

电池产能扩张提速,加码锂+负极一体化布局

买入(维持)

2022年09月28日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	16,900	36,834	63,957	90,662
同比	107%	118%	74%	42%
归属母公司净利润(百万元)	2,906	3,229	6,091	9,124
同比	76%	11%	89%	50%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	1.53	1.70	3.21	4.81
P/E(现价&最新股本摊薄)	58.83	52.93	28.07	18.74

投资要点

- 事件:** 1) 公司拟与沈阳市政府等签订投资协议, 总投资 100 亿元规划建设 40GWh 动储电池, 其中一二期分别建设 20GWh; 2) 拟以自有资金受让骏华新能源持有的瑞福锂业 20% 股权, 已有 2.5 万吨碳酸锂和 1 万吨氢氧化锂股权, 3 万吨碳酸锂产能在建; 3) 拟向贝特瑞(四川)新材料增资 8.84 亿元, 持有其 40% 的股权, 规划 24 年年中形成年产 10 万吨锂电负极材料一体化产能。
- 加码 40GWh 产能, 远期产能规划 350gwh+, 支撑后续高成长。**公司沈阳储能与动力电池项目规划产能 40GWh, 预计总投资 100 亿元, 分两期建设, 一期投资 50 亿元建设 20GWh 储能与动力电池智能制造工厂, 单 GWh 投资 2.5 亿元(固定资产投资 2 亿元)。公司合计产能规划超 350GWh, 我们预计 22 年底产能可超 120GWh, 23 年底有望超 230GWh。
- 加码锂+负极一体化布局, 22H2-23 年成本优势将进一步体现。**上游方面, 公司收购瑞福锂业 20% 股权, 标的公司目前具备锂盐产能 3.5 万吨, 3 万吨产能在建, 我们预计 23 年公司碳酸锂出货有望达 1 万吨+, 远期总权益产能超 7 万吨; 中游方面, 此次拟向四川贝特瑞增资持有其 40% 的股权, 目标在 24 年年中形成年产 10 万吨负极一体化产能, 产能优先供给亿纬锂能, 我们预计 23 年铁锂、负极、隔膜、电解液产能逐渐开始贡献盈利, 随着新增产能投产, 公司成本优势将进一步体现, 利润增量可观。
- 乘用车客户连续突破, 进入订单+客户释放期, 出货预计连续翻番增长, 量利双升。**目前亿纬国内乘用车客户以小鹏为主, 并进入江淮、零跑供应链, 此前顺利进入广汽埃安供应链, 打破埃安 S 铁锂版中航独供格局, 我们预计未来或进一步供应埃安三元车型, 推动市占率进一步提升。大圆柱方面, 公司一期 7GWh 预计 22 年年底投产, 二期三期预计 23H1 投产, 23 年开始贡献增量, 此前获成都大运定点, 并已拿到德国宝马 Neue Klasse 系列车型订单。我们预计公司 22 年出货有望达到 27-28gwh(三元 8-9gwh, 铁锂 18-20gwh, 其中储能 8-9gwh), 23 年公司三元方形、大圆柱等新产品上量, 我们预计出货有望达 60gwh+(三元软包 10gwh, 铁锂 40gwh, 三元方形、大圆柱各 5gwh+), 连续两年翻番以上增长。
- 盈利预测与投资评级:** 我们维持对公司 2022-2024 年归母净利润 32.3/60.9/91.2 亿元的预测, 同比增长 11%/89%/50%, 对应 PE 为 53x/28x/19x。考虑公司 23 年盈利明显改善, 我们给予一定估值溢价, 给予 23 年 45 倍 PE, 对应目标价 144 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 扩产速度不及预期, 电动车销量不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	90.03
一年最低/最高价	52.45/152.90
市净率(倍)	9.09
流通 A 股市值(百万元)	165,631.95
总市值(百万元)	170,947.94

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.91
资产负债率(% ,LF)	65.47
总股本(百万股)	1,898.79
流通 A 股(百万股)	1,839.74

相关研究

《亿纬锂能(300014): 盈利拐点明确, 全年出货预计翻番增长》

2022-08-26

《亿纬锂能(300014): 大股东 90 亿全额认购定增, 产能扩张加速迎接需求爆发》

2022-06-08

事件: 1) 公司拟与沈阳市政府等签订投资协议, 总投资 100 亿元规划建设 40GWh 动储电池, 其中一二期分别建设 20GWh; 2) 拟以自有资金受让骏华新能源持有的瑞福锂业 20% 股权, 已有 2.5 万吨碳酸锂和 1 万吨氢氧化锂股权, 3 万吨碳酸锂产能在建; 3) 拟向贝特瑞(四川)新材料增资 8.84 亿元, 持有其 40% 的股权, 规划 24 年年中形成年产 10 万吨锂电负极材料一体化产能。

加码 40GWh 产能, 远期产能规划 350gwh+, 支撑后续高成长。公司拟与沈阳市政府、沈阳经开区管委会签订《亿纬锂能储能与动力电池项目投资协议》, 主要产品为储能与动力电池, 项目主体公司注册资本为 1 亿元, 项目规划产能 40GWh, 预计总投资 100 亿元, 分两期建设: 其中, 一期项目投资 50 亿元建设 20GWh 储能与动力电池智能制造工厂, 单 GWh 投资 2.5 亿元 (固定资产投资 2 亿元)。叠加此前已公告荆门 174GWh、云南玉溪 10GWh、云南曲靖 10GWh、成都 50GWh、惠州 30GWh、武汉 10GWh 独资产能, 以及与 SK 合资 27GWh、与林洋合资 10GWh, 合计产能规划超 350GWh。我们预计公司产能 22 年底可超 120GWh, 23 年底有望超 230GWh, 且产能均匹配需求扩产, 有客户意向订单锁定, 我们预计公司 22 年出货量近 30GWh, 23 年翻番至 60GWh+, 未来连续几年维持翻番高增长。

图1: 亿纬锂能产能规划 (GWh)

持股	基地	类型	应用	规划产能	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
独资	荆门	方形铁锂	动力/储能	104	2.5	2.5	6	37	47	95	103	103
	惠州	方形铁锂	动力	20				4	20	20	20	20
	成都	方形铁锂	动力/储能	50						10	20	30
	玉溪	方形铁锂	动力/储能	10							10	10
	曲靖	方形铁锂	动力/储能	10							10	10
	武汉	方形铁锂	储能	10							10	10
	沈阳	方形铁锂	动力/储能	40							20	40
	荆门	大圆柱	动力	20					7	20	20	20
	匈牙利	大圆柱	动力	10+								10
	荆门	方形三元	动力	37		2.5	2.5	2.5	12.5	37	37	37
	惠州	软包三元	动力	10	1.5	3	9	10	10	10	10	10
	荆门	圆柱三元	储能	10						10	10	10
	荆门	圆柱铁锂	储能/两轮车	3					3	3	3	3
	合计	铁锂	动力/储能	247	2.5	2.5	6	41	70	128	196	226
	三元		动力	77	1.5	5.5	11.5	12.5	29.5	77	77	87
	合计		动力/储能	324	4	8	17.5	53.5	99.5	205	273	313
合资	SK	软包三元	动力	27				10	27	27	27	27
	林洋	方形铁锂	储能	10							10	10
	总计		动力/储能	361	4	8	17.5	63.5	126.5	232	310	350

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

加码锂+负极一体化布局, 22H2-23 年成本优势将进一步体现。上游方面, 此次公司拟以自有资金受让骏华新能源持有的瑞福锂业 20% 股权, 标的公司目前具备锂盐产能 3.5 万吨, 3 万吨产能在建, 充分保障公司碳酸锂产能供应; 公司参股的兴华锂业规划产能 0.5 万吨碳酸锂, 控股子公司金海锂业一期 1 万吨 22 年 Q3 末投产, Q4 开始贡献增量, 二期 2 万吨于 23 年陆续建成, 我们预计 23 年公司碳酸锂出货有望达 1 万吨+; 此外公司与川能动力、蜂巢能源成立合资公司, 与紫金锂业合作, 远期总权益产能规划超

7 万吨；中游方面，此次拟向贝特瑞(四川)新材料增资 8.84 亿元，持有其 40% 的股权，其中贝特瑞持有其 60% 的股权，目标在 24 年 6 月 30 日前在宜宾市宋家坝产业园区形成年产 10 万吨锂电负极材料一体化产能，产能优先供给亿纬锂能，后续根据市场情况确定是否继续增加产能，我们预计 23 年铁锂、负极、隔膜、电解液产能逐渐开始贡献盈利，随着新增产能投产，公司成本优势将进一步体现，利润增量可观。

图2：亿纬锂能锂资源布局

合作领域	合作公司	持股比例	产能规划 (万吨)	权益产能 (万吨)	合作内容
锂资源	兴华锂盐	49.0%	0.5	0.2	交易完成后公司将直接持有兴华锂盐 49% 的股权，有利于公司进一步聚焦锂电池主业
	金海锂业	80%	3	2.4	与金昆仑锂业合资设立，持股 80%，一期将建设其年产 1 万吨碳酸锂和氢氧化锂项目
	川能动力	24.5%	3	0.7	出资 1.8 亿元，建设 1.5 万吨碳酸锂 +1.5 万吨氢氧化锂生产线
	紫金锂业、瑞福锂业	26%	9	2.3	分期投资建设年产 9 万吨锂盐项目，项目总投资规模预计 30 亿元；其中第一期建设年产 3 万吨碳酸锂锂盐项目
	瑞福锂业	20%	7.5	1.5	拟以自有资金受让骏华新能源持有的瑞福锂业 20% 股权，标的股权转让价款为 8 亿元
合计		23.0	7.2		-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：亿纬锂能其他材料端布局

合作领域	合作公司	布局形式	合作内容
镍资源	华友钴业	合资公司，持股 17% + 参与定增	出资 170 万美元 (17%)，合资公司拟投 20.8 亿美元建设年产约 12 万吨镍和 1.5 万吨钴的红土镍矿湿法冶炼项目；此外投入 18 亿元参与华友定增
电解液	新宙邦	合资公司，持股 20%	出资 2000 万元，合资投建年产 2 万吨锂离子电池电解液及年产 5 万吨半导体化学品项目
磷酸铁锂正极	德方纳米	合资公司，持股 40%	出资 20 亿元，建设总产能 10 万吨磷酸铁锂正极材料
高镍三元正极	贝特瑞、SKI	合资公司，持股 24%	出资 4.7 亿元，公司设计建设高镍三元正极年产量最大为 5 万吨
隔膜	恩捷股份	合资公司，持股 45%	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
负极	中科电气	合资公司，持股 40%	项目计划投资总额为人民币 25 亿元，负极材料年产能 10 万吨，采用分期建设模式，一期和二期产能规模各为 5 万吨/年
	贝特瑞	增资四川贝特瑞，持股 40%	合资建设锂电池负极材料一体化基地，建设形成年产 10 万吨锂电池负极材料一体化产能

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

乘用车客户连续突破，进入订单+客户释放期，出货预计连续翻番增长，量利双升。

目前亿纬国内乘用车客户以小鹏为主，并进入江淮、零跑供应链，公司此前顺利进入广汽埃安供应链，为国内客户的重大突破，打破埃安 S 铁锂版中航独供格局，我们预计未来或进一步供应埃安三元车型，推动市占率进一步提升。大圆柱方面，公司一期 7GWh 预计 22 年年底投产，二期三期预计 23H1 投产，23 年开始贡献增量，此前获成都大运定点，并已拿到德国宝马 Neue Klasse 系列车型大圆柱电池订单，获得海外大客户认可，体现公司在大圆柱领域的核心竞争力。随着新增产能释放，我们预计公司 22 年出货有望达到 27-28gwh (三元 8-9gwh, 铁锂 18-20gwh, 其中储能预计 8-9gwh)，23 年公司三元方形、大圆柱等新产品上量，我们预计出货有望达 60gwh+ (三元软包 10gwh, 铁锂 40gwh, 三元方形、大圆柱预计各 5gwh+)，连续两年翻番以上增长。

投资建议：我们维持对公司 2022-2024 年归母净利润 32.3/60.9/91.2 亿元的预测，同比增长 11%/89%/50%，对应 PE 为 53x/28x/19x。考虑公司 23 年盈利明显改善，我们给予一定估值溢价，给予 23 年 45 倍 PE，对应目标价 144 元，维持“买入”评级。

风险提示：扩产速度不及预期，电动车销量不及预期。

亿纬锂能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	18,221	28,397	46,465	65,578	营业收入	16,900	36,834	63,957	90,662
货币资金及交易性金融资产	6,822	3,697	6,419	9,103	营业成本(含金融类)	13,254	30,072	51,756	73,165
经营性应收款项	6,784	15,235	24,140	34,211	税金及附加	59	129	224	317
存货	3,712	8,239	14,180	20,045	销售费用	389	810	1,343	1,723
合同资产	57	74	128	181	管理费用	572	1,142	1,855	2,357
其他流动资产	846	1,152	1,598	2,037	研发费用	1,310	2,578	4,029	5,258
非流动资产	26,312	34,458	42,722	48,408	财务费用	132	465	506	446
长期股权投资	8,142	8,142	8,152	8,162	加:其他收益	378	442	384	453
固定资产及使用权资产	8,374	15,020	21,574	25,790	投资净收益	1,758	1,550	1,974	2,325
在建工程	3,362	4,362	5,562	6,522	公允价值变动	9	0	10	10
无形资产	858	1,358	1,858	2,358	减值损失	-229	-170	-179	-187
商誉	66	66	66	66	资产处置收益	-6	0	1	1
长期待摊费用	414	414	414	414	营业利润	3,091	3,461	6,434	9,997
其他非流动资产	5,097	5,097	5,097	5,097	营业外净收支	-50	-10	-10	-10
资产总计	44,534	62,855	89,187	113,986	利润总额	3,041	3,451	6,424	9,987
流动负债	14,906	29,992	50,482	66,718	减:所得税	-108	19	45	613
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,912	1,730	3,250	100	净利润	3,149	3,432	6,380	9,374
经营性应付款项	11,571	26,253	45,183	63,873	减:少数股东损益	244	202	289	250
合同负债	294	666	0	0	归属母公司净利润	2,906	3,229	6,091	9,124
其他流动负债	1,129	1,344	2,049	2,744	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.53	1.70	3.21	4.81
非流动负债	9,241	9,241	9,241	9,241	EBIT	1,463	2,103	4,750	7,842
长期借款	5,481	5,481	5,481	5,481	EBITDA	2,354	3,468	7,406	11,396
应付债券	2,197	2,197	2,197	2,197	毛利率(%)	21.57	18.36	19.08	19.30
租赁负债	33	33	33	33	归母净利率(%)	17.19	8.77	9.52	10.06
其他非流动负债	1,529	1,529	1,529	1,529	收入增长率(%)	107.06	117.96	73.63	41.75
负债合计	24,146	39,233	59,722	75,958	归母净利润增长率(%)	75.89	11.14	88.61	49.79
归属母公司股东权益	17,934	20,967	26,520	34,834					
少数股东权益	2,454	2,656	2,944	3,194					
所有者权益合计	20,388	23,622	29,464	38,028					
负债和股东权益	44,534	62,855	89,187	113,986					

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,863	5,751	11,252	14,094	每股净资产(元)	9.45	11.04	13.97	18.35
投资活动现金流	-7,384	-7,970	-8,955	-6,925	最新发行在外股份 (百万股)	1,899	1,899	1,899	1,899
筹资活动现金流	8,216	-906	416	-4,495	ROIC(%)	6.30	6.63	12.84	17.06
现金净增加额	2,676	-3,125	2,712	2,674	ROE-摊薄(%)	16.20	15.40	22.97	26.19
折旧和摊销	891	1,364	2,656	3,554	资产负债率(%)	54.22	62.42	66.96	66.64
资本开支	-6,269	-9,520	-10,919	-9,239	P/E (现价&最新股本摊薄)	58.83	52.93	28.07	18.74
营运资本变动	-838	1,899	3,197	2,523	P/B (现价)	9.53	8.15	6.44	4.91

数据来源:Wind,东吴证券研究所, 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券研究所预测。

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>