

亿纬锂能(300014)

高能锂一次电池市场的国内领跑者

王稹 韩若冰
 021-38676720 021-38676045
 wangzhen@gtjas.com hanruobing@ghtas.com

本报告导读：
 ➢ 锂一次电池是公司的核心业务。
 ➢ 短期内国内智能表计市场为公司成长打开空间。
 ➢ 我们认为合理的询价区间为18.5-22.2元。

投资要点：

- 亿纬锂能的主营业务为锂亚电池、锂锰电池等高能锂一次电池产品，以及锂离子电池、镍氢组合电池等二次电池产品的研发、生产和销售。锂亚电池是目前商业化电池产品中比能量（单位体积储能）最高的品种。公司目前是国内第一、世界第五的锂亚电池供应商。
- 亿纬锂能的营业收入从 06 年的 1.4 亿增长到 08 年的 2.0 亿，年复合增长率为 20.2%。高能一次电池产品销售收入占比从 45.3%提升至 49.3%。综合毛利率也稳步提升，2009 年上半年公司毛利率达 30.7%。
- 从公司的产品结构来看，**锂一次电池是公司的核心业务，锂离子电池等二次电池业务盈利能力较差，为非核心业务。**从 2009 上半年数据来看，核心业务受应用领域扩大而快速增长，非核心业务下滑较大。
- 锂一次电池已经在各类电表、水表、气表等智能表计，在汽车胎压监测系统、厌恶报警器和射频识别、卫星定位装置（GPS）等领域得到较快的应用推广，08 年全球市场为 11 亿美元。高能的**锂亚电池目前已在汽车电子产品领域、智能化表计领域成为电源首选，市场空间巨大。**
- 2009 年上半年江苏林洋成为亿纬锂能的第一大客户，销售金额 1576 万，占比 16.74%。亿纬锂能的高能锂一次电池产品销售收入同比增长超过 60%。收入占比达到 70.54%。可见，**短期内国内智能表计市场已经为公司成长打开空间，未来成长性可期。**有预计未来三年对高能电池的需求量超过 1 亿只/年（包括出口）。
- 公司此次公开上市的募集资金项目投入计划为 2.06 亿元，主要用作绿色高性能锂亚电池及锂锰电池的自动化、规模化产能建设。将新增锂亚电池产能 1,800 万只，锂锰电池 2,200 万只，预计完全达产后公司收入将从目前的 2 亿左右提升至 5.6 亿。由于固定资产投入比重较高，建成之后，如若不能快速的释放产能，则会对盈利能力造成一定的负面影响。
- 我们预计公司 2009 年至 2011 年 EPS 分别为 0.48、0.56、0.74 元。基于公司的细分市场龙头地位，未来产能释放后仍可处于高速成长期，我们认为可以给予公司 2009 年 40 倍 PE，对应合理股价 22.4 元。根据创业板前十家的发行询价情况，我们认为合理的询价区间为 18.5-22.2 元。

财务摘要（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	168.31	202.45	238.89	293.83	411.36
(+/-)%	20.19%	20.28%	18.05%	23.02%	39.89%
经营利润（EBIT）	33.54	38.00	49.67	58.16	77.31
(+/-)%	56.58%	13.29%	30.72%	17.08%	32.93%
净利润	24.83	31.02	41.97	49.08	64.86
(+/-)%	66.89%	24.95%	35.28%	16.96%	32.15%
每股净收益（元）	0.28	0.35	0.48	0.56	0.74
每股股利（元）					

注：每股净收益按发行后的总股本计算

建议询价区间：

18.5-22.2 元

上市首日定价区间：

29.6-37.0 元

2009.09.28

发行上市资料

总股本（万股）	6600
发行量（万股）	2200
发行日期	2009.10.13
发行方式	网下询价 + 网上申购
保荐机构	红塔证券
预计上市日期	待定

发行前财务数据

每股净资产（元）	2.14
净资产收益率（%）	28.46%
资产负债率（%）	38.91%

主要股东和持股比例

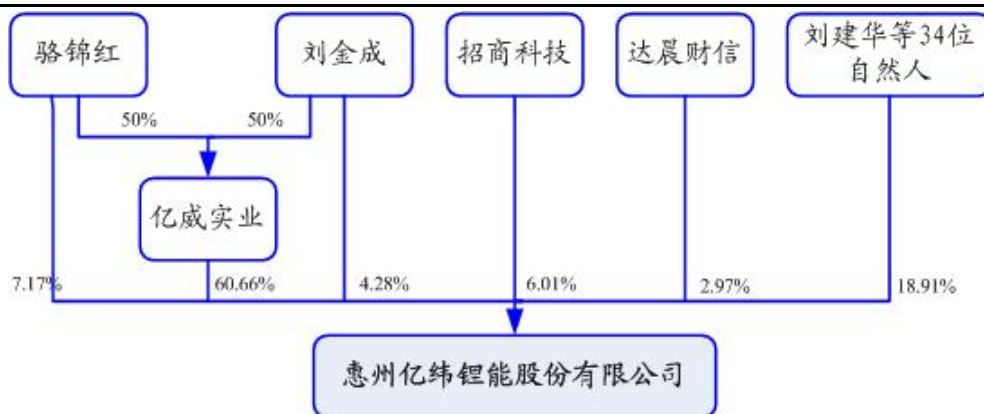
亿威实业	60.66%
骆锦红	7.17%
刘金成	4.28%
招商科技	6.01%
达晨财信	2.97%
刘建华等 34 位自然人	18.91%

1. 基本概况

公司前身为惠州晋达电子有限公司，公司成立于 2001 年 12 月，后更名为惠州亿纬电源科技有限公司，2007 年 10 月 30 日，亿纬电源整体变更为惠州亿纬锂能股份有限公司，在惠州市工商行政管理局注册，目前注册资金 6600 万。

公司的主营业务为锂亚电池、锂锰电池等高能锂一次电池产品，以及锂离子电池、镍氢组合电池等二次电池产品的研发、生产和销售。公司在锂一次电池业务领域具有较强优势，拥有自主知识产权和国际先进技术水平，目前是国内第一、世界第五的锂亚电池供应商。

图 1：公司上市发行前股权结构



数据来源：招股意向书

2. 成长中的锂一次电池制造商

公司营业收入从 2006 年的 1.40 亿增长到 2008 年的 2.02 亿元，年复合增长率达 20.24%。高能一次电池产品销售收入从 2006 年的 0.63 亿增长至 2008 年的 1.00 亿，收入占比也从 45.3% 提升至 49.34%。2009 年上半年，受内需智能表计市场带动，高能锂一次电池产品销售收入同比增长超过 60%。收入占比达到 70.54%。

图 2：2006-2009H1 营业收入及收入结构（万元）

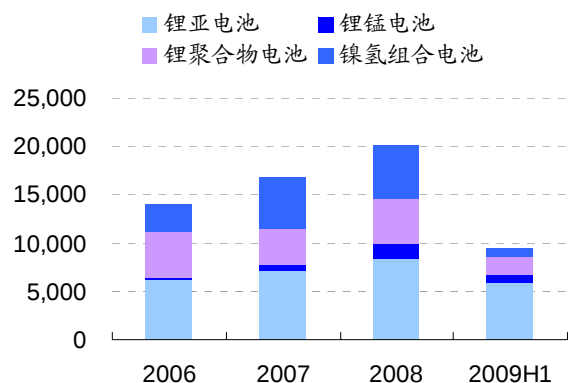
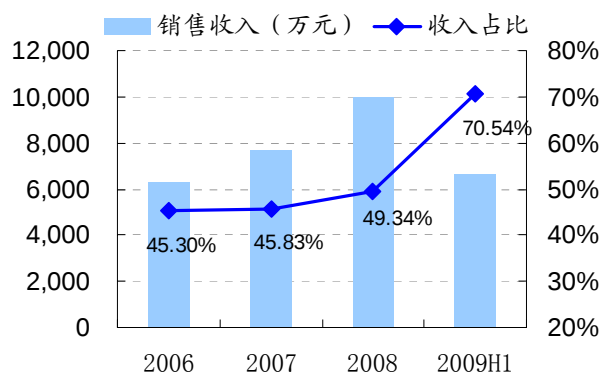


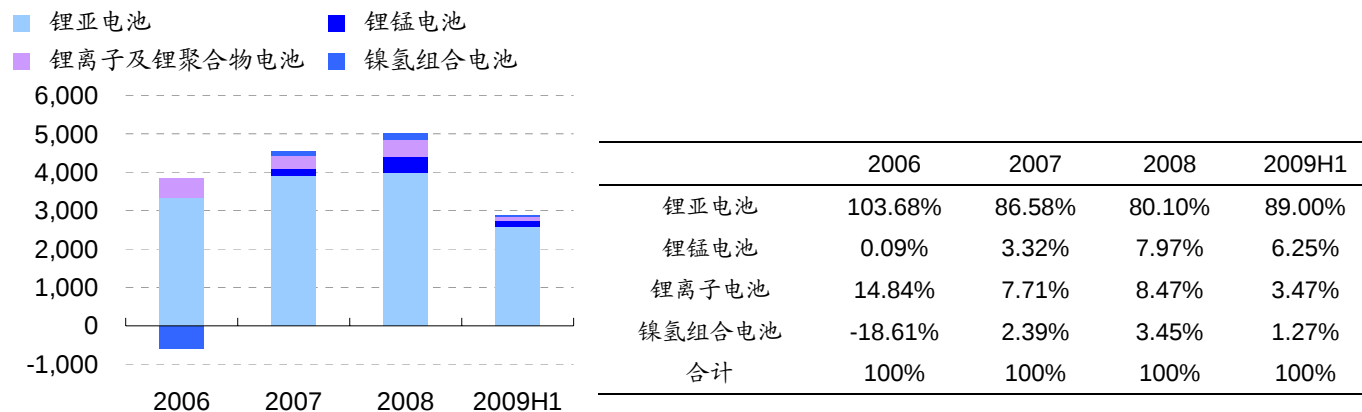
图 3：公司锂一次电池销售收入及占比



数据来源：公司招股书

由于各项产品趋于成熟，公司综合毛利率呈现稳步提升趋势，净利润也不断上升，2009 年 6 月末，公司毛利率达 30.69%，整体实现净利润同比增长超过 30%。

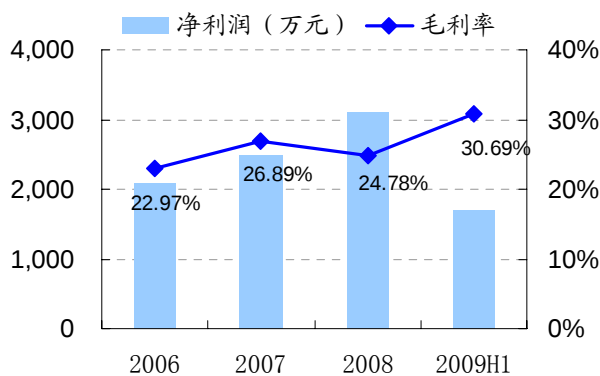
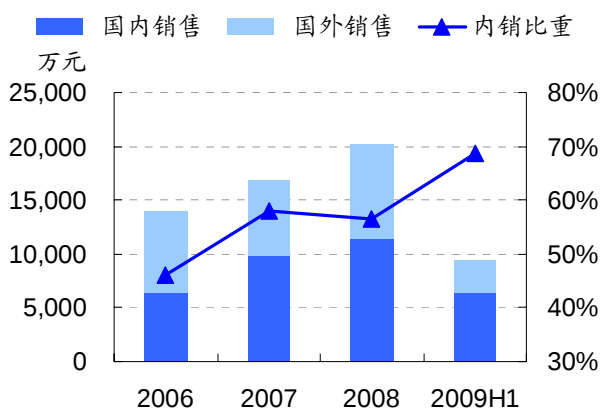
图 4: 2006-2009H1 毛利结构 (万元) 及毛利贡献占比



数据来源: 公司招股书

图 5: 2006-2009H1 销售区域及占比

图 6: 综合毛利率及净利润稳步上升



数据来源: 公司招股书

我们认为, 对于公司的产品结构和未来发展需要关注以下几个方面:

- **锂一次电池是公司的核心业务。**从公司历年毛利结构看, 锂一次电池的毛利贡献占 90% 以上。
- **锂离子电池等二次电池业务盈利能力较差, 为非核心业务。**这是因为公司的二次电池生产采用组装模式, 发展战略定位于拓展优质的战略性客户, 因而可以认为是贡献生产线结构与客户关系渠道。
- **业务发展趋势差异明显。**从 2009 上半年数据来看, 核心业务受应用领域扩大而快速增长, 非核心业务受经济危机影响, 下滑较大。

3. 信息化带动高能锂一次电池的市场发展

3.1. 高能锂一次电池

锂一次电池主要包括锂/亚硫酰氯电池 (锂亚)、锂/二氧化锰电池 (锂锰)、锂/二氧化硫电池等。高能锂一次电池具有能量高, 寿命长, 使用温度范围广的优点, 锂亚电池是目前商业化电池产品中比能量 (单位体积储能) 最高的品种, 其实际比能量为常见的锂离子二次电池的 3 倍左右。最初主要用于军事国防。

20 世纪 80 年代以来, 随着电池成本的降低, 安全性的提升, 以及节能降耗、安全环保理念的普及和信息化的不断发展, 锂一次电池已经广泛业内关于各类电表、水表、气表等智能表计, 在汽车胎压监测系统 (TPMS)、烟雾报警器和射频识别 (RFID)、卫星定位装置 (GPS) 等领域也得到较快的应用推广。

据不完全统计，2007 年全球电池市场总销售额接近 600 亿美元，锂一次电池市场约占总量的 2%，为 11 亿美元，其中锂亚电池 3.4 亿，占比 31.1%；锂锰电池 5.0 亿，占比 45.7%。据美国咨询公司 Frost&Sullivan 预计，未来锂一次电池市场将保持 7%左右的增速，2014 年市场总量将超过 17 亿美元。

表 1：常见电池分类及用途

电池大类	电池分类	主要用途
一次电池 (原电池)	锌碳电池、锌锰电池	家用电器、玩具等
	碱锰电池	家用电器、玩具等
	氧化银电池	手表、计算器等
	锂锰电池、锂亚电池	手表、相机、智能表计、TPMS、RFID、GPS 等
二次电池	铅酸蓄电池	汽车启动、动力牵引、UPS、工业储能等
	镍镉电池	玩具、电动工具、无绳电话等
	镍氢电池	玩具、电动工具、无绳电话、混合动力汽车等
	锂离子电池	手机、笔记本、便携数码产品等

数据来源：国泰君安证券

3.2. 信息化打开广阔应用空间

各种智能化电表、水表等电子式表计由于高精度、高可靠、寿命长和节能降耗的优点，已成为取代传统机械表计的发展趋势。为了满足智能化表计工作温度范围宽、高稳定性、长寿命的要求，高能锂亚电池成为上述表计产品的电源首选。世界各国在金融危机背景下纷纷出台投资计划，加快智能电网建设，智能电表市场空间巨大，作为配套电源的锂亚电池将迎来良好机遇。预计我国未来 3 年智能电表改造中对锂亚电池、锂锰电池年均需求约 5000 万只，考虑出口市场，智能电表领域年均电池需求超过 1 亿只。

锂亚电池目前已在 TPMS（汽车胎压监测系统）、汽车追踪防盗系统等汽车电子产品领域得到应用。在美国 TREAD 法案驱动下，预计到 2010 年全球 TPMS 系统将对应 1.32 亿只锂亚电池的需求。此外，随着 RFID（射频识别技术）在物流、制造业、零售业、汽车、航空、交通、军事等需要信息识别、监控、防伪等应用的众多领域应用的推广，预计全球 RFID 市场空间将从 2006 年的 27.1 亿美元，增长至 2020 年的 123 亿美元，作为 RFID 首选配套电源的高能锂一次电池被打开了更加广阔的想象空间。

我们认为最值得关注的是，2009 年上半年，江苏林洋成为公司第一大客户，销售金额 1576 万元，占比 16.74%，可见，**短期内智能表计市场已经成为公司主要业务方向，未来成长性可期。**

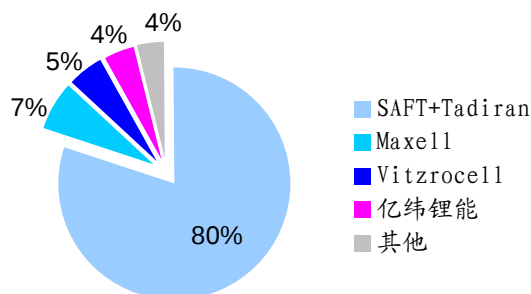
3.3. 寡头垄断下的市场格局

锂亚电池——由于技术水平较高，目前全球可以大规模生产锂亚电池的企业有法国的 SAFT、以色列的 Tadiran、日本的 Maxell、韩国 Vitzrocell 以及亿纬锂能五家。上述企业中尤以 SAFT 和 Tadiran 行业进入较早，技术先进，处于行业的绝对领先地位，两者合计共占有全球约 80%的市场份额。

锂锰电池——锂锰电池的主要生产厂家有日本三洋、松下、Maxell、索尼、德国 Varta 等，此外瑞士 Renata、美国 Ultralife、GP 和韩国 Vitzrocell 在一些专业领域

具有较强竞争力。相对国外厂商全自动化设备生产，国内锂锰电池厂商主要采用手工和机械化集合的方式生产，电池产品性能一致性仍有差距。

图 7：全球锂亚电池市场份额



数据来源：公司招股书

4. 竞争优势分析

4.1. 技术创新是领跑者的核心竞争力

公司目前是全国最大的锂一次电池生产商，2008 年锂亚电池占有国内 39% 的市场份额，同时作为首家进入高端锂锰电池市场的中国企业，公司成功开发高安全性、长寿命 9V 锂锰电池、软包装锂锰电池。

公司打破国外厂商的垄断，市场份额由无到有，而后成为国内细分市场的绝对龙头，其核心竞争力应是专业化业务定位和技术创新能力。公司已形成技术人才优势，博士专家团队领导产品研发制造，目前已形成了完整的自主知识产权体系，获得国家专利 9 项，并被认定为国家火炬计划重点高新技术企业。

表 2：公司已获授权的专利

序号	专利号	专利类型	专利名称	申请时间	授权时间
1	ZL 200410015041.4	发明专利	锂电池	04-1-8	06-3-15
2	ZL 200420014411.8	实用新型	锂电池	04-1-5	05-2-23
3	ZL 200420014530.3	实用新型	锂电池	04-1-8	06-2-22
4	ZL 200420014807.2	实用新型	柱式锂电池	04-1-15	05-2-23
5	ZL 200420014808.7	实用新型	方形锂电池	04-1-15	05-2-23
6	ZL 200520053300.2	实用新型	一种安全的一次锂电池	05-1-10	06-7-19
7	ZL 200620159534.X	实用新型	方形锂/亚硫酸氯电池	06-11-16	07-11-14
8	ZL 200420014807.2	实用新型	柱式锂电池	04-1-15	05-2-23
9	ZL 200620159535.4	实用新型	一次锂电池	06-11-16	07-11-14
10	ZL 200720053294.X	实用新型	一种 9V 方形锂电池	07-6-22	08-03-19
11	ZL 200610146929.0	发明专利	一次锂电池	06-11-16	08-11-26
12	ZL 200510032624.2	发明专利	一种安全的一次锂电池	05-01-10	08-12-17
13	ZL 200720179199.4	实用新型	一种方形锂电池的结构	07-12-29	08-11-26

数据来源：公司招股书

4.2. 龙头地位确认规模成本与品牌认可优势

作为国内细分市场龙头企业，公司在生产规模与成本控制的优势也是国内竞争者难以比拟的，由于现有手工机械结合的制造方式以及人力成本优势，公司产品售价相对国外公司有 20~30 左右的优势，技术开发成本也低于国外竞争者。同时公司锂亚电池已占有国内市场份额的 39%，在国内外市场树立了良好的品牌信誉和认可度。

4.3. 国内外重点客户资源优势

目前公司是江苏林洋、湖南威胜、华立仪表等国内主要智能表计生产厂商认定的锂亚电池供应商，在海外市场，也获得了较好的品牌信誉和客户资源，全球前十位智能表计厂商中已有五家采购公司锂电池产品，这为公司未来加大新产品研发和市场推广打下良好基础。公司产品得到了世界知名表计厂商 ITRON、ACTARIS、LANDIS + GYR、SEVERNTRENT、AMPY、DATAMATIC 等的认可。

5. 简要财务分析

财务指标显示，公司流动比率和速动比率总体上呈先不断提高的趋势，公司资产负债率良好，并逐年下降，2009 年 6 月末资产负债率为 38.91%，利息保障倍数 22.00，偿债能力较强。

公司 2006 年以来电池内销比例不断升高，由于下游客户需要集中快速供货，同时电网行业特点导致回款周期较长，带来公司存货周转率低于行业可比公司，以及应收账款周转率的下降。截至 2009 年中期末公司 6 个月内的应收帐款占 96.49%，占比较高，有一定安全保障。公司出货情况具有季节性，四季度为产品销售旺季，预计 2009 年报中存货周转率也将有所改善。

公司净资产收益率虽显示出连年走低，但仍处在较高水平，对比国内电池制造企业，盈利能力具有突出优势，显示了公司的细分市场龙头地位，以及一次电池业务技术含量高、附加值高的特点。此外，公司现金流保持稳健。

表 3: 基本财务指标

	2009H1	2008	2007	2006
流动比率	1.80	1.69	1.71	1.25
速动比率	1.19	1.14	1.03	0.52
资产负债率（母公司）	38.91%	42.11%	43.91%	61.79%
应收账款周转率	1.67	3.68	4.33	7.85
存货周转率	1.24	3.03	2.60	3.86
息税折旧摊销前利润（万元）	2315.16	2128.79	3401.75	2245.27
利息保障倍数	22.00	9.06	28.56	207.28
每股经营活动的现金流量（元）	0.14	0.68	-0.30	0.91
每股净现金流量（元）	0.10	0.38	0.18	-0.06
每股净资产	2.14	1.89	1.70	3.13
净资产收益率	12.03%	24.91%	26.55%	39.74%

数据来源：公司招股书

6. 募投项目分析

公司此次公开上市的募集资金项目投入计划为 2.06 亿元，主要用作绿色高性能锂亚电池及锂锰电池的自动化、规模化产能建设，以及筹建一流的锂电池工程技术研发中心。根据招股说明书的测算，建设产能完全达产后，预计公司收入将从目前的 2 亿左右提升至 5.6 亿，净利润将升至 0.97 亿元。

锂亚、锂锰电池自动化、规模化产能建设——公司现有生产模式以手工机械相结合的方式，在产品一致性以及大规模扩大产能方面具有先天的不足。此次募集资金的主要投向为自动化、规模化的锂一次电池产能建设，通过先进可靠的规模化产能，可以改善电池产品一致性，从而从本质上提升产品品质；此外大

规模生产也可以满足大客户批量采购的需求，从而进入大客户的供应商名单。产能建设期为 1 年，一年后实现 50% 的计划产能，预计达产后将有效提升公司的综合竞争实力。

锂电池工程技术研发中心——公司计划建设一流的研发中心，投资金额 3850 万元。项目投资目的在于对绿色高性能锂电池的基础理论和关键技术问题、工艺机械化和自动化设备问题、关键材料和零配件制造技术问题等进行深入研究开发，发展新型技术储备，进一步扩大技术领先优势。

由于募集资金投入项目中固定资产投入比重较高，建成之后，如若不能快速的释放产能，则会对盈利能力造成一定的负面影响。

表 4: 募集资金投入项目概况

序号	项目名称	总投资	固定资产投资	建设期
1	绿色高性能锂/亚硫酸氯电池项目	11,820	9820	1 年
2	绿色高性能锂/二氧化锰电池项目	4,950	4110	1 年
3	锂电池工程技术研发中心	3,850	3750	1.5 年
	合计	20,620	17680	

数据来源：招股意向书

单位：万元

7. 盈利预测及定价

预测假设：我们预测 2009 年、2010 年营业收入保持约 20% 的平稳增长，锂亚电池毛利率进一步降低，2011 年募投项目全部达产，考虑智能电网对电表需求的提升，公司收入显著提升。

我们预计公司 2009 年至 2011 年 EPS 分别为 0.48、0.56、0.74 元。由于 A 股市场电池业务公司较少，且盈利能力一般，参考价值有限，基于公司的细分市场龙头地位，未来产能释放后仍可处于高速成长期，我们认为可以给予公司 2009 年 40 倍 PE，对应合理股价 22.4 元。根据创业板前十家的发行询价情况，发行价对应的 09-10 年市盈率平均为 37 倍和 28 倍，这样，我们认为合理的询价区间为 18.5-22.2 元。上市首日的股价区间：29.6-37.0 元。

表 5: 盈利预测

利润表	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	140.03	168.31	202.45	238.89	293.83	411.36
营业成本	107.87	123.06	152.28	169.61	211.56	300.30
营业税金及附加		0.36	0.25	0.88	1.08	1.51
销售费用	5.38	4.72	5.14	8.50	10.46	14.64
管理费用	3.59	4.99	6.77	10.23	12.58	17.61
财务费用	0.61	2.47	3.88	1.80	2.21	3.10
营业利润	20.81	31.06	34.12	47.87	55.95	74.21
利润总额	20.81	31.09	36.46	49.37	57.75	76.31
减：所得税	5.93	6.26	5.44	7.41	8.66	11.45
净利润	14.88	24.83	31.02	41.97	49.08	64.86
减：少数股东损益						
归属母公司所有者的净利润	14.88	24.83	31.02	41.97	49.08	64.86
股本（百万）	66	66	66	88	88	88
每股收益（元）	0.23	0.45	0.47	0.48	0.56	0.74

数据来源：wind，国泰君安证券

表 6: 公司估值水平对比

公司类型	证券代码	公司简称	08 年 PE	09 年 PE	10 年 PE
电池企业	600482.SH	风帆股份	-19.6	66.0	44.6
	000049.SZ	德赛电池	783.6		
	600478.SH	科力远	123.9	96.3	37.4
中小板企业		前 200 家平均	31.43	30.27	23.24
		后 100 家平均	36.21	33.83	25.29

数据来源: wind, 国泰君安证券

表 7: 近期创业板上市企业估值对比

证券代码	证券简称	首发价格 (元)	首发市盈率	09 年 PE	10 年 PE
300001.SZ	特锐德	23.8	52.8	34	24
300002.SZ	神州泰岳	58	68.8	30	22
300003.SZ	乐普医疗	29	59.6	42	31
300004.SZ	南风股份	22.89	46.2	47	29
300005.SZ	探路者	19.8	53.1	33	25
300006.SZ	莱美药业	16.5	47.8	36	28
300007.SZ	汉威电子	27	60.5	40	31
300008.SZ	上海佳豪	27.8	40.1	34	27
300009.SZ	安科生物	17	46.8	35	27
300010.SZ	立思辰	18	51.5	40	31
平均			52.7	37	28

数据来源: wind, 国泰君安证券

8. 风险提示

提醒投资者应注意的风险主要有:

- **募投项目风险。**本次募集资金投资项目达产后,公司将新增锂亚电池产能 1,800 万只,锂锰电池 2,200 万只。募投项目使得产能产值扩大超过一倍。短期内公司锂一次电池产品目前主要为智能表计等供货,若公司产品下游市场需求发生不利变动,或市场开拓措施没有得到较好的执行,公司可能面临新增产能消化、盈利能力降低而影响净利润的风险。
- **技术不能持续保持进步的风险。**前期依靠实现技术领先并达到国际先进水平,公司取得快速发展,并保持盈利连续性和稳定性的根本保证。如果公司最终不能实现持续技术进步,并保持国际先进水平,公司产品性能指标将会落后,成本优势将会丧失,高附加值品种推出将会滞后,公司的竞争力和盈利能力将会被削弱。
- **应收账款风险。**近三年来公司应收账款规模随着电池产销规模增长而快速扩大,由于客户规模和群体的增大,并且下游智能表计的对高能电池的需求不断增加,应收账款账期相应延长,导致应收账款净额明显增长。对应收账款规模随产销规模的增长而上升的现状,公司若不能较好的做好客户信用管理和应收账款管理,可能出现因应收账款出现坏账而给公司经营带来负面影响的风险。
- **存货风险。**近三年来存货规模从 2006 年末的 4,426.21 万元增长到 2008 年末的 5,007.78 万元,增长率为 13.14%。与主营收入相比,存货金额较多,也与公司销售的季节性有关。由于存货规模较大,若公司不能加强生产计划管理和合理库存管理,及时消化存货,可能产生存货跌价和存货滞压情况,从而给公司生产经营带来负面影响。

作者简介:

王稹: 男，清华大学电机系电力系统自动化专业，工学博士。2005 年进入国泰君安证券销售交易总部，从事电力设备、家用电器行业、替代能源策略的研究。

韩若冰: 男，清华大学材料科学与工程专业，工学博士。2008 年进入国泰君安证券，从事电力设备、新能源设备行业研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.com

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com