

汪刘胜
 0755-25310137
 wangls@cmschina.com.cn
 范玉琢
 0755-83734407
 fanyz@cmschina.com.cn

2009年9月30日

亿纬锂能 (300014)

锂电池行业龙头，建议积极参与

工业·汽车

询价区间: 16.1-18.4元

发行数据

发行前总股本(万)	6600
本次发行股数(万)	2200
发行后总股本(万)	8800

股东情况(发行前)

亿威实业	60.66%
宁智平	7.83%
骆锦红	7.17%
其他	24.34%

公司作为国内高能锂一次电池行业龙头公司，在技术含量高、产品附加值高的锂电池领域的竞争优势明显，我们认为随着募集资金项目的不断投产，公司核心竞争力将进一步增强。我们认为合理询价区间为 16.1-18.4 元，建议投资者积极参与。

- **高能锂一次电池是公司核心业务。**高能锂一次电池为公司核心业务，产品包括锂电池和锂锰电池，其广泛应用于智能表计、汽车胎压监测系统、烟雾报警器和射频识别等相关领域，未来发展空间巨大；其中公司锂电池销量位居世界第五位，国内第一位，2008 年国内市场占有率达到 39%。
- **公司锂电池业务盈利能力较强。**09 年上半年，锂电池业务占据公司主营业务收入 62% 和主营毛利的 89%，是公司主要利润来源；公司锂电池具有自主知识产权，产品性能指标均达到了国际一流产品水平，毛利率保持在 40% 以上。
- **募投项目将提高公司竞争力。**此次公司募投项目包括锂电池生产线扩建（新增产能 1800 万支）、锂锰电池生产线扩建（新增产能 2200 万支）和锂电池工程技术研发中心项目，募投项目预计将在 2011 年达产，届时公司在高能锂一次电池业务领域的市场份额和技术水平将得到提高。
- **未来公司盈利有望保持快速增长。**通过募投项目扩展，公司产能规模提高，收入增长趋势明显，同时相关业务毛利率仍能保持较高水平，预计 09 年和 10 年公司净利润分别为 0.4 亿元和 0.53 亿元，对应 EPS 为 0.46 元和 0.61 元。
- **建议积极参与。**我们认为高能锂一次电池行业未来需求空间巨大，公司作为国内高能锂一次电池龙头生产企业，规模和技术处于行业领先水平，且随着募集资金项目的投产，未来几年公司收入和盈利增长趋势良好。我们认为公司作为创业板上市公司，考虑到市场情绪，按 09 年全面摊薄 EPS0.46 元的 35-40 倍市盈率估值比较合理，合理询价区间为 16.1-18.4 元，建议投资者积极参与。

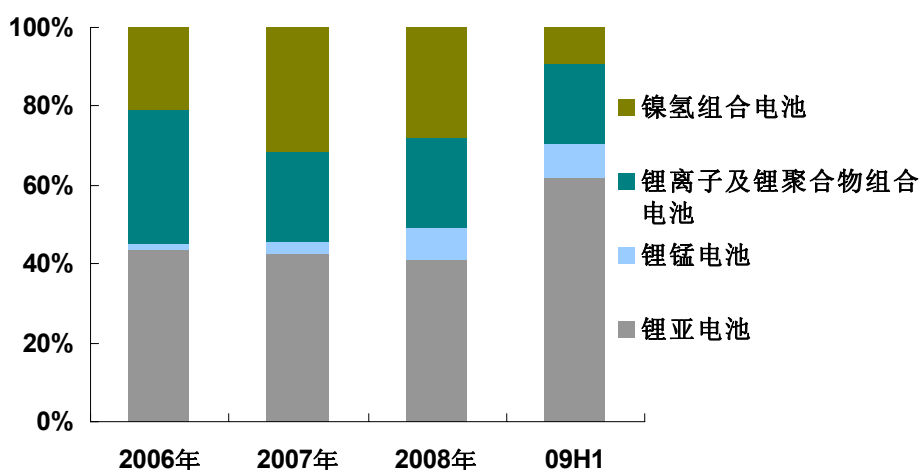
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	168	202	225	286	358
同比增长	20%	20%	11%	27%	25%
营业利润(百万元)	31	34	46	61	78
同比增长	49%	10%	33%	33%	28%
净利润(百万元)	25	31	40	53	68
同比增长	67%	25%	30%	32%	27%
每股收益(元)	0.50	0.56	0.46	0.61	0.77
ROE	27%	25%	8%	10%	11%

资料来源：招商证券

一、亿纬锂能——高能锂一次电池领域的国内龙头

公司现有业务以高能锂一次电池为主。公司主营业务是电池产品的生产和销售，主要产品包括高能锂一次电池和二次组合电池，其中高能锂一次电池包括锂亚电池和锂锰电池，二次组合电池包括锂离子电池、锂聚合物电池和镍氢电池；高能锂一次电池为公司核心业务，其广泛应用于智能表计、汽车胎压监测系统、烟雾报警器和射频识别等相关领域。

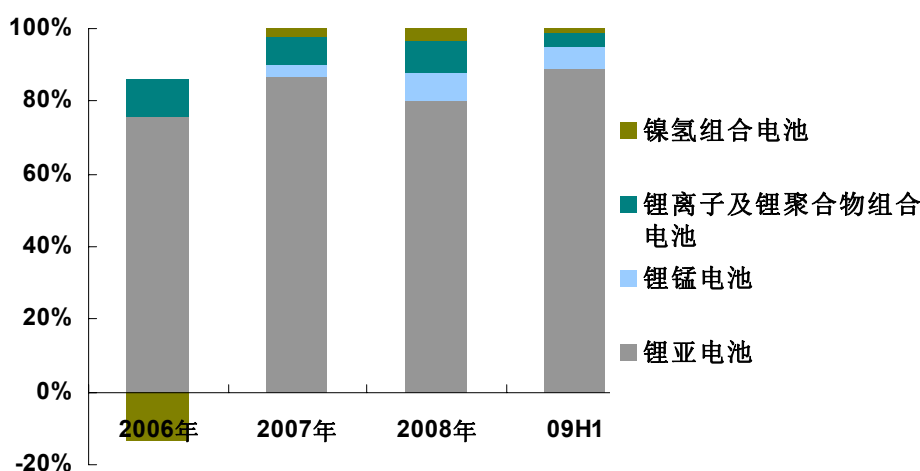
图1：分产品收入结构统计



资料来源：招股说明书，招商证券

高能锂一次电池业务的核心地位日渐突出。从09年上半年的毛利贡献结构来看，锂亚电池毛利贡献为89%，原因在于锂亚电池下游需求情况较好，同时产品毛利率较高，一直保持在44%以上；公司二次电池毛利贡献较小，原因在于公司二次电池的电芯外购，仅进行组装生产，技术含量较低，附加值较低。未来公司发展仍将集中于高能锂一次电池领域，通过扩大产能和技术开发不断增强核心竞争力。

图2：分产品毛利结构统计



资料来源：招股说明书，招商证券

锂亚电池的性能优势突出。相比于其他一次电池，锂亚电池具有较宽的使用温度范围、较高的比能力和较低的自放电率，在一些对一次电池性能要求较高的应用领域，如智能表计、汽车胎压监测系统、军事和通讯设备系统等，锂亚电池具有明显优势；2005 年以前全球仅有法国 SAFT、以色列 TADIRAN、日本 MAXELL 和韩国 VITZROCELL 能够实现锂亚电池的规模化生产，自 2005 年公司的锂亚电池产品开始在技术和市场上取得突破，目前公司锂亚电池销量位居世界第五位，国内第一位，2008 年国内市场占有率达到 39%。

锂锰电池应用范围较广。相比于锂亚电池，锂锰电池的性能略差，但由于价格优势明显，锂锰电池的应用范围较广，如烟雾报警器等安防产品（9V 锂锰电池）、不停车收费系统等 RFID 产品（软包装锂锰电池）、电脑主板、电子玩具、照相机、智能仪表等。

表 1：一次电池性能比较

	工作电压 (V)	工作温度 (°C)	比能量 (Wh/kg)	自放电率 (20°C)
锂亚电池	3.6	-55~85	420	<1%/年
锂/ 二氧化硫酸电池	3.1	-55~70	300	<2%/年
锂锰电池	3	-20~70	200	2%/年
碱性锌锰电池	1.5	-20~55	95	12~20%/年
锌锰干电池	1.5-1.75	-5~45	65	15%/年

资料来源：招股说明书

表 2：锂亚电池与锂锰电池性能比较

指标	锂亚电池	锂锰电池
电压	3.6V	3.0V
电压滞后现象	有	无
放电平台	平稳	比较平稳
比能量	最高，420Wh/kg 以上	高，200Wh/kg 以上
自放电率	小于 1%/年	小于 2%/年
保存时间	10 - 15 年	5 - 10 年
适用温度范围	-55°C ~ +85°C，最高可达 150°C	-20°C ~ +70°C
安全性	好	好
放电电流	较小	较大
脉冲放电能力	较弱	较强
价格	较高	适中
电池形状	柱式、币式、方形	可制成各种形状
主要应用领域	智能仪表、汽车 TPMS 系统等、远程监测系统电源、军事武器和通讯设备	烟雾报警器等安防产品（9V 锂锰电池）、不停车收费系统等 RFID 产品（软包装锂锰电池）、电脑主板、电子玩具、照相机、智能仪表等

资料来源：招股说明书

高能锂一次电池进入壁垒较高，主要包括：1) 技术壁垒较高，特别是锂亚电池，需要电化学、电子工程、结构工程等多个高技术学科的综合运用；2) 规模比例较高，目前高能锂一次电池生产基本被几家大厂垄断，如果生产规模较小，产品成本较高，则市场竞争力较弱，我们认为公司募投项目投产后，规模优势将更加突出 3) 市场准入、认证和品牌壁垒，当产品技术达到要求而且产品价格有竞争力时，市场准入、认证和品牌将决定产品销售情况。

二、盈利预测与询价建议

募投项目投产后产能得到提高。公司募投项目包括锂亚电池生产线扩建(新增产能 1800 万支)、锂锰电池生产线扩建(新增产能 2200 万支)和锂电池工程技术研发中心项目;项目将于 2011 年完全达产,届时锂亚电池和锂锰电池的产能分别为 3600 和 3800 万支。

表3: 公司未来产能扩张情况

	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
锂亚电池(万只)	350	800	1200	1800	2700	3600
锂锰电池(万只)	80	900	1600	1600	2700	3800
锂离子及锂聚合物组合电池(万套)	200	200	400	400	400	400
镍氢组合电池(万套)	250	400	450	450	450	450

资料来源: 招股说明书、招商证券

募投项目投产将打开公司业绩增长空间。募投项目投产后,公司的盈利能力将得到进一步加强,预计公司 2009 年和 2010 年的净利润分别为 0.4 亿元和 0.53 亿元,对应增发后股本的全面摊薄 EPS 分别为 0.46 元和 0.61 元。

表 4: 主营业务收入与毛利构成

收入(百万元)	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
锂亚电池	61.35	71.43	83.54	121.14	167.50	226.10
锂锰电池	2.09	5.71	16.34	16.64	28.75	39.60
锂离子及锂聚合物组合电池	47.78	38.37	46.25	61.74	63.00	64.00
镍氢组合电池	28.81	52.80	56.31	25.12	26.25	28.00
合计	140.03	168.31	202.45	224.64	285.50	357.70
毛利率						
锂亚电池	54.4%	54.9%	48.1%	42.0%	40.0%	38.0%
锂锰电池	1.3%	26.3%	24.5%	22.0%	21.0%	20.0%
锂离子及锂聚合物组合电池	10.0%	9.1%	9.2%	5.3%	5.0%	5.0%
镍氢组合电池	-20.8%	2.1%	3.1%	4.2%	4.0%	4.0%
合计	23.0%	26.9%	24.8%	26.2%	27.1%	27.4%

资料来源: 招商证券

我们认为公司作为创业板上市公司,考虑到市场情绪,按 09 年全面摊薄 EPS0.46 元的 35-40 倍市盈率估值比较合理,合理询价区间为 16.1-18.4 元,建议投资者积极参与询价。

表 5: 亿纬锂能收入与盈利预测

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	168	202	225	286	358
同比增长	20%	20%	11%	27%	25%
营业利润(百万元)	31	34	46	61	78
同比增长	49%	10%	33%	33%	28%
净利润(百万元)	25	31	40	53	68
同比增长	67%	25%	30%	32%	27%
每股收益(元)	0.50	0.56	0.46	0.61	0.77
ROE	27%	25%	8%	10%	11%

资料来源: 招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	125	153	395	544	824
现金	15	40	290	411	659
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2	1	1	2	2
应收款项	53	57	57	72	90
其它应收款	2	1	1	1	2
存货	50	50	41	52	65
其他	3	5	4	5	6
非流动资产	41	62	186	294	385
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	30	36	165	275	367
无形资产	7	20	18	16	15
其他	5	5	3	2	2
资产总计	167	215	581	837	1209
流动负债	73	91	65	284	608
短期借款	20	27	0	0	0
应付账款	30	30	33	42	52
预收账款	0	0	0	0	0
其他	23	33	32	243	556
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	73	91	65	284	608
股本	50	55	88	88	88
资本公积金	29	24	354	354	354
留存收益	15	46	74	111	159
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	94	125	516	553	601
负债及权益合计	167	215	581	837	1209

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	(16)	45	74	286	416
净利润		31	40	53	68
折旧摊销		0	20	40	57
财务费用		0	(0)	(1)	(2)
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	5	189	289
其它		14	10	4	4
投资活动现金流	(20)	(25)	(147)	(150)	(150)
资本支出		0	(150)	(150)	(150)
其他投资		(25)	3	0	0
筹资活动现金流	47	5	324	(15)	(19)
借款变动		0	(27)	0	0
普通股增加		0	33	0	0
资本公积增加		0	330	0	0
股利分配		0	(12)	(16)	(20)
其他		5	0	1	2
现金净增加额	10	25	251	121	247

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	168	202	225	286	358
营业成本	123	152	166	208	260
营业税金及附加	0	0	0	0	1
营业费用	5	5	6	7	9
管理费用	5	7	8	10	12
财务费用	2	4	(0)	(1)	(2)
资产减值损失	2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	31	34	46	61	78
营业外收入	0	2	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	31	36	48	63	80
所得税	6	5	7	9	12
净利润	25	31	40	53	68
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	25	31	40	53	68
EPS (元)	0.50	0.56	0.46	0.61	0.77

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	20%	20%	11%	27%	25%
营业利润	49%	10%	33%	33%	28%
净利润	67%	25%	30%	32%	27%
获利能力					
毛利率	26.9%	24.8%	26.2%	27.1%	27.4%
净利率	14.8%	15.3%	18.0%	18.7%	19.0%
ROE	26.6%	24.9%	7.8%	9.6%	11.3%
ROIC	23.6%	21.3%	7.4%	9.2%	10.8%
偿债能力					
资产负债率	43.9%	42.1%	11.3%	34.0%	50.3%
净负债比率	11.9%	12.6%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.7	1.7	6.0	1.9	1.4
速动比率	1.0	1.1	5.4	1.7	1.2
营运能力					
资产周转率	1.0	0.9	0.4	0.3	0.3
存货周转率	2.6	3.0	3.6	4.5	4.4
应收帐款周转率	4.3	3.7	4.0	4.4	4.4
应付帐款周转率	3.7	5.0	5.2	5.6	5.5
每股资料(元)					
每股收益	0.50	0.56	0.46	0.61	0.77
每股经营现金	-0.33	0.81	0.84	3.25	4.73
每股净资产	1.87	2.26	5.86	6.29	6.82
每股股利	0.00	0.00	0.14	0.18	0.23
估值比率					
PE	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PB	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	94.2	81.6	51.3	33.2	24.8

分析师简介

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究4年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；入围2008年新财富最佳分析师评选。现为新能源网行业顾问，并担任南方汽车都市报汽车研究院特聘顾问。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

范玉琢，浙江大学电气工程及其自动化专业学士，上海财经大学金融学硕士，现为招商证券研究发展中心助理分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。