡献营收超 400 亿元, 电池出货量有望超 45GWh, 新增客户大运、广汽等。其中三元软包电池、铁锂电池、三元方形电池分别预计出货达 10GWh、35~40GWh、3GWh。
- 盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年 EPS 为 1.64、3.81、5.87 元/股, 综合考虑公司增长空间、市场地位和可比公司估值水平, 给予 23 年 28 倍估值, 给予合理价值 106.79 元/股, 维持“买入”评级。
- 风险提示。**技术创新进度较慢; 销量不及预期; 投产不及预期。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	8,162	16,900	35,232	55,365	81,001
增长率 (%)	27.3	107.1	108.5	57.1	46.3
EBITDA (百万元)	1,708	2,354	3,588	5,898	8,807
归母净利润 (百万元)	1,652	2,906	3,117	7,242	11,140
增长率 (%)	8.5	75.9	7.3	132.3	53.8
EPS (元/股)	0.87	1.53	1.64	3.81	5.87
市盈率 (P/E)	93.18	77.20	55.31	23.81	15.48
ROE (%)	11.5	16.2	14.8	25.6	28.2
EV/EBITDA	88.73	96.48	47.89	27.71	17.12

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

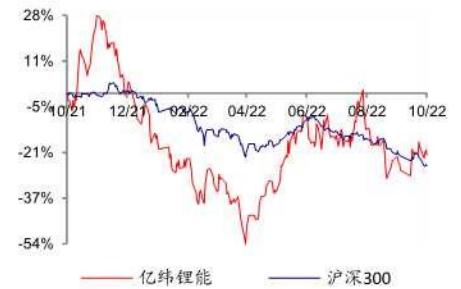
识别风险, 发现价值

公司评级

买入

当前价格	90.80 元
合理价值	106.79 元
前次评级	买入
报告日期	2022-10-28

相对市场表现



分析师:

陈子坤



SAC 执证号: S0260513080001



010-59136690



chenzikun@gf.com.cn

分析师:

纪成炜



SAC 执证号: S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-38003594

jjchengwei@gf.com.cn

请注意: 陈子坤并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

亿纬锂能 (300014.SZ): 三 2021-11-02
季度业绩符合预期, 产业链
合作再下一城

一、盈利预测及投资建议

公司动力电池系统业务盈利预测假设如下：

(1) 受益于动力电池行业中高速增长，考虑产能爬坡因素，未来3年国内新能源汽车渗透率有望继续大幅增长，且公司海外订单持续放量，新增客户大运、广汽等，对应动力储能电池出货量可实现24GWh、48GWh和83GWh，复合增速约86%。

(2) 在过去三年碳酸锂等原材料价格持续突破前高，价格传导叠加下游新能源车高景气度需求，动力储能电池售价有所上涨。随着碳酸锂产能释放和电池原材料成本下滑，公司加大纵向产业链布局 and 横向产能扩张，规模效益显现推动未来几年成本压力消减，预计22-24年均价为1.10、0.93、0.81元/Wh。

(3) 伴随公司参股的兴华锂盐、金昆仑锂业等碳酸锂企业产能爬坡贡献，考虑公司投资结构优化，预计2022-2024年投资收益为13.32亿元、34.28亿元、37.73亿元。

表1: 公司盈利预测 (亿元)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	30.38	42.00	64.15	81.54	168.99	352.32	553.65	810.01
整体毛利率	29.3%	23.7%	29.9%	28.5%	20.3%	18.8%	19.7%	19.6%
动力储能电池总营收 (亿元)	3.73	12.00	21.10	40.56	100.14	263.00	443.02	670.10
毛利率	22.2%	17.6%	21.3%	22.3%	16.1%	16.7%	18.6%	18.7%
总出货量 (GWh)	0.3	1.5	2.7	5.2	10.6	24.0	47.6	83.2
售价 (元/Wh) (含税)	1.49	0.80	0.77	0.77	0.95	1.10	0.93	0.81
三元软包电池营收 (亿元)	0.00	0.00	2.10	23.76	65.60	100.00	90.00	81.00
出货量 (GWh)	0.0	0.0	0.2	2.6	8.2	10.0	10.0	10.0
售价 (元/Wh) (不含税)	0.00	0.00	1.05	0.90	0.80	1.00	0.90	0.81
三元方型电池营收 (亿元)						10.00	27.00	81.00
出货量(GWh)						1	3	10
售价 (元/Wh) (不含税)						1.00	0.90	0.80
铁锂电池营收 (亿元)	3.73	12.00	19.00	16.80	34.54	153.00	283.50	437.40
总出货量 (GWh)	0.3	1.5	2.5	2.6	5.5	17.0	35.0	60.0
售价 (元/Wh) (不含税)	1.49	0.80	0.76	0.65	0.63	0.90	0.81	0.73
2V/48V 电池系统营收 (亿元)							15.04	21.24
出货量 (万套)							85	120
电池系统售价 (万元)							0.20	0.20
大圆柱电池营收 (亿元)							27.48	49.46
出货(GWh)							3.0	6.0
不含税单价 (元/Wh)							0.92	0.82
消费工业电池总营收 (亿元)	10.78	18.00	24.13	26.06	50.34	70.28	90.24	118.17
毛利率	22.16%	17.64%	26.28%	30.46%	20.62%	20.80%	20.72%	20.62%
锂原电池总营收 (亿元)	10.91	12.00	18.92	14.92	18.52	19.04	20.39	21.74

毛利率	39.70%	39.73%	43.95%	41.89%	41.56%	40.00%	40.00%	40.00%
投资收益 (亿元)	1.93	3.65	8.40	8.37	17.58	13.32	34.28	37.73

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

公司动力电池市场份额显著提升，新增优质客户如宝马、广汽等，推动前三季度动力电池放量出货，伴随46型车用大圆柱电池产业化率先落地，叠加一季度达成的成本加成价格联动机制，动力电池业务盈利持续向好。得益于CTT和3.0堆叠技术创新，公司大力扩张LF560K大电芯有望在大储市场抢占先机，储能电池超级工厂已在云南、青海等地开工建设，预计2024年Q2开启全球交付，储能电池开启规模效应实现降本保供。与此同时公司全面推进海内外市场，预计2022-2024年EPS为1.64、3.81、5.87元/股，考虑公司以综合制造能力和国际化管理能力推动全球竞争力提升，同时全球新能源汽车销量持续超预期带动公司动力电池出货量高增。因此我们给予公司23年28倍估值，给予合理价值106.79元/股，维持“买入”评级。

表 2: 相对估值表

股票代码	公司名称	净利润 (百万元)			净利润增速 (%)			PE 估值		
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
300750.SZ	宁德时代	15931.32	27490.48	43479.61	22.43%	185.34%	72.56%	86.03	35.60	22.51
002594.SZ	比亚迪	3045.19	12177.06	21245.28	-28.08%	299.88%	74.47%	256.32	61.72	35.37
002074.SZ	国轩高科	101.89	619.67	1445.05	-31.92%	508.17%	133.20%	837.34	97.28	31.05

数据来源：Wind 一致预期，广发证券发展研究中心

注：已更新至 2022 年 10 月 27 日收盘。

二、风险提示

动力电池技术创新进度较慢；下游新能源汽车销量不及预期；公司各基地投产不及预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	11,342	18,221	32,505	54,417	84,065	经营活动现金流	1,548	1,863	3,059	6,099	10,095
货币资金	3,804	6,809	10,039	19,562	33,304	净利润	1,681	3,149	3,133	7,278	11,196
应收及预付	4,012	6,249	14,462	22,700	33,216	折旧摊销	556	891	857	762	667
存货	1,714	3,712	5,489	8,523	12,491	营运资金变动	-136	-759	-611	382	780
其他流动资产	1,812	1,451	2,515	3,632	5,054	其它	-554	-1,418	-320	-2,324	-2,547
非流动资产	14,358	26,312	25,455	24,693	24,027	投资活动现金流	-2,259	-7,384	1,332	3,428	3,773
长期股权投资	4,810	8,142	8,142	8,142	8,142	资本支出	-2,025	-6,269	0	0	0
固定资产	6,322	8,321	7,464	6,702	6,035	投资变动	-335	-1,579	0	0	0
在建工程	1,386	3,362	3,362	3,362	3,362	其他	102	464	1,332	3,428	3,773
无形资产	406	858	858	858	858	筹资活动现金流	2,293	8,216	-1,162	-4	-126
其他长期资产	1,435	5,629	5,629	5,629	5,629	银行借款	1,654	8,883	-200	1,000	1,000
资产总计	25,700	44,534	57,960	79,110	108,091	股权融资	2,476	318	1	0	0
流动负债	7,160	14,906	24,149	36,920	53,606	其他	-1,837	-986	-963	-1,004	-1,126
短期借款	200	1,200	0	0	0	现金净增加额	1,516	2,676	3,230	9,523	13,742
应付及预收	5,841	11,571	21,172	32,876	48,180	期初现金余额	1,910	3,426	6,809	10,039	19,562
其他流动负债	1,118	2,135	2,977	4,044	5,425	期末现金余额	3,426	6,102	10,039	19,562	33,304
非流动负债	1,870	9,241	10,291	11,391	12,491						
长期借款	1,105	5,481	6,481	7,481	8,481						
应付债券	0	2,197	2,197	2,197	2,197						
其他非流动负债	765	1,563	1,613	1,713	1,813						
负债合计	9,029	24,146	34,439	48,311	66,096						
股本	1,889	1,898	1,899	1,899	1,899						
资本公积	7,792	8,480	8,480	8,480	8,480						
留存收益	4,695	7,619	10,736	17,978	29,118						
归属母公司股东权益	14,376	17,934	21,052	28,294	39,433						
少数股东权益	2,295	2,454	2,469	2,506	2,562						
负债和股东权益	25,700	44,534	57,960	79,110	108,091						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,162	16,900	35,232	55,365	81,001
营业成本	5,794	13,254	28,621	44,444	65,133
营业税金及附加	39	59	144	221	316
销售费用	226	389	634	997	1,458
管理费用	270	572	986	1,523	1,904
研发费用	684	1,310	2,114	3,045	4,050
财务费用	60	132	970	1,030	1,094
资产减值损失	-22	-49	0	0	0
公允价值变动收益	5	9	0	0	0
投资净收益	837	1,758	1,332	3,428	3,773
营业利润	1,929	3,091	3,481	8,087	12,440
营业外收支	-11	-50	0	0	0
利润总额	1,918	3,041	3,481	8,087	12,440
所得税	237	-108	348	809	1,244
净利润	1,681	3,149	3,133	7,278	11,196
少数股东损益	29	244	16	36	56
归属母公司净利润	1,652	2,906	3,117	7,242	11,140
EBITDA	1,708	2,354	3,588	5,898	8,807
EPS (元)	0.87	1.53	1.64	3.81	5.87

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	27.3%	107.1%	108.5%	57.1%	46.3%
营业利润增长	18.1%	60.3%	12.6%	132.3%	53.8%
归母净利润增长	8.5%	75.9%	7.3%	132.3%	53.8%
获利能力					
毛利率	29.0%	21.6%	18.8%	19.7%	19.6%
净利率	20.6%	18.6%	8.9%	13.1%	13.8%
ROE	11.5%	16.2%	14.8%	25.6%	28.2%
ROIC	5.6%	5.0%	7.5%	11.2%	13.7%
偿债能力					
资产负债率	35.1%	54.2%	59.4%	61.1%	61.1%
净负债比率	54.2%	118.4%	146.4%	156.9%	157.4%
流动比率	1.58	1.22	1.35	1.47	1.57
速动比率	1.27	0.93	1.06	1.18	1.27
营运能力					
总资产周转率	0.32	0.38	0.61	0.70	0.75
应收账款周转率	2.74	3.38	4.06	4.06	4.06
存货周转率	4.76	4.55	6.42	6.50	6.48
每股指标 (元)					
每股收益	0.87	1.53	1.64	3.81	5.87
每股经营现金流	1	1	2	3	5
每股净资产	7.61	9.45	11.09	14.90	20.77
估值比率					
P/E	93.18	77.20	55.31	23.81	15.48
P/B	10.71	12.51	8.19	6.09	4.37
EV/EBITDA	88.73	96.48	47.89	27.71	17.12

广发新能源和电力设备研究小组

- 陈子坤：首席分析师，5年产业经验，10年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心。目前担任电力设备与新能源行业首席分析师，历任有色行业资深分析师、环保行业联席首席分析师。
- 纪成炜：联席首席分析师，ACCA会员，毕业于香港中文大学、西安交通大学，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 曹瑞元：资深分析师，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 李靖：高级分析师，毕业于美国西北大学、华中科技大学，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 陈昕：高级分析师，毕业于清华大学、北京大学，曾就职于国家电网公司、信达证券，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 张玲：高级研究员，毕业于加拿大英属哥伦比亚大学，曾就职于银河证券、工银瑞信，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 蒋淑霞：高级研究员，毕业于香港大学、南京大学，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 朱北岑：高级研究员，毕业于华东政法大学，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 张芷菡：研究员，毕业于新加坡南洋理工大学、中山大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 高翔：研究员，毕业于新加坡国立大学，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。