

2017年4月2日

亿纬锂能(300014.SZ) 电力设备新能源



## 产能持续释放，锂电业务势头向好

公司动态

### ◆ 专注锂电池业务，业绩实现高增长

公司是中国领先的锂亚电池供应商，目前已形成锂原电池、锂离子电池、电子烟等核心业务。公司2016年实现营业收入23.40亿元，同比增长73.45%，实现归母净利润2.52亿元，同比增长66.43%。2017年一季度预计净利润5270~6400万元，同比增长40%~70%。公司近期计划转让电子烟子公司麦克韦尔控制权，助其独立IPO上市，并专心经营锂电池业务。

### ◆ 锂原电池下游市场广阔，新兴领域潜力巨大

信息化社会，数据采集需求快速增长，智能表计、智能交通、智能安防等新兴领域的发展都对锂原电池带来了需求增长。仅智能表计和智能交通就提供了年均超亿只的锂原电池需求。公司17年底前将完成对孚安特的收购，公司的产品结构将得到进一步优化，公司在锂原电池市场的竞争优势将得以巩固。我们认为，随着下游应用市场的发展，锂原电池未来市场广阔，公司锂原电池业务仍将会以20%的增速成长。另外，公司锂原电池生产线实施自动化改造，产品的毛利率会进一步增加，增厚公司业绩。

### ◆ 产能持续释放，公司锂电业务有望维持高增长

新能源汽车行业预计未来几年的复合增速达到40%左右，我们认为，动力锂电市场格局还处于群雄纷争的局面，政策要求产品技术不断进步情况下的汰弱留强，给所有的市场参与者同样的机会。公司目前动力电池产能达到3.3GWh，按公司投产计划，年内有望形成9GWh的总产能规模，其中三元电池产能占比达到50%，并且公司已和众多下游客户签订供货意向协议。公司在技术研发和生产规模上的优势会使公司在这轮大范围扩产中抢占先机，尽享锂电行业景气。

### ◆ 转让麦克韦尔控制权，专注主业，首次给予“增持”评级

公司将转让麦克韦尔控制权，专注主业，抓住锂电市场的巨大发展机遇，带给公司更好的业绩回报。我们预计公司2017-2019年净利润分别为3.64/7.27/9.60亿元，对应EPS为0.85/1.70/2.24元，三年净利润复合增速56.1%，首次覆盖，给予“增持”评级，目标价41元，对应2017-2019年PE为48/24/18倍。

### ◆ 风险提示：

锂电池出货量不及预期；动力锂电池价格下降幅度超出预期。

### 业绩预测和估值指标

| 指标             | 2015   | 2016   | 2017E   | 2018E   | 2019E  |
|----------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 1,349  | 2,340  | 5,553   | 11,295  | 12,460 |
| 营业收入增长率        | 11.58% | 73.45% | 137.33% | 103.41% | 10.31% |
| 净利润(百万元)       | 151    | 252    | 364     | 727     | 960    |
| 净利润增长率         | 79.62% | 66.43% | 44.65%  | 99.61%  | 31.99% |
| EPS(元)         | 0.35   | 0.59   | 0.85    | 1.70    | 2.24   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 8.85%  | 12.95% | 15.77%  | 24.53%  | 25.40% |
| P/E            | 99     | 59     | 41      | 21      | 16     |

### 增持(首次)

当前价/目标价：35.73/41.00元

目标期限：6个月

### 分析师

刘锐(执业证书编号：S0930517030002)

021-22169116

[liur@ebsecn.com](mailto:liur@ebsecn.com)

### 联系人

韩晨

021-22169078

[hanchen@ebsecn.com](mailto:hanchen@ebsecn.com)

### 市场数据

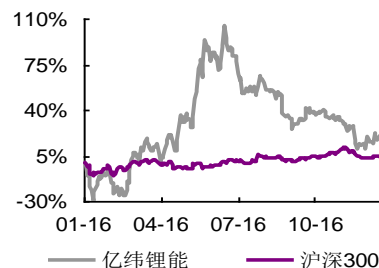
总股本(亿股)：4.29

总市值(亿元)：149.25

一年最低/最高(元)：24.61/52.16

近3月换手率：189.93%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

| %  | 一个月   | 三个月   | 十二个月  |
|----|-------|-------|-------|
| 相对 | 12.06 | 17.95 | 23.21 |
| 绝对 | 12.15 | 22.36 | 30.60 |

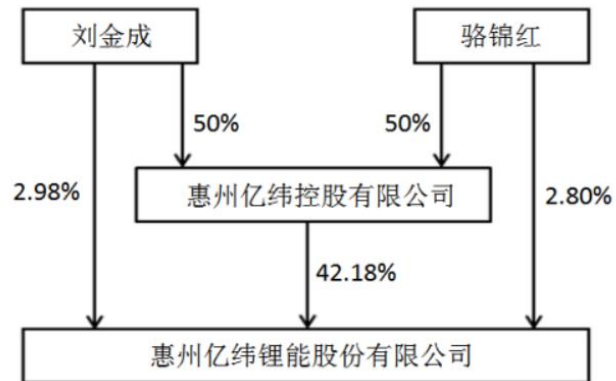
### 相关研报

## 1、锂原电池龙头扩展动力锂电业务

### 1.1、专注锂电池业务

惠州亿纬锂能股份有限公司创立于2001年（简称“亿纬锂能”），自2009年在深圳创业板上市至今，目前已形成锂原电池、锂离子电池、电子烟等核心业务。公司近期计划转让电子烟子公司麦克韦尔控制权，助其独立IPO上市，并专心经营锂电池业务。

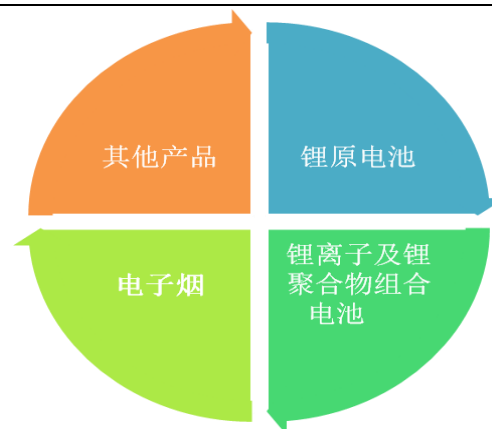
图 1：公司股权结构



资料来源：公司年报

公司是领先的锂亚电池供应商，具有自主知识产权和国际先进技术水平。公司研发并生产各种规格的高性能锂一次及二次电池，包括聚合物锂离子电池、方形和柱形液态锂离子电池、锂离子动力与储能电池等，产品广泛应用于消费类电子产品、儿童玩具、便携式电子设备、电动工具、电动自行车和储能动力等工业和民用应用领域。

图 2：公司业务布局



资料来源：公司公告

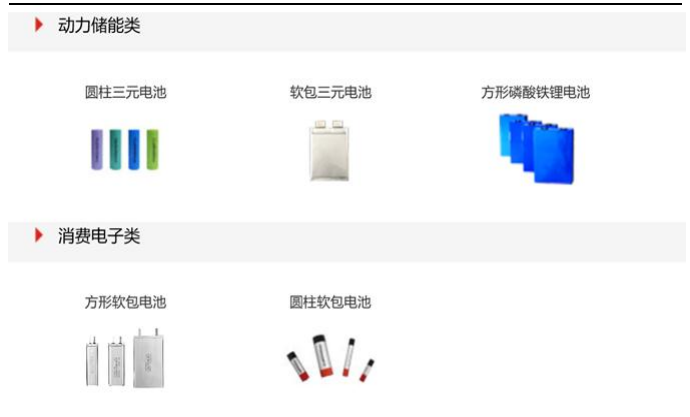
公司主要锂电池产品包括：1、锂原电池：锂-亚硫酸氯电池、锂-二氧化锰电池、锂-二硫化亚铁电池、电池电容器；2、锂电池：包括动力锂电和消费电子产品类锂电；3、各类动力电源系统；4、储能系统。

图 3：公司部分原电池产品



资料来源：公司官网

图 4：公司部分锂电池产品



资料来源：公司官网

## 1.2、公司业绩实现高增长

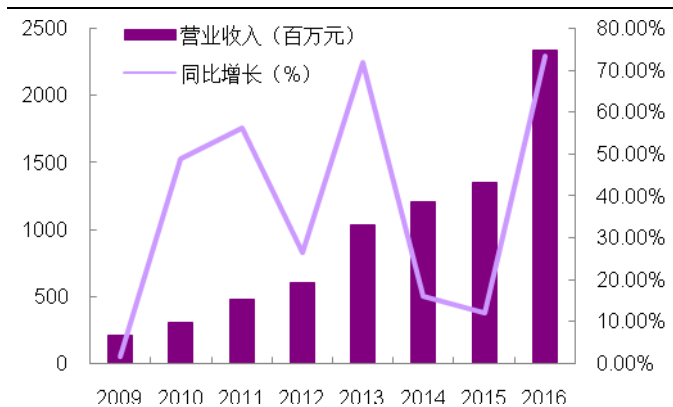
公司 2016 年实现营业收入 23.40 亿元，同比增长 73.45%，营业利润 3.4 亿元，同比增长 153%，实现归母净利润 2.52 亿元，同比增长 66.43%。2017 年一季度预计净利润 5270~6400 万元，同比增长 40%~70%。

公司锂原电池、锂离子电池、电子烟 2016 年营收分别为 7.76 亿、8.3 亿、7.28 亿元，同比增长 11.8%、186.6%、145.8%。

公司过去几年锂原电池销售收入稳步增长，保持着行业龙头的地位，2016 年锂原电池依然是公司主要营收来源之一，营收占比 33%。2015 年公司开始涉足动力锂电领域，受益于公司新增产能的逐步释放，2016 年锂电池收入获得大幅提升，占比已达 36%，超过锂原电池成为公司第一收入来源，随着公司后续产能的陆续投产，锂电池将成为公司今后业绩的主要增长点。

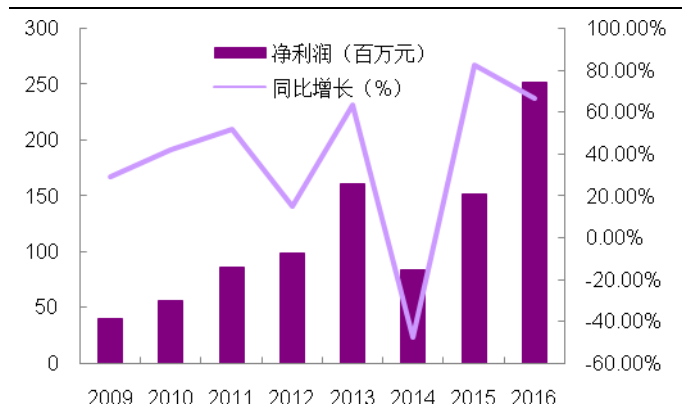
受益于控股的麦克韦尔自有品牌电子烟推向市场和 ODM 业务的增长，电子烟业务全年销量大幅攀升，2016 年麦克韦尔净利润 1.25 亿元，同比增长 2.7 倍，增厚了公司业绩。公司拟从近期开始，分期转让所持有的部分麦克韦尔股权，但公司仍将保持一定比例股权，以获得电子烟业务增长带来的利润。按目前麦克韦尔的股价计算，公司转让部分麦克韦尔股权将获得不错的投资收益。

图 5：公司主营业务收入及增长



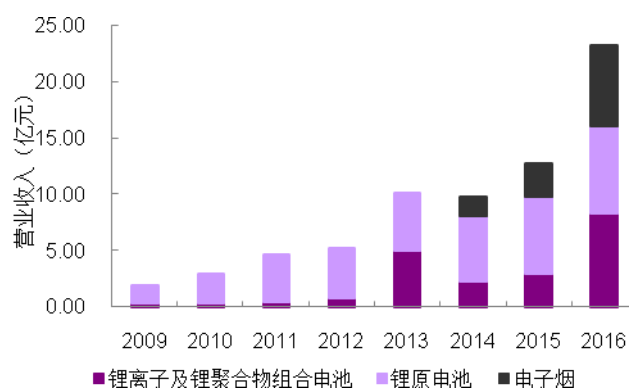
资料来源：公司年报

图 6：公司净利润及增长



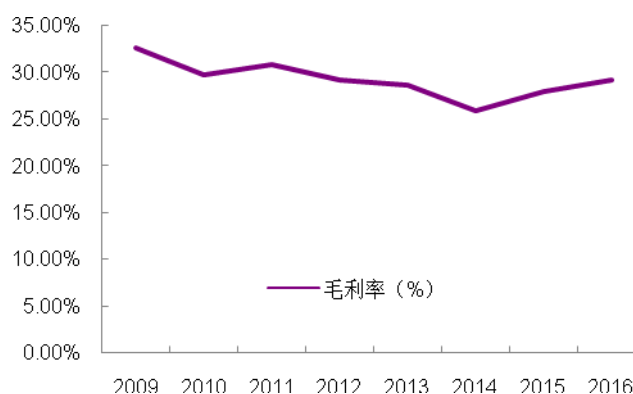
资料来源：公司年报

图 7：公司主营业务收入构成



资料来源：公司年报

图 8：公司毛利率



资料来源：公司年报

## 2、锂原电池下游市场广阔，新兴领域潜力巨大

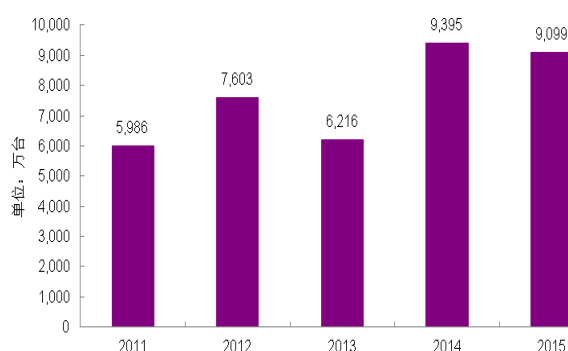
### 2.1、信息化社会，数据采集需求快速增长

锂原电池也称一次锂电池，可以连续放电，也可以间歇放电。一旦电能耗尽便不能再用，在遥控数据采集系统、火灾报警探头、安防探头，车载 ETC 等耗电量较低的电子产品中广泛使用。

公司凭借技术和产品优势，已经在锂原电池相关领域占有重要地位。公司锂原电池产品应用于智能表计（水、电、气、热表）、遥控数据采集系统、智能安防、智能家居、智能交通等领域，成为驱动大物联网重要能源。

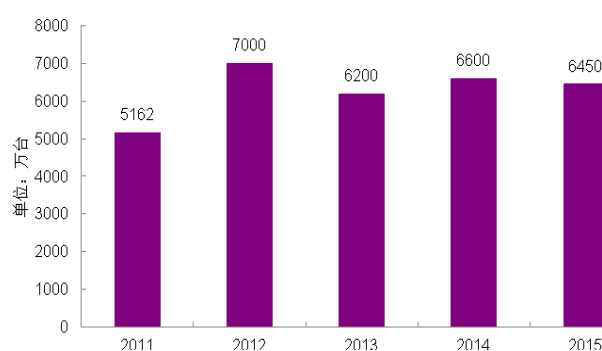
智能电表是用电环节实现用电信息采集和传输的基础，受益于智能电网建设加速，近年来智能电表行业维持高速增长。电网公司主要承担着智能电表的替换工作。从国家电网智能电表采购数据统计，2011 年至 2015 年，国家电网累计采购智能电表 4.3 亿只，智能电表安装量超过 3.1 亿只。

图 9：2011 年-2015 年国网智能电表招标情况



资料来源：中国电工仪器仪表信息网，光大证券研究所整理

图 10：2011 年-2015 年国网智能电表安装情况



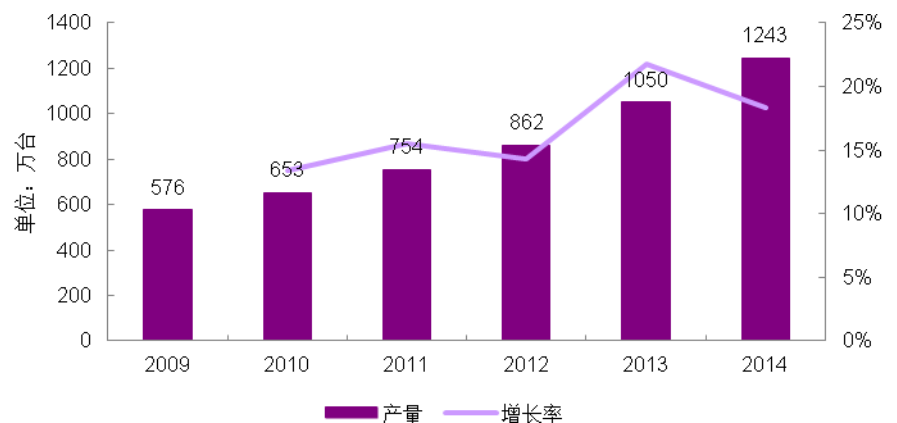
资料来源：中国电工仪器仪表信息网，光大证券研究所整理

由于电表更新年限为 6 至 8 年，我们预计 2018 年开始首批于 2011 年前后安装的智能电表将进入大规模替换周期，智能电表需求将出现新一轮增长。

目前，全国智能电表已经普及，但智能水表、燃气表、热量表仍然存在大量的空间。2016年2月，国家发改委联合国家能源局与工信部下发《关于推进“互联网+”智慧能源发展的指导意见》，强调推进能源与信息通信基础设施深度融合，促进水，气，热，电的远程自动集采集抄，实现多表合一。

就水表而言，2012年我国水表年产量达到6500万台，智能水表产量859万台，占比仅约13%，智能水表渗透率远低于国内智能电表渗透率(80%左右)。2013年，我国智能水表产业进入高速发展期，2014年智能水表产量增长率超过17%。

图 11：2009 年-2014 年智能水表产量



资料来源：中国产业信息网，光大证券研究所整理

到2020年，全国总人口将达到14亿，城镇人口占比上升至60%，若100%城镇人口实现自来水普及，80%农村人口实现自来水普及，按照“一户一表”的标准推算，则对应水表安装量将达到4.3亿只，有巨大增长空间。

## 2.2、智能交通，共享单车，移动终端潜力巨大

智能交通系统(Intelligent Transportation System, 简称“ITS”)使得交通系统中三大主体“人、车、路”之间的相互作用关系以新的方式呈现。伴随着ITS高速发展，公司成为电子不停车收费系统及车载单元行业主要电源供应商。

根据交通部数据，截至2016年一季度，全国ETC专用车道1.2万条，人工刷卡(MTC)车道4.9万条，混合车道2647条。ETC用户突破3200万，较2015年9月底增长820万，增长率达35%，可以看出ETC增长的速度迅速。但就目前而言，国内ETC普及率仍然较低，仅部分发达省份可以达到35%以上，距离日本90%的覆盖率还有很大的增长空间，目前国内汽车保有量约为2亿辆，还有近1.6亿辆汽车没有安装ETC。未来公路ETC收费的普及将给锂原电池供应商带来更大的市场空间。

同时，2016年9月，强制性国家标准《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》通过了技术审查，将由国家标准化管理委员会审批和确定具体实施时间并予以正式发布。这意味着，胎压监测系统未来将成为汽车标配，按16年2400万辆销量，每辆汽车TPMS需要4个原电池计算，又将给锂原电池供应商新增一个巨大的市场空间。

在智能交通、汽车电子等物联网概念快速发展的时代，新兴领域的兴起，都会对于数据的实时采集，移动终端的应用带来需求。公司适时把握机会，利用自己锂原电池供应商的优势，介入到此类新兴领域，目前已经参与到最近较热的共享单车产业盛宴中，将为公司锂原电池打开更广阔的市场。

## 2.3、收购武汉孚安特，锂原电池行业龙头地位不断加强

2016年12月23日，公司与武汉孚安特科技有限公司签订《投资框架协议》，公司拟以不高于人民币15,000万元的投后估值，分三个阶段取得孚安特的全部股权，公司首先通过增资取得孚安特16.979%的股权，并计划在2017年底之前完成剩余股权的收购。

孚安特于2002年成立，是锂原电池专业制造厂家，目前具备年产量为8000万只锂原电池的生产能力，其产品主要用于石油行业井下高温随钻测斜仪(LWD、MWD)、电子压力计、流量计、智能仪表、有源RFID、GPS导航、轮胎压力系统(TPMS)、RAM及CMOS电路、地热高温检测仪等民用领域。

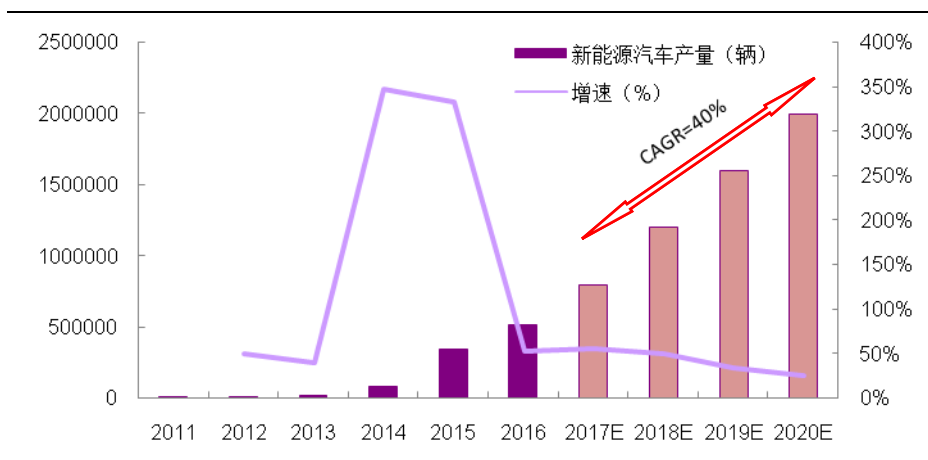
我们认为，亿纬锂能作为锂原电池的龙头企业，此次收购孚安特，在两者资源有效整合之后，公司的产品结构将得到进一步优化，公司在锂原电池市场的竞争优势将得以巩固。随着下游应用市场的发展，锂原电池未来市场广阔，凭借优异的产品质量，公司锂原电池业务仍将会以20%的增速成长。另外，公司锂原电池生产线实施自动化改造，提升了生产效率，公司产品的毛利率会进一步增加，增厚公司业绩。

## 3、公司锂电业务有望维持高增长态势

### 3.1、动力锂电群雄逐鹿，市场成长空间带来机会

2016年我国累计生产新能源汽车51.7万辆，同比增长52%，虽然由于骗补事件的影响，产量不及预期，但仍保持了50%以上的增速。中汽协预计今年新能源车销量将达到80万辆，增速仍超过50%以上。依据十三五规划，到2020年新能源汽车产量将达到200万辆，累计产量超过500万辆，新能源汽车行业预计未来几年的复合增速达到40%左右。

图 12：国内新能源汽车产量



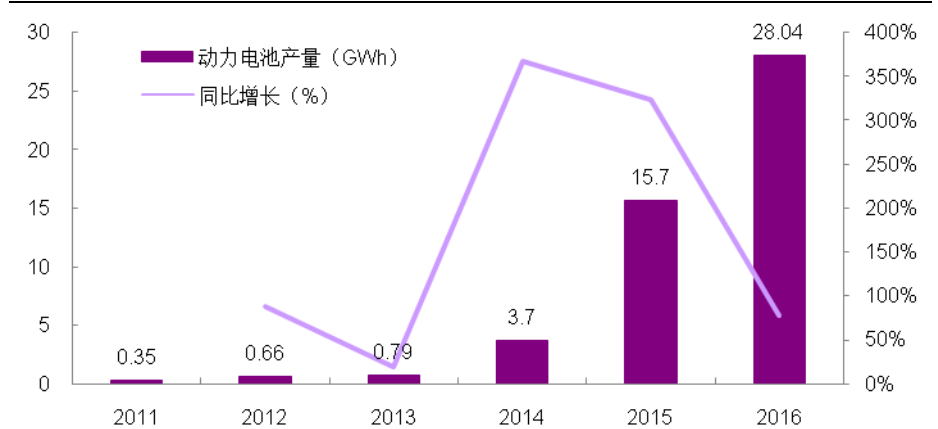
资料来源：中汽协，光大证券研究所

动力电池作为新能源汽车的动力来源，是新能源汽车的最核心零部件。随着国家开始针对新能源汽车进行补贴，新能源汽车行业出现了爆发性增长，实现了连续两年超过 3 倍的成长，国家对新能源车进行补贴，主要是想弥补新能源汽车使用动力电池后带来的成本增加，以期扶持新能源汽车产业快速发展，实现国内汽车工业的弯道超车。

成也补贴，败也补贴，随着 16 年初的骗补事件爆发，及今年的国家补贴下降 20%，新能源汽车行业原本高速突进的发展速度渐渐慢了下来。回归国家补贴的初衷，我们认为，目前动力电池行业的度电成本下降，能量密度提升等关键技术的迅速突破，成为了国内电动新能源汽车健康发展的关键。正因如此，国内锂电企业面临着巨大的机会，只要公司技术实力领先，产品质量优异，成本优势明显，就能享受高速发展的新能源汽车行业的丰厚回报。

从动力电池历年出货量看，2015 年开始动力电池跟随新能源汽车产销量崛起，从 2014 年的仅 3.7GWh 的出货量升至 2015 年 15.7GWh，同比增长超过 3 倍。2016 年电池出货量达 28 GWh，与去年同期相比增长 79%，超过去年全年动力电池出货量近 12GWh。

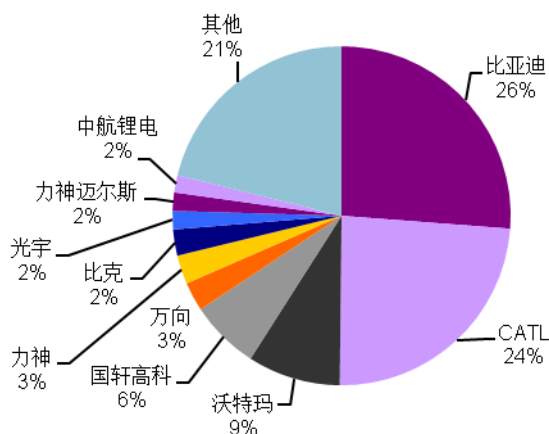
图 13：国内动力电池出货量



资料来源：第一电动，光大证券研究所

2016 年配套电池厂商覆盖超过 100 家。其中，搭载量过 100MWh 的电池厂商达 30 家，超过 1GWh 的电池厂商仅 4 家，宁德时代新能源(CATL)、比亚迪、国轩高科、沃特玛，其中仅比亚迪一家，2016 年电池出货量就高达 7.4GWh，占比总量的 26%。其次，CATL 出货量也高达 6.7GWh，占比总量的 50%，形成了第一梯队。

图 14：2016 年国内动力锂电市占率



资料来源：第一电动，光大证券研究所

我们认为，动力锂电市场除了前两家公司市占率较高外，其余厂商均低于 10%，市场格局还处于群雄纷争的局面。此外，磷酸铁锂电池依旧是 2016 年市场主力，占比高达 73%，搭载量高达 20GWh，而三元材料电池受制此前政策禁用纯电动客车的影响，搭载量仅为 6.3GWh，占比 22%。随着国家补贴对于动力电池能量密度要求的逐步提高，三元电池的占比势必提高，这又将给纷乱的动力锂电市场增加几分变数。

目前，动力锂电市场刚刚起步，新能源汽车行业的增长所带来的增量需求，及政策要求产品技术不断进步情况下的汰弱留强，都给予所有的市场参与者同样的机会。

### 3.2、公司技术领先，扩建产能，加快布局

亿纬锂能是国内锂原电池龙头，积累了丰富的锂电池生产经验，在锂电池的自主研发和技术创新方面，已具有国际先进技术水平。公司先后被认定为国家火炬计划重点高新技术企业、省级企业技术中心和广东省锂电池工程技术研究中心，并于 2013 年获得国家发改委批复的国家地方工程研究中心工程建设项目。

公司成功入选工信部“符合《汽车动力蓄电池行业规范条件》企业目录（第四批）”，为公司动力电池进入新能源汽车市场取得了准入证，公司切入动力电池行业，产品性能在国内同行中处于领先水平。

近期，公司取得了国家客车质量监督检验中心出具的《检验报告》，公司的 LF68 和 LF90 锂离子电池能量密度能够达到 145Wh/kg 以上，电池系统采用复合性材料进行轻量化设计后，能量密度可以达到 115Wh/kg 以上，符合按补贴标准的 1.2 倍进行补贴的指标要求。

表 1：非快充类纯电动客车补贴标准

| 系统能量密度 (Wh/kg) | 补贴标准(倍) | 补贴金额 (元/kWh) |
|----------------|---------|--------------|
| 85~95          | 0.8     | 1440         |
| 95~115         | 1       | 1800         |
| 115 以上         | 1.2     | 2160         |

资料来源：《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》



公司目前动力电池产能达到 3.3GWh，按公司投产计划，年内有望形成 9GWh 的总产能规模，其中三元电池产能占比达到 50%。公司从技术到规模均快速向国内第一梯队企业靠齐。

表 2：公司 2017 年锂电产能规划

| 基地   | 产品          | 规划产能 (GWh) | 已有产能 (GWh) | 投产时间 (预计) |
|------|-------------|------------|------------|-----------|
| 金松一期 | 18650       | 1          | 0.8        | 2017 年上半年 |
| 金松二期 | 18650/21700 | 2.5        | 0          | 2017 年上半年 |
| 金泉北区 | LFP         | 2.5        | 2.5        | 2016 年下半年 |
| 金泉南区 | LFP         | 2          | 0          | 2017 年下半年 |
| 金牛项目 | 叠片电池        | 1          | 0          | 2017 年下半年 |
| 合计   |             | 9          | 3.3        |           |

资料来源：光大证券研究所整理

2017 年 1 月 9 日，公司公告与南京金龙签订战略合作协议，其中包括 10 亿元动力电池供货意向。随着公司在动力电池下游客户渠道的不断拓宽，公司已经与行业内众多新能源客车和乘用车客户达成合作意向，并进入其核心供应链，锂电业务有望继续保持高速增长。

公司 16 年动力电池销售大幅增长，锂离子电池业务实现营业收入 8.3 亿元，比上年同期增长 187%。公司 16 年大幅扩充了动力锂电产能，并在 17 年进一步扩大产能，尤其是三元电池产能，随着下半年磷酸铁锂方形电池和三元圆柱形电池规划的产能陆续释放，公司在产品性能、产品质量和客户结构等方面持续提升，公司的动力电池规模效应会进一步凸显出来。我们认为公司在技术研发和生产规模上的优势会使公司在这轮大范围扩产中抢占先机，尽享锂电行业景气。

#### 4、转让麦克韦尔控制权，助其独立 IPO

2016 年公司电子烟业务营收 7.28 亿元，收入占比 31%，公司电子烟业务收入主要由子公司麦克韦尔贡献，麦克韦尔主要供应大烟、套烟、一次性电子烟等电子烟产品。2015 年下半年公司推出自主品牌的大烟产品，进入美国市场销售，并于 2015 年在新三板挂牌上市。2016 年麦克韦尔营业收入 7.26 亿元，比上年同期增长 146.59%，净利润 1.25 亿元，比上年同期增长 227.33%，业绩增长迅速。

2017 年 3 月 1 日，公司公告，出于帮助麦克韦尔独立 IPO 上市，同时结合公司聚焦主业的发展需要考虑，公司考虑转让其对麦克韦尔的控制权，首先通过全国中小企业股份转让系统的做市规则下进行 7% 的股份转让，随后将根据公司所持麦克韦尔股票解除限售的情况、公司的业务发展需要，继续逐步减持麦克韦尔股份，公司有可能于 2018 年 3 月 31 日前将对麦克韦尔的持股比例减持到 30% 以内。

公司 3 年前，以 4.39 亿元现金收购麦克韦尔 50.1% 的股权，后经过 2016 年的定增，持股比例下降至 47.49%（仍为控股股东）。公司此次转让控制权后，虽然电子烟业务将不再并表，但仍会以长期股权投资权益法计列麦克韦尔的净利润，并不会对公司利润产生实质影响。此外，我们认为，公司出售 7% 的麦克韦尔股权将给公司带来很好的投资收益，以目前麦克韦尔市值考虑，此部分股权价值约 1.4 亿元，公司成本约为 4260 万元（4.39 亿元收购后，因业绩承诺

未完成获得 1.5 亿元补偿款，实际 47.49% 股份成本为 2.89 亿元），公司将获得投资收益 9000 万元，公司可以利用此次及后续股份减持获得的现金投入锂电池业务中，并专注于主业的发展，抓住锂电市场的巨大发展机遇，带给公司更好的业绩回报。

## 5、盈利预测

### 关键假设：

公司近两年锂电池产能持续释放，17 年锂电池销售量达到 3GWh，18 年锂电池销量达到 7GWh。

受益下游需求增长，锂原电池营收保持 20% 增长。

电子烟业务保持 15% 增长，营收不再并表，按 40.49% 比例计列投资收益。

表 3：公司主营业务收入预测

|              | 2013A  | 2014A  | 2015A  | 2016A  | 2017E   | 2018E    | 2019E    |
|--------------|--------|--------|--------|--------|---------|----------|----------|
| 主营收入 (百万元)   | 1039.1 | 1208.9 | 1348.9 | 2339.7 | 5552.9  | 11295.3  | 12459.7  |
| 营业收入增速 (%)   | 71.4%  | 16.3%  | 11.6%  | 73.4%  | 137.3%  | 103.4%   | 10.3%    |
| 毛利率 (%)      | 15.4%  | 21.2%  | 27.0%  | 26.5%  | 21.1%   | 23.5%    | 23.7%    |
| <b>锂离子电池</b> |        |        |        |        |         |          |          |
| 营收 (百万元)     | 502.52 | 229.69 | 289.78 | 830.41 | 4615.38 | 10170.94 | 11111.11 |
| 增速 (%)       | 531.9% | -54.3% | 26.2%  | 186.6% | 455.8%  | 120.4%   | 9.2%     |
| 毛利率 (%)      | 24.1%  | 15.7%  | 13.1%  | 22.9%  | 18.0%   | 22.0%    | 22.0%    |
| <b>锂原电池</b>  |        |        |        |        |         |          |          |
| 营收 (百万元)     | 509.40 | 579.04 | 694.34 | 776.05 | 931.26  | 1117.51  | 1341.01  |
| 增速 (%)       | 13.9%  | 13.7%  | 19.9%  | 11.8%  | 20.0%   | 20.0%    | 20.0%    |
| 毛利率 (%)      | 34.2%  | 34.2%  | 36.1%  | 36.2%  | 36.7%   | 37.2%    | 37.7%    |
| <b>电子烟</b>   |        |        |        |        |         |          |          |
| 营收 (百万元)     | -      | 167.26 | 296.03 | 727.59 | 0.00    | 0.00     | 0.00     |
| 增速 (%)       | -      | -      | 77.0%  | 145.8% | -100.0% | -        | -        |
| 毛利率 (%)      | -      | 13.8%  | 21.9%  | 31.1%  | -       | -        | -        |

资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司锂原电池继续保持稳定发展，动力锂电今明两年持续释放产能，凭借公司技术能力及产品质量，能够顺利拓展下游客户，锂电池业务营收增长迅速。我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 3.64/7.27/9.60 亿元，对应 EPS 为 0.85/1.70/2.24 元，三年净利润复合增速 56.1%，首次覆盖，给予“增持”评级，目标价 41 元，对应 2017-2019 年 PE 为 48/24/18 倍。

## 6、股价催化剂

- 1、公司动力锂电产能按计划投放；
- 2、与下游客户签署新的供货意向协议。

## 7、风险提示

- 1、锂电池出货量不及预期；
- 2、市场竞争激烈，动力锂电池价格下降幅度超出预期。