亿纬锂能（300014）点评

获宝马定点，国际大客户再下一城

买入（维持）

2020 年 07 月 21 日

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6412	10175	14851	18989
同比（%）	47%	59%	46%	28%
归母净利润（百万元）	1522	1996	2634	3275
同比（%）	167%	31%	32%	24%
每股收益（元/股）	0.83	1.08	1.43	1.78
P/E（倍）	64.60	49.27	37.33	30.02

投资要点

- **公司获宝马定点，自主研发的三元方形获大客户认可。**公司公告已经获得华晨宝马定点。此前宝马确定供应商包括宁德时代、三星、Northvolt，分别获得 73 亿、29 亿、20 亿欧元订单。我们预计国内宝马以宁德时代主供，亿伟锂能定位二供；欧洲宝马预计以宁德为主供，三星为二供，Northvolt 从 24 年开始供货定位三供，亿纬锂能后续有望逐步突破宝马海外市场的供应体系。

- **公司动力电池多技术路线均获国际大客户认可，空间广阔。**亿纬具备深厚电化学领域基础，且极其重视研发投入。此次配套宝马的产品，为公司自主研发的产线，采用国内前沿的方形叠片技术，目前产能 2gwh，拟再扩建 5gwh。此外，公司三元软包动力电池与 SK 合作，此前已成功进入戴姆勒供应链签订十年合同，19 年 Q4 开始出货量；同时软包已进入现代起亚供应链，预计 6 年订单 13.48gwh。至此三元软包、三元方形、铁锂方形均获国内外主流车企的高度认可，目前均有初步产能布局，后续产能扩张开始推进，将进入收获期。同时更多优质客户有望落地，多技术并行将打开更广阔空间。

- **宝马规划 23 年之前推出 25 款新能源车，25 年电动车渗透率 25%以上，动力电池需求量大。**宝马计划在 2023 年前推出 25 款新能源车型，其中超过 50%为纯电动车，较原计划提前 2 年。并计划在 2 年内将纯电动量车型数量提升到 5 款，涵盖了 SUV 和轿车。预计宝马集团 20/21/25 年电动车销量分别 16/28/73 万辆，对应电池需求 11/15/38gwh。其中宝马中国市场 20/21/25 年电动车销量预计 5/10/26 万辆，对应电池需求分别 1/4/14gwh。

- **亿纬 TWS 电池订单 6 月恢复，电子烟赛道持续超预期。**1）TWS 业务，4-5 月主要客户订单受疫情影响大幅缩减，6 月开始恢复，Q3 预计超过 Q1 水平。同时公司积极接洽国内客户，海外客户有望下半年继续推进审核进度。目前已有产能约 5000 万颗，预计 20 年底接近年产 2 亿颗产能，增量明显。2）电子烟，Q2 思摩尔电子烟业务大幅好转，20H1 预告大超预期，下半年冲量恢复，预计亿伟全年投资收益 9-10 亿。3）动力业务，三元软包目前满产满销，预计全年出货量 2.5gwh，贡献 25 亿收入。今年产能将扩至 9gwh，后续将启动 20gwh+以上产能建设，21 年现代起亚订单也将释放，公司软包电池将持续高增长。方形铁锂 20H1 装机 0.25gwh，同比降 55%，另出货储能、电动船等领域，预计全年铁锂出货 3gwh 以上，合计动力及储能锂电池收入有望达到 50 亿。此外，公司锂原电池、18650 圆柱电池，客户优质，份额稳定，将持续稳定增长。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 19.96/26.34/32.75 亿，同比增长 31%/32%/24%，对应 PE 为 49x/37x/30x，给予 2021 年 45 倍 PE，目标价 65 元，维持“买入”评级

- **风险提示：**销量不及预期，政策不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	53.42
一年最低/最高价	14.72/60.00
市净率(倍)	12.60
流通 A 股市值(百万元)	94918.01

基础数据

每股净资产(元)	4.24
资产负债率(%)	51.48
总股本(百万股)	1840.43
流通 A 股(百万股)	1776.83

相关研究

1、《亿纬锂能（300014）点评：思摩尔 20H1 扣非利润超预期，看好电子烟长期增长》2020-07-21

2、《亿纬锂能（300014）一季报点评：金豆+软包贡献增长，有效平滑疫情影响》2020-04-27

3、《亿纬锂能（300014）年报点评：业绩符合预期，20 年动力及 TWS 电池增长潜力大》2020-04-20

请务必阅读正文之后的免责声明部分

公司获宝马定点，自主研发的三元方形获大客户认可。公司公告已经获得华晨宝马定点。此前宝马确定供应商包括宁德时代、三星、Northvolt，分别获得 73 亿、29 亿、20 亿欧元订单。我们预计国内宝马以宁德时代主供，亿伟锂能定位二供；欧洲宝马预计以宁德为主供，三星为二供，Northvolt 从 24 年开始供货定位三供，亿纬锂能后续有望逐步突破宝马海外市场的供应体系。

图表 1：宝马近 2 轮电池招标供应情况（亿欧元）

地区	CATL	亿纬锂能	三星	Northvolt	订单合计
国内	28	已获定点			28+
海外	45		29	20	94
合计	**73**		**29**	**20**	**122+**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司动力电池多技术路线均获国际大客户认可，空间广阔。亿纬具备深厚电化学领域基础，且极其重视研发投入。此次配套宝马的产品，为公司自主研发的产线，采用国内前沿的方形叠片技术，目前产能 2gwh，拟再扩建 5gwh。此外，公司三元软包动力电池与 SK 合作，此前已成功进入戴姆勒供应链签订十年合同，19 年 Q4 开始出货量；同时软包已进入现代起亚供应链，预计 6 年订单 13.48gwh。至此三元软包、三元方形、铁锂方形均获国内外主流车企的高度认可，目前均有初步产能布局，后续产能扩张开始推进，将进入收获期。同时更多优质客户有望落地，多技术并行将打开更广阔空间。

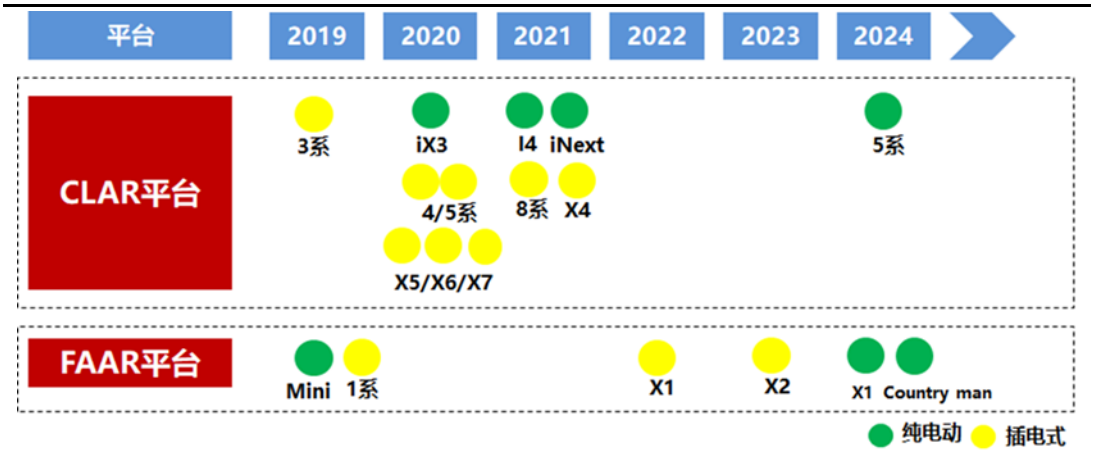
图表 2：亿纬锂能产能及规划

电池类型	产能	备注
三元软包	3gwh	SK合资线，目前出货戴姆勒和小鹏
	6gwh	预计20Q4开始出货
	20-25gwh	SK合资项目，在谈
三元方形	2gwh	旧产线在湖北荆门，试验线为主
	5gwh	20年3月开始建，2年建成
铁锂方形	6gwh	
	6gwh	20年3月开始建，预计1.5年建成

数据来源：公司公告，GGII，东吴证券研究所

宝马规划 23 年之前推出 25 款新能源车，25 年电动车渗透率 25%以上，动力电池需求量大。宝马计划在 2023 年前推出 25 款新能源车型，其中超过 50%为纯电动车，较原计划提前 2 年。并计划在 2 年内将纯电动量车型数量提升到 5 款，涵盖了 SUV 和轿车。预计宝马集团 20/21/25 年电动车销量分别 16/28/73 万辆，对应电池需求 11/15/38gwh。其中宝马中国市场 20/21/25 年电动车销量预计 5/10/26 万辆，对应电池需求分别 1/4/14gwh。

图 3：2020-2023 年电动新车型规划



数据来源：GGII，东吴证券研究所

图表 4：宝马销量及动力电池需求测算

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
总销量（万辆）	**16.3**	**28.0**	**38.5**	**46.5**	**58.0**	**73.0**
-同比		72%	38%	21%	25%	26%
中国销量（万辆）	**5.0**	**10.5**	**16.0**	**18.5**	**21.5**	**26.0**
-中国EV	1.0	5.0	9.0	10.5	13.0	17.0
-中国PHEV	4.0	5.5	7.0	8.0	8.5	9.0
海外销量（万辆）	**11.3**	**17.5**	**22.5**	**28.0**	**36.5**	**47.0**
-海外EV	5.5	9.5	11.5	15.5	21.0	31.0
-海外PHEV	5.8	8.0	11.0	12.5	15.5	16.0
EV单车带电量（kwh）	55.0	60.0	63.0	66.2	69.5	72.0
PHEV单车带电量（kwh）	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
动力电池总需求（gwh）	**4.9**	**10.6**	**15.4**	**20.1**	**27.0**	**38.1**
-同比		1.1	0.5	0.3	0.3	0.4
国内电池需求	1.1	3.8	6.7	8.1	10.2	13.5
海外电池需求	3.8	6.8	8.8	12.0	16.8	24.6

数据来源：Marklines，东吴证券研究所

亿纬 TWS 电池订单 6 月恢复，电子烟赛道持续超预期。1）TWS 业务，4-5 月主要客户订单受疫情影响大幅缩减，6 月开始恢复，Q3 预计超过 Q1 水平。同时公司积极接洽国内客户，海外客户有望下半年继续推进审核进度。目前已有产能约 5000 万颗，预计

20 年底接近年产 2 亿颗产能，增量明显。2）电子烟，Q2 思摩尔电子烟业务大幅好转，20H1 预告大超预期，下半年冲量恢复，预计亿伟全年投资收益 9-10 亿。3）动力业务，三元软包目前满产满销，预计全年出货量 2.5gwh，贡献 25 亿收入。今年产能将扩至 9gwh，后续将启动 20gwh+以上产能建设，21 年现代起亚订单也将释放，公司软包电池将持续高增长。方形铁锂 20H1 装机 0.25gwh，同比降 55%，另出货储能、电动船等领域，预计全年铁锂出货 3gwh 以上，合计动力及储能锂电池收入有望达到 50 亿。此外，公司锂原电池、18650 圆柱电池，客户优质，份额稳定，将持续稳定增长。

投资建议：我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 19.96/26.34/32.75 亿，同比增长 31%/32%/24%，对应 PE 为 49x/37x/30x，给予 2021 年 45 倍 PE，目标价 65 元，维持“买入”评级

风险提示：销量不及预期，政策不及预期

亿纬锂能三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	8,302	13,241	17,679	22,254
现金	2,097	2,035	2,970	3,798
应收账款	2,094	4,037	6,022	7,783
存货	1,130	2,680	3,962	5,094
其他流动资产	2,855	4,315	4,492	5,295
非流动资产	7,992	9,050	9,960	10,723
长期股权投资	728	728	728	728
固定资产	4,022	4,421	4,775	5,085
无形资产	425	389	450	407
其他非流动资产	2,817	3,512	4,007	4,503
资产总计	16,295	22,292	27,672	32,060
流动负债	6,032	10,540	13,938	16,855
短期借款	519	3,827	4,080	4,218
应付账款	2,379	3,882	5,714	7,332
其他流动负债	2,479	2,830	4,144	5,305
非流动负债	2,550	2,550	2,550	2,550
长期借款	134	134	134	134
其他非流动负债	2,416	2,416	2,416	2,416
负债合计	8,583	13,090	16,489	19,405
少数股东权益	159	191	227	272
归属母公司股东权益	7,553	9,011	10,956	13,383
负债和股东权益	16,295	22,292	27,672	32,060

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,139	-1,469	2,111	2,211
投资活动现金流	-2,928	-579	-510	-420
筹资活动现金流	2,718	1,986	-666	-963
现金净增加额	929	-62	935	828
折旧和摊销	323	342	389	437
资本开支	2,614	1,400	1,300	1,200
营运资本变动	-169	-3,242	-432	-1,031

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,412	10,175	14,851	18,989
减：营业成本	4,506	7,352	10,822	13,886
营业税金及附加	47	74	108	138
营业费用	175	275	371	456
管理费用	647	895	1,114	1,329
财务费用	95	128	199	204
资产减值损失	174	95	75	63
加：投资净收益	840	821	790	780
其他收益	0	0	0	0
营业利润	1,634	2,237	2,992	3,723
加：营业外净收支	-8	4	9	9
利润总额	1,626	2,241	3,001	3,732
减：所得税费用	77	213	332	413
少数股东损益	27	32	36	45
归属母公司净利润	1,522	1,996	2,634	3,275
EBITDA	2,051	2,707	3,581	4,364

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益（元）	0.83	1.08	1.43	1.78
每股净资产（元）	4.10	4.90	5.94	7.24
发行在外股份（百万股）	969	1,840	1,840	1,840
ROIC（%）	25.6%	17.8%	20.0%	20.8%
ROE（%）	20.1%	22.1%	24.1%	24.6%
毛利率（%）	29.7%	27.7%	27.1%	26.9%
销售净利率（%）	24.2%	19.9%	18.0%	17.5%
资产负债率（%）	52.7%	58.7%	59.6%	58.7%
收入增长率（%）	47.4%	58.7%	45.9%	27.9%
净利润增长率（%）	166.7%	31.2%	33.5%	24.7%
P/E	64.60	49.27	37.33	30.02
P/B	13.02	10.91	8.99	7.38
EV/EBITDA	49	37	28	23

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

