

## 鹏辉能源(300438)/其他电子

## 十五年的专注与积累, 锂电业务腾飞在即

**评级: 买入(首次)**

市场价格: 32.07

目标价格: 40

分析师: 邵晶鑫

执业证书编号: S0740517010005

电话:

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

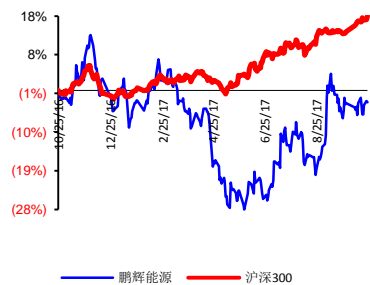
联系人: 陈亚琼

电话: 021-20315201

Email: chenyaq@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	281
流通股本(百万股)	125
市价(元)	32.07
市值(百万元)	9,017
流通市值(百万元)	4,012

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	879	1271	2406	3492	4739
增长率 yoy%	25%	45%	89%	45%	36%
净利润	87	139	285	447	608
增长率 yoy%	45%	59%	106%	57%	36%
每股收益(元)	0.31	0.49	1.13	1.77	2.41
净资产收益率	10.3%	14.4%	23.0%	26.5%	26.5%
P/E	103	65	28	18	13
PEG	1.4	1.0	0.4	0.2	0.2
P/B	11	9	7	5	4

**投资要点**

- 十五年稳扎稳打专注电池。**公司成立于2001年,十五年间耕耘绿色高性能电池领域,稳扎稳打建设绿色电池业务架构,如今已成为市场上电池产品品种最齐全的生产商之一,下游客户涵盖电动交通工具、储能设备、消费电子产品、电动工具等领域。
- 业绩稳步提升,盈利能力不断增强。**2013-2016年公司营业收入从6.68亿元增长到12.71亿元,归母净利从0.60亿元增长到1.39亿元。盈利能力看,2014年开始公司毛利率和净利率都处于上升通道,毛利率从2014年的24%上升到2017 H1的26%;净利率从2014年的9%上升到2017 H1的12%。**2017前三季度业绩大幅增长123%。**2017年1-3季度公司实现营业收入14.20亿元,同比增长66%;归母净利润1.93亿元,同比增长123%;EPS 0.71元。业绩再次大幅提升主要得益于动力电池业务快速增长,销售收入成倍增加,同时数码和储能电池业务也实现较好增长。
- 技术功底深厚,不断自研开发新产品。**公司核心经营团队系从事技术研究出身,重视新技术、新材料的应用,每年研发费用占比营收约4%。公司锂离子电池产品均为自主研发,历年来自主研发推出软包锂电、动力用磷酸铁锂电池、10Ah/20Ah磷酸铁锂储能电池、可高倍率充放电的功率型锂离子电池等。2016年重点研发燃料电池低/非Pt电催化剂、轻量化/高安全动力电池系统项目。
- 未来战略重点发展新能源车和储能领域。**未来3年,公司希望通过“自生+外延”在3C数码市场实现细分行业前三,电动、储能战略定位第一梯队,同时重点开发高技术含量产品,进一步增强总体竞争实力和经营能力。
 

**新能源车: 动力锂电积极扩产, 客户结构不断优化。**公司已定增募集8.67亿元用于动力锂电扩产,计划2018年底将产能扩至10GWh。公司动力电池类型种类齐全,在专用车领域具备优质客户资源,并积极向此领域布局拓展,产能的不断释放将有助于公司与车厂的长期坚实合作,未来发展空间广阔。

**储能: 国内外市场同步进军, 经营丰富开拓储能蓝海。**储能指导意见再次明确了储能的核心地位及未来发展方向,未来市场发展空间广阔。公司在储能领域不仅具备丰富的销售经验以及客户基础,还在积极探索新应用模式,例如光储充一体化,后续有望在储能蓝海中实现大发展。
- 投资建议:**我们预计2017-2019年公司营业收入分别为24.06、34.92、47.39亿元,同比分别增长89%、45%、36%;EPS分别为1.13、1.77、2.41元,对于三年PE分别为28、18、13。首次覆盖,“买入”评级,给予目标价40元。
- 风险提示:**新能源车及储能政策不及预期,增资项目收益存在不确定性

## 内容目录

十五年专注电池，未来战略定位新能源车及储能.....	- 3 -
十五年稳扎稳打专注电池 .....	- 3 -
目前主营一次电池和二次电池 .....	- 4 -
业绩稳步提升，盈利能力不断增强 .....	- 5 -
技术功底深厚，不断自研开发新产品.....	- 7 -
创始人技术出身 .....	- 7 -
每年将 4%左右营收投入研发 .....	- 8 -
锂电产品均为自主研发，产品持续创新力强 .....	- 8 -
2016 重点研发燃料电池、轻量化等项目 .....	- 9 -
未来战略重点发展新能源车和储能领域 .....	- 9 -
未来 3 年战略规划 .....	- 9 -
新能源车：动力锂电产能规划至 10GWh，客户结构不断优化 .....	- 10 -
储能：国内外市场同步进军，经营丰富开拓储能蓝海.....	- 11 -
投资建议.....	- 12 -
风险提示.....	- 13 -

## 图表目录

图表 1：鹏辉能源业务架构历史.....	- 3 -
图表 2：公司子公司/联营公司业务版图（2017） .....	- 4 -
图表 3：公司主营产品分布图（红色框内为现有业务） .....	- 5 -
图表 4：2013-2017 H1 营业收入变化 .....	- 6 -
图表 5：2013-2017 H1 归母净利变化 .....	- 6 -
图表 6：2013-2016 毛利率变化.....	- 6 -
图表 7：2013-2016 净利率变化.....	- 6 -
图表 8：2011-2017H1 年主营构成 .....	- 7 -
图表 9：2016 年主营构成.....	- 7 -
图表 10：公司实际控制人控股情况 .....	- 8 -
图表 11：研发费用投入&占收入比（2012-2016） .....	- 8 -
图表 12：公司锂电产能扩张计划（GWh） .....	- 10 -
图表 13：储能十年发展目标.....	- 12 -
图表 14：可比公司估值列表 .....	- 13 -
图表 15：公司盈利预测（百万元） .....	- 14 -

## 十五年专注电池，未来战略定位新能源车及储能

### 十五年稳扎稳打专注电池

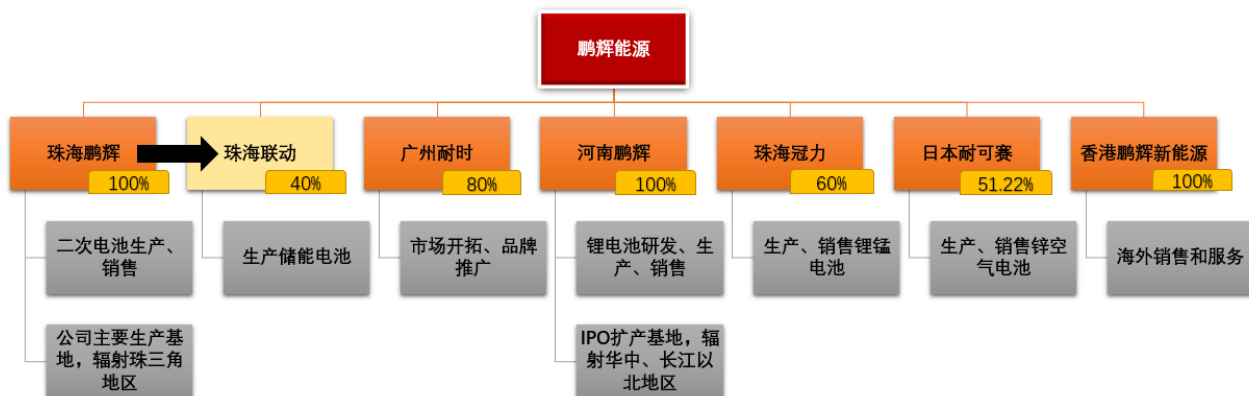
- 鹏辉能源成立于 2001 年，十五年间耕耘绿色高性能电池领域，是国内第一家、世界第二家生产锂铁电池的企业，也是国内首批量产软包动力电池、少数几个生产软包动力电池的厂家之一。公司自成立以来，稳扎稳打建设绿色电池业务架构。公司核心经营团队系技术研究出身，自公司设立以来就通过对前沿领域技术不断探索，研发出各类专利技术，并在实践中得到应用，产出了一系列高性能电池产品。如今，公司已成为行业领头军，是市场上电池产品品种最齐全的生产商之一，下游客户涵盖电动交通工具、储能设备、消费电子产品、电动工具等领域。
- 公司十五年发展历程。2001 年公司成立，并于次年设立珠海鹏辉作为主要生产基地之一。2009 年，公司出资 80% 设立广州耐时，专门负责产品的推广；同年设立香港鹏辉专门负责公司海外业务，出资 80% 设立广州里亚负责一次电池类锂亚电池业务。2012 年，公司全资设立河南鹏辉作为公司另一主要生产基地，同时通过珠海鹏辉参股 40% 珠海联动作为今后储能领域的技术储备。2013 年，公司出资 60% 控股珠海冠力，专门生产锂锰电池；同时转让所持广州里亚全部股权，退出锂亚电池业务。2015 年，公司上市，并增资控股日本耐克赛作为锌空气电池的技术储备。

图表 1：鹏辉能源业务架构历史



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：公司子公司/联营公司业务版图（2017）



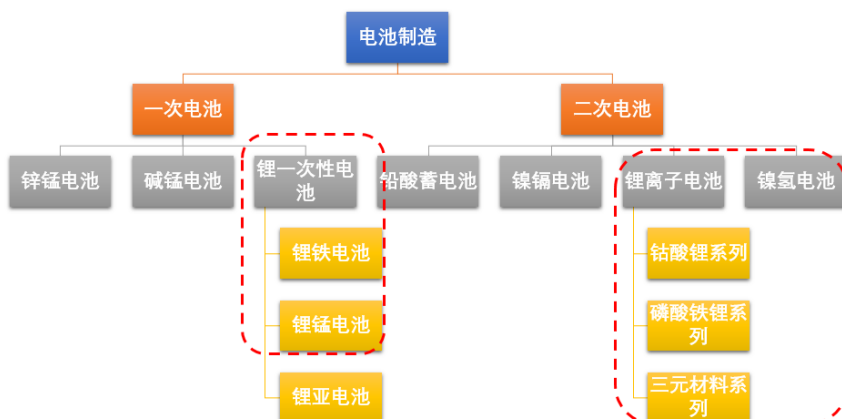
来源：公司公告，中泰证券研究所

备注：公司通过珠海鹏辉间接持股珠海联动，珠海鹏辉系公司全资子公司，持股珠海联动 40% 股权。珠海联动作为全资子公司的参股公司，另外 60% 股份由北京联动天翼持有，是珠海联动的实际控制人。

### 主营一次电池和二次电池，细分市场行业领先

- **二次电池**产品主要有锂电池和镍氢电池，其收入占公司总营收 85% 以上，是公司主要收入来源。**锂电池**产品包括钴酸锂、磷酸铁锂、三元电池；以产品外形可分为圆柱形锂电池、铝壳方形锂电池及软包锂电池；按照应用领域分类，又可以分为 3C、动力和储能电池。公司锂电池电芯产品既直接组装 PACK 卖给下游电池应用客户，也有将其卖给电池 PACK 生产商。**镍氢电池**主要用于民用领域、中低端电动工具、电动汽车等领域。尽管锂离子电池对镍氢电池有一定的替代效应，但镍氢电池凭借性能稳定、工艺成熟的优势，在如安防和医疗等行业依旧不可替代，未来一段时间内镍氢电池仍将占有一定的市场份额。
- **一次电池**产品主要为锂铁电池、锂锰电池，目前主要应用于电动玩具、视听设备相关配套产品、高端仪器仪表、高端医疗器械、无线电子设备、军用通讯设备、智能门锁、数码相机等领域。

图表 3：公司主营产品分布图（红色框内为现有主营业务）



来源：公司公告，中泰证券研究所

备注：1) 2015 年公司收购日本耐克赛株式会社所获得的锌空气电池业务仅作为公司的技术储备，现阶段并不能作为公司的主营产品考量。2) 公司曾以参股 70% 广州里亚的方式生产锂亚电池，但于 2013 年转让股权，退出锂亚电池业务。

■ 一次电池销量全国名列前茅，3C 锂电池行业领先水平。

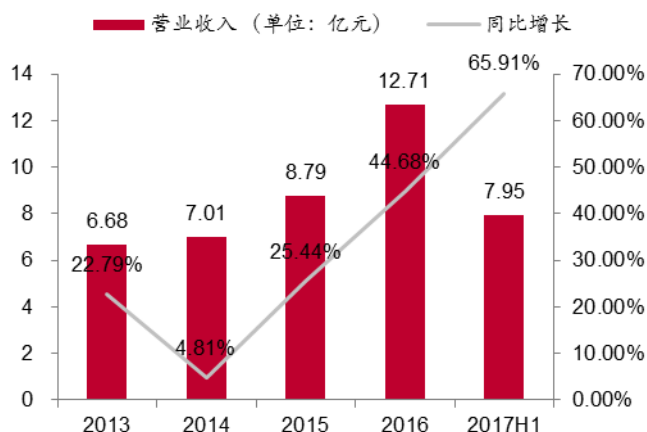
一次电池领域，公司是国内领先的规模化生产锂铁电池产品的企业，拥有锂铁电池制造工艺技术的发明专利。截至 2016 年底，公司锂铁电池、锂锰电池年销量在国内名列前茅。

3C 类锂电池领域，公司在平板电脑、可穿戴产品、蓝牙音响等细分市场处于行业领先水平，拥有下游主流客户。

业绩稳步提升，盈利能力不断增强

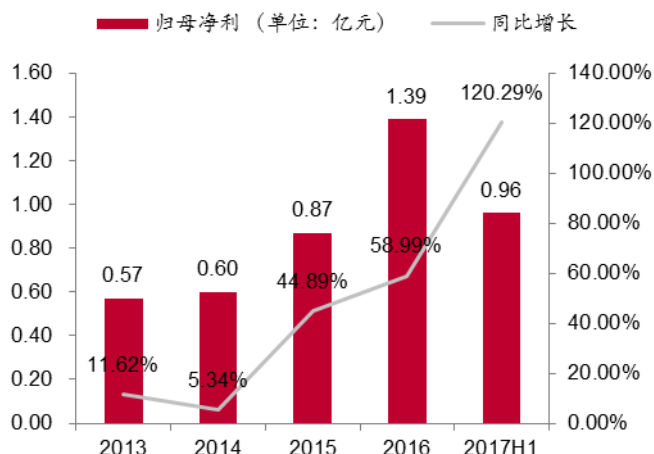
- 业绩逐年增长，2017 H1 净利同比增速高达 120%。2013-2016 年公司营业收入和归母净利一直处于稳步增长阶段，营收从 6.68 亿元增长到 12.71 亿元，归母净利从 0.60 亿元增长到 1.39 亿元。此外，从 2014 年开始同比增速不断增大，2016 年营收和利润 YOY 分别达到 45%、59%。2017 年上半年公司业绩增速再创新高，营业收入同比增长 66% 至 7.95 亿元，归母净利同比增长 120% 至 0.96 亿元。

图表 4: 2013-2017 H1 营业收入变化



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

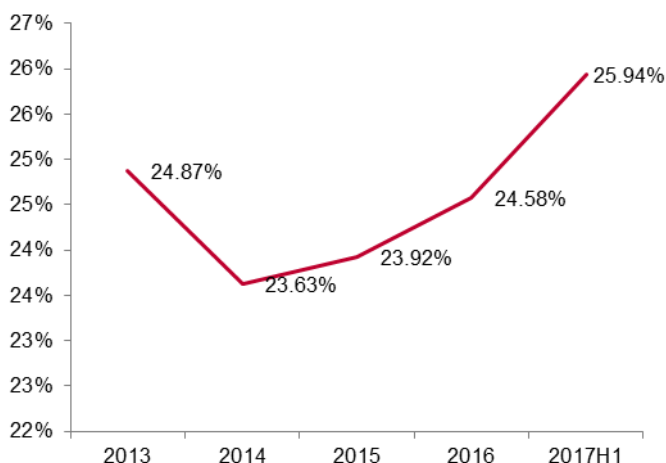
图表 5: 2013-2017 H1 归母净利变化



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

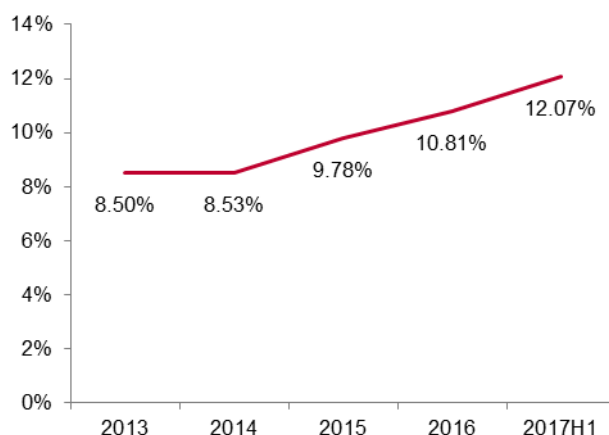
- **盈利能力稳步提升。**从 2014 年开始, 公司毛利率和净利率都处于上升通道, 毛利率从 2014 年的 24% 上升到 2017 H1 的 26%; 净利率从 2014 年的 9% 上升到 2017 H1 的 12%。

图表 6: 2013-2016 毛利率变化



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

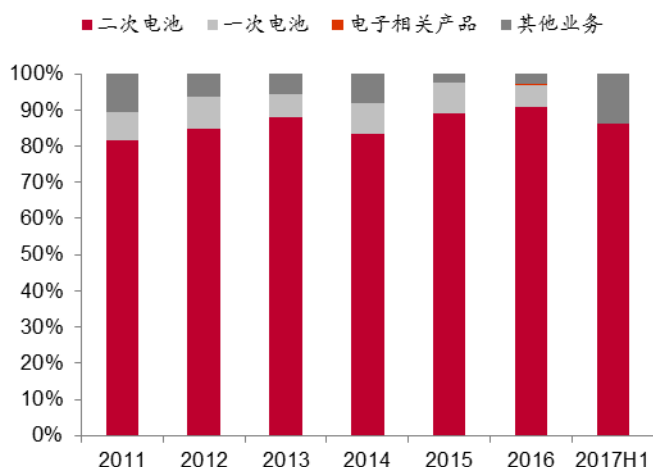
图表 7: 2013-2016 净利率变化



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

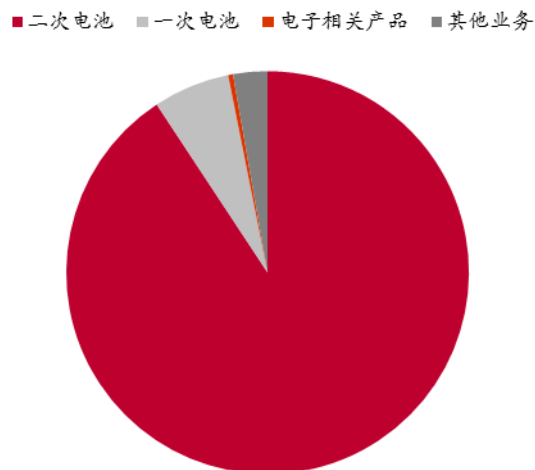
- **二次电池贡献主要收入。**从 2012-2016 年主营业务收入来看，二次电池是占比营收最大的业务，其中锂离子电池是二次电池的主要产品。公司 2016 年一次电池营业收入 0.78 亿元，同比增长 4.00%；二次电池业务营业收入 11.52 亿元，同比增加 46.94%，其中锂离子电池业务营业收入 10.42 亿元，同比增长 53.46%；2017 年上半年，公司二次电池营业收入 6.86 亿元，均为锂离子电池。

图表 8：2011-2017H1 年主营构成



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 9：2016 年主营构成



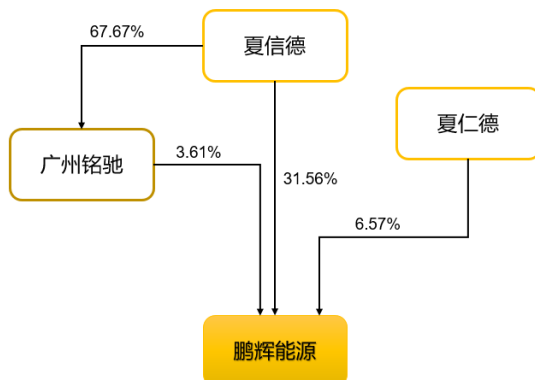
来源：公司公告，中泰证券研究所

## 技术功底深厚，不断自研开发新产品

### 创始人技术出身

- 公司核心经营团队系从事技术研究出身，重视新技术、新材料的应用，以市场为导向不断开发新产品。实际控制人夏信德自参加工作以来就从事于电池行业，曾就职于广州 555 电池研究所、广州市伟力电源有限公司。
- 目前夏信德直接持有公司 31.56% 股份；同时担任广州铭驰的执行董事，对其持股 67.67%；广州铭驰持有公司 3.61% 股权。夏信德的兄弟夏仁德直接持有公司 6.57% 股份。

图表 10: 公司实际控制人控股情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

每年将 4%左右营收投入研发

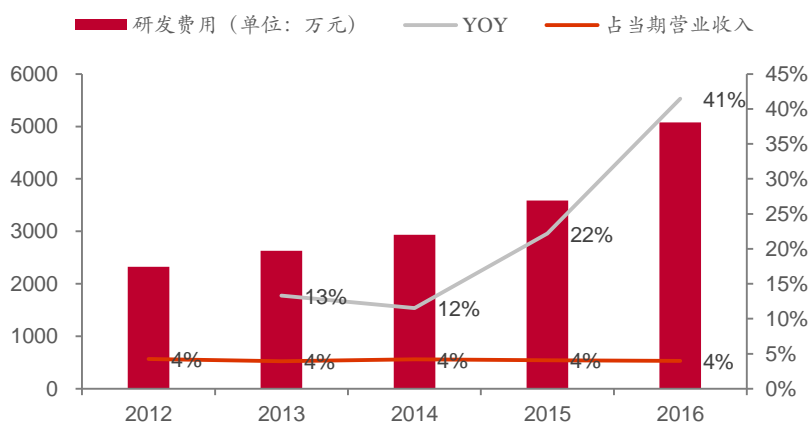
- 公司以每年占营业收入约 4%的比例投入研发费用。

在研发设施上, 公司设有鹏辉研究院、博士后工作站、广东省高性能锂电池工程技术研究中心、广州市二次电池工程技术研究开发中心和珠海市重点企业技术中心等研发机构。

研发流程上, 公司研究院负责新材料、新工艺、新的电池材料体系等的基础研究, 各子公司事业部负责设计开发满足客户需求的产品。

产学研合作方面, 公司与中山大学、华南理工大学、华南农业大学、华南师范大学、吉林大学、广州有色金属研究院、广东省工业技术研究院稀有金属研究所等科研院校建立了长期合作关系, 联合科研院校开展科技攻关。

图表 11: 研发费用投入&占收入比 (2012-2016)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

锂电产品均为自主研发, 产品持续创新力强

- 公司目前的锂离子电池产品均为自主研发, 具有自主知识产权。公司历年来自主研发推出的主要产品包括:
  - 1) 聚合物软包装型锂离子电池并成功实现产业化, 随之推出圆柱、扣式、



方形等多种类型的锂离子电池，全面覆盖动力锂电的多种技术路线和工艺结构；

2) 推出磷酸铁锂电池，可应用于混合动力乘用车、纯电动乘用车、电动大巴等领域；

3) 推出 10Ah/20Ah 磷酸铁锂储能电池，广泛应用于 UPS、通信基站等领域；

4) 推出可高倍率充放电的功率型锂离子电池，可广泛应用于无人机、汽车启停、电动工具和新能源电动车；

5) 推出电池系统产品并成功批量化供货于乘用车整车厂商，在电芯产品基础上进一步延伸至电池系统产品。

- **能提供完整的电池综合应用系统。**公司已组建一支强大的电池综合应用研发团队，可以给客户灵活组合锂离子电芯、电池组智能管理系统、充电管理系统、直流电源输出及逆变交流电源输出系统，最终提供一套电池综合应用系统。该系统能够广泛应用于抗震抢险救灾、野外生存、电力后备等领域。

## 2016 重点研发燃料电池、轻量化等项目

- **低/非 Pt 电催化剂的低成本质子交换膜燃料电池开发**

结合新能源汽车对核心零部件动力电池的多元化需求，通过燃料电池用电催化剂改性研究、质子交换膜的低成本工艺研究，高效稳定的电极工艺设计研究，开发出高安全和高稳定性的燃料电池，为动力电池的多元化需求奠定了共性技术研发的坚实基础，此研究成果未来可成为公司新的增长点，同时此项目被国家科技部立项为“中国-希腊”国际科技合作计划专项项目。

- **轻量化、高安全的结构化动力电池系统的研发与产业化**

结合新能源汽车动力电池市场的快速增长需求，针对动力电池系统开展研究，研究轻量化、高安全性的结构化电池包的设计方法，研究单体电池串并联优化建模设计方法，研究电量评估及生命周期修正模型设计等方法，开发相应的电池管理系统和电池包。产品已成功通过了国家汽车质量监督检验中心（襄阳）和天津第十八研究所的严格测试，目前已投放到新能源汽车市场，成为公司业绩的稳定增长点，同时此项目被广东省科技厅立项为新能源汽车电池及动力系统领域的“广东省应用型科技研发专项”。

## 未来战略重点发展新能源车和储能领域

### 未来 3 年战略规划

3C 数码类电池业务坚持专业化、规模化和总成本领先战略，致力发展成为中国最大的电池生产企业之一，重点将新能源汽车和储能市场作为公司战略发展方向。

**3C 数码市场战略定位细分行业前三。**3C 数码领域在坚持自身增长的同时，也希望通过兼并、收购等方式进行资源整合，进一步提升公司在 3C 数码类各细分市场的竞争力，实现细分行业前三的目标

**电动、储能战略定位第一梯队。**在电动汽车动力电池市场和储能领域以

加强自身研发投入和全自动化设备导入为主的经营手段，结合开展外部战略合作或合资的方式站稳坐实，实现进入行业第一梯队的目标。

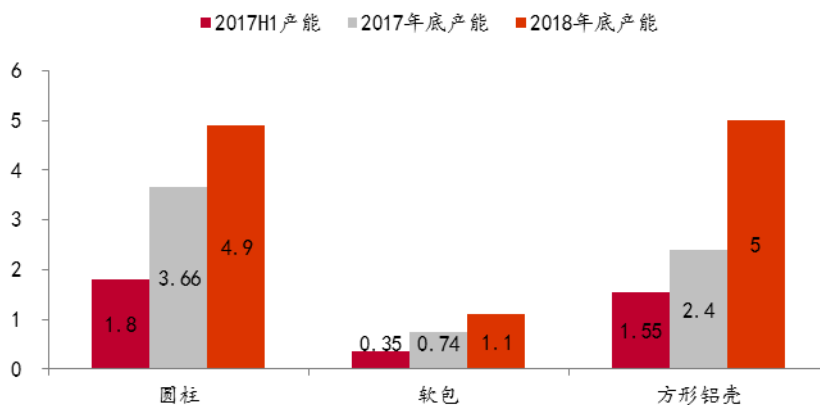
**重点开发高技术含量产品。**未来公司将不断丰富产品类型，优化产品结构，重点发展高容量和低自放电等高档镍氢电池、电动车和电动工具等动力锂电池、太阳能储能锂电池和移动基站备用锂电池等高附加值产品。同时将加大锂电池的自主创新能力，开发存在一定技术壁垒的工艺技术和较高盈利空间的新产品，提高开发效率，进一步增强总体竞争实力和经营能力。

### 新能源车：动力锂电产能规划至 10GWh，客户结构不断优化

- **定增募集 8.67 亿元用于动力锂电扩产。**2017 年公司以 30.42 元/股非公开发行 2915 万股，募集资金净额 8.67 亿元，用于年产 4.71 亿安时新能源锂离子动力电池建设项目，及补充流动资金。项目建设期 2 年，建设主体为河南鹏辉，项目完全达产后，预计每年可实现营业收入 156,948 万元，增加净利润 14,655 万元，净利率为 9.34%。

**2018 年底产能将扩产至 10GWh。**根据公司最新披露的投资者调研纪要，2017 年上半年公司动力电池产能 3.7GWh，圆柱 1.8GWh，软包 0.35GWh，方形铝壳 1.55GWh；公司计划年底动力电池产能扩大到 6.8GWh，其中规划圆柱 3.66GWh，软包 0.74GWh，方形铝壳 2.4GWh；计划明年年底动力电池产能扩大到 10GWh，圆柱 4.9GWh，软包 1.1GWh，方形铝壳 5GWh。软包的比例可能会提高，将根据市场需求调整。

图表 12：公司锂电产能扩张计划 (GWh)



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **客户结构不断优化，业务规模逐步扩大。**2014 年公司开始小批量生产汽车用动力锂电并供应珠海区域的汽车生产商。2015 年公司开始正式批量生产供应汽车用动力锂电，当年积累了江南汽车、上海航天电源、东风特汽等客户资源，同时也已与国内多家大型汽车厂商开展新能源汽车电池的研发和合作，产品已成功应用于纯电动乘用车、客车及纯电动物流车等，当年新能源汽车电池实现销售收入 7477 万元。

2016 年公司动力电池已经批量进入市场销售，客户有江南汽车、东风特汽、上海航天等，当年销售收入同比增长 226.47%到 2.44 亿元。

2017 上半年，动力类电池销售收入继续同比增长 73.30%，主要是新能源物流车用动力电池、汽车启动电源用电池等收入增幅较大。上半年公司动力电池产品与之配套的**东风特汽、江苏九龙、珠海广通、长沙众泰、陕西通家、浙江豪情、梅花客车**等多个汽车厂商的二十多款车型进入《新能源汽车推广应用推荐车型目录》。

- **拟投资江西玖发专用车，进一步拓展业务发展空间。**2017 年 10 月公司公告拟与深圳安鹏智慧投资基金共同出资对江西玖发专用车有限公司进行增资，公司拟以自有资金 800 万元认购其 558 万股股份，增资完成后，本公司持有标的公司 4%的股权。

江西玖发从事新能源汽车配件、机电设备销售和新能源纯电动整车的研发、生产、销售及售后，于 2017 年 9 月 30 日获得专用车生产资质。目前产品主要有：纯电动环卫车、纯电动物流运输车、纯电动特种专用车。

2016 年江西玖发实现营业收入 6561 万元，净利润 796 万元。

目前公司下游客户主要集中于专用车领域，此次增资江西玖发有望进一步拓展公司动力电池业务发展空间，增大在专用车领域的市场份额，有利于提高公司业绩。

- **同时拥有圆柱、方形铝壳、软包动力电池生产线，能满足客户多样化的个性需求，产能继续释放为后续与车厂合作打下坚实基础。**公司动力电池类型种类齐全，按材料分为多元电池和磷酸铁锂电池，按形状分为软包电池、圆柱、方形铝壳电池，可以应用于多个动力领域，满足下游客户多样化需求。目前公司在专用车领域具备优质客户资源，并积极向此领域布局拓展，后续将充分受益新能源专用车市场爆发。公司产能仍处于扩张期，产能的不断释放将有助于公司与车厂的长期坚实合作，未来发展空间广阔。

#### **储能：国内外市场同步进军，经验丰富开拓储能蓝海**

- 目前锂电在储能领域的应用主要有不间断电源系统(UPS)、储能电站等。**UPS** 发展早且快，已广泛应用于工业、通讯、国防、医院、计算机业务终端、网络服务器、网络设备、数据存储设备等领域。其原理是在驱动电路无正常电压时，通过包含储能电源的不间断电源系统，提供电路需要的电压，保证驱动电路的正常运转。以通讯储能电源为例，此前大部分使用铅酸电池作为储能电源，但铅酸电池本身使用寿命较短，经过多年的使用、老化，基站现行使用的铅酸电池已经进入了一个更换和淘汰期，目前都在逐步替换长循环寿命、比能量高、绿色环保的锂离子电池。**储能电站**是智能电网建设的重要组成部分，其原理是先储能后输送的方式储存风能、太阳能等能量形式不稳定的新能源，有效解决发电不稳定、可调度性低、接入电网技术性能差等一系列问题。通过储能技术的应用，可时刻将新能源所发电量储存起来，减少电力浪费，减轻电网电力负荷。
- **《关于促进储能技术与产业发展指导意见》发布，明确我国未来 10 年储能发展规划，储能市场发展将提速。**近日，发改委、财政部、科学技

术部、工信部、国家能源局发布了《关于促进储能技术与产业发展指导意见》。指导意见明确提出未来 10 年储能分为二个阶段发展：第一阶段（“十三五”期间）实现储能由研发示范向商业化初期过渡；第二阶段（“十四五”期间）实现商业化初期向规模化发展转变，推动能源变革。

我们认为指导意见再次明确了储能的核心地位及未来发展方向，明确十三五、十四五的发展阶段以及任务后，储能发展预计将提速，未来市场空间非常大。

**图表 13：储能十年发展目标**

第一阶段（“十三五”期间）：	第二阶段（“十四五”期间）：
<p><b>储能由研发示范向商业化初期过渡</b></p> <p>示范项目建设：<b>建成一批不同技术类型、不同应用场景的试点示范项目</b></p> <p><b>研发：</b>技术达到国际先进水平</p> <p><b>储能技术标准体系：</b>初步建立</p> <p><b>商业模式：</b>探索阶段</p> <p><b>市场主体：</b>培育有竞争力的</p>	<p><b>商业化初期向规模化发展转变</b></p> <p>储能项目广泛应用，形成较为完整的产业体系</p> <p><b>研发：</b>全面掌握具有国际领先水平的关键技术和装备</p> <p><b>储能技术标准体系：</b>完善，且具国际话语权</p> <p>形成多种储能商业模式</p> <p>市场主体国际竞争力增强</p>

来源：发改委、中泰证券研究所

- **公司在储能市场经验丰富，2017 上半年收入增长 130%。**公司拥有在储能市场多年的生产销售经验，积累了北京联动天翼科技有限公司、深圳众城卓越科技有限公司、佛山市焱明电器有限公司等客户，产品目前主要应用于移动基站、家庭储能及小型太阳能等。产品线已逐步拓展至分布式微网储能、兆瓦级储能系统等领域，2017 年上半年公司储能电池销售收入增长 130%，主要是移动基站、太阳能照明灯具、家用储能产品等电池销售收入增幅较大，并在海内外积极布局、开拓光伏储能项目、兆瓦级储能项目。
- **光储充一体化充电站，实现“新能源+新能源车”融合，未来发展可期。**公司对分布式光伏、移动式发电、储能系统、智能型互联充电桩等技术实现全方位整合。光伏车棚在日照充足时可将太阳能通过光伏面板转换为电能，直接为电动汽车充电，或利用储能系统储存起来在用电高峰时为电动汽车充电，起到削峰填谷的作用。公司与医院，车站等公共平台建立合作，目前处于起步阶段。光储充一体化充电站有效实现“新能源+新能源车”的融合，真正实现电动车的新能源化，同时更加降低其使用成本，该模式后期具备大发展空间。
- **我们认为公司在储能领域不仅具备丰富的销售经验以及客户基础，还在积极探索新应用模式，例如光储充一体化，后续有望在储能蓝海中实现大发展。**

## 投资建议

- 我们认为公司具备非常深厚的技术功底和研发基础，所推出产品也不断获得市场和客户认可。动力锂电业务随着产能的释放以及客户的不断拓展，后续具备大发展空间。储能领域则有望凭借丰富经验、客户基础以及新应用模式，在储能蓝海中实现大发展。
- 我们预计 2017-2019 年公司营业收入分别为 24.06、34.92、47.39 亿元，同比分别增长 89%、45%、36%；EPS 分别为 1.13、1.77、2.41 元，

对于三年 PE 分别为 28、18、13。首次覆盖，“买入”评级，给予目标价 40 元。

**图表 14：可比公司估值列表**

代码	简称	市值 (亿元)	股价	EPS			PE		
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
300014.SZ	亿纬锂能	200.90	23.47	0.53	0.73	0.95	44	32	25
300068.SZ	南都电源	153.22	17.58	0.68	0.93	1.18	26	19	15
002074.SZ	国轩高科	266.35	30.35	1.37	1.82	2.23	22	17	14
300198.SZ	纳川股份	71.18	6.90	0.10	0.20	0.27	66	34	25
002249.SZ	大洋电机	187.91	7.93	0.26	0.33	0.41	30	24	20
<b>300438.SZ</b>	<b>鹏辉能源</b>	<b>90.17</b>	<b>32.07</b>	<b>1.13</b>	<b>1.77</b>	<b>2.41</b>	<b>28</b>	<b>18</b>	<b>13</b>

来源：WIND，中泰证券研究所

备注：上图中可比公司股价参照 2017.10.25 收盘价。

## 风险提示

- 新能源车和储能政策不及预期。新能源车和储能行业仍处于快速发展初期，政策支持是此阶段发展的一个重要推动力。如果后续政策发展不及预期，可能会影响行业发展速度，进而影响公司业务推进。
- 动力锂电业务推进不及预期。公司动力锂电业务处于产能扩张与客户开拓阶段，如果现有客户流失，或者新客户拓展不及预期，则会影响公司锂电业务推进，进而影响公司业绩。
- 电池价格再次出现快速大幅下跌。锂电池降价是大势所趋，但如果后续价格如果出现超预期大幅下跌，将会对公司业绩产生一定影响。
- 公司增资江西玖发专用车，在拓展产业链、实现协同效应的同时也使得公司经营环境更加复杂，扩大了公司的经营风险，存在对未来收益的不确定性。

图表 15: 公司盈利预测 (百万元)

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>879</b>	<b>1271</b>	<b>2406</b>	<b>3492</b>	<b>4739</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	669	959	1785	2557	3491	营业收入增长率	25%	45%	89%	45%	36%
营业税费	6	9	17	24	33	营业利润增长率	54%	57%	120%	58%	37%
销售费用	32	35	60	87	118	净利润增长率	45%	59%	106%	57%	36%
管理费用	76	103	192	279	379	EBITDA增长率	32%	62%	106%	54%	32%
财务费用	(10)	(6)	7	9	(6)	EBIT增长率	38%	67%	135%	58%	33%
资产减值损失	14	24	20	20	20	NOPLAT增长率	37%	66%	132%	58%	33%
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	投资资本增长率	71%	42%	116%	-20%	19%
投资和汇兑收益	3	1	3	3	3	净资产增长率	79%	15%	30%	36%	36%
<b>营业利润</b>	<b>95</b>	<b>149</b>	<b>328</b>	<b>518</b>	<b>707</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	5	11	8	8	8	毛利率	24%	25%	26%	27%	26%
<b>利润总额</b>	<b>99</b>	<b>160</b>	<b>336</b>	<b>526</b>	<b>715</b>	营业利润率	11%	12%	14%	15%	15%
减: 所得税	13	22	50	79	107	净利润率	10%	11%	12%	13%	13%
<b>净利润</b>	<b>87</b>	<b>139</b>	<b>285</b>	<b>447</b>	<b>608</b>	EBITDA/营业收入	13%	14%	15%	16%	16%
<b>资产负债表</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT/营业收入	10%	11%	14%	15%	15%
货币资金	168	126	217	314	427	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	100	118	85	65	51
应收帐款	415	691	1714	1778	2303	流动营业资本周转天数	91	90	126	117	81
应收票据	16	25	82	73	84	流动资产周转天数	309	308	309	303	268
预付帐款	4	6	13	15	24	应收帐款周转天数	138	157	180	180	155
存货	241	336	854	709	1230	存货周转天数	84	82	89	81	74
其他流动资产	129	15	49	65	43	总资产周转天数	448	464	417	381	329
可供出售金融资产	5	10	9	9	9	投资资本周转天数	214	227	223	189	136
持有至到期投资	0	0	0	0	0	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	2	2	2	2	2	ROE	10.3%	14.4%	23.0%	26.5%	26.5%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROA	6.2%	7.2%	7.8%	12.0%	12.4%
固定资产	305	531	602	651	686	ROIC	19.1%	18.5%	30.2%	22.0%	36.4%
在建工程	25	62	56	43	37	<b>费用率</b>					
无形资产	38	37	36	35	34	销售费用率	3.7%	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%
其他非流动资产						管理费用率	8.7%	8.1%	8.0%	8.0%	8.0%
<b>资产总额</b>	<b>1377</b>	<b>1902</b>	<b>3667</b>	<b>3732</b>	<b>4921</b>	财务费用率	-1.1%	-0.5%	0.3%	0.2%	-0.1%
短期债务	5	120	560	306	125	三费/营业收入	11.3%	10.4%	10.8%	10.7%	10.4%
应付帐款	319	464	862	1126	1594	<b>偿债能力</b>					
应付票据	155	235	454	553	828	资产负债率	39.5%	49.8%	66.2%	54.8%	53.4%
其他流动负债						负债权益比	65.4%	99.4%	196.0%	121.4%	114.6%
长期借款	20	56	489	0	0	流动比率	1.92	1.39	1.53	1.46	1.58
其他非流动负债						速动比率	1.45	1.00	1.08	1.11	1.11
<b>负债总额</b>	<b>544</b>	<b>948</b>	<b>2428</b>	<b>2047</b>	<b>2628</b>	利息保障倍数	-8.86	-22.97	50.64	61.23	-109.50
<b>少数股东权益</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>分红指标</b>					
股本	84	252	252	252	252	DPS(元)	0.06	0.10	-	-	-
留存收益	745	699	983	1430	2038	分红比率	19.2%	20.3%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>832</b>	<b>954</b>	<b>1239</b>	<b>1686</b>	<b>2294</b>	股息收益率	0.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
净利润	86	137	285	447	608	EPS(元)	0.31	0.49	1.13	1.77	2.41
加: 折旧和摊销	27	39	37	45	52	BVPS(元)	2.94	3.38	4.90	6.68	9.09
资产减值准备	14	24	0	0	0	PE(X)	103	65	28	18	13
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	PB(X)	11	9	7	5	4
财务费用	(3)	2	7	9	(6)	P/FCF	(54)	893	126	78	70
投资收益	(3)	(1)	(3)	(3)	(3)	P/S	10.3	7.1	3.4	2.3	1.7
少数股东损益	(1)	(1)	0	0	0	EV/EBITDA	93.0	44.1	23.9	14.1	10.3
营运资金的变动	(227)	(88)	(1004)	429	(287)	CAGR(%)	73.3%	64.1%	68.4%	73.3%	64.1%
<b>经营活动产生现金</b>	<b>24</b>	<b>4</b>	<b>(678)</b>	<b>926</b>	<b>364</b>	PEG	1.4	1.0	0.4	0.2	0.2
<b>投资活动产生现金</b>	<b>(221)</b>	<b>(191)</b>	<b>(97)</b>	<b>(77)</b>	<b>(77)</b>	ROIC/WACC	1.5	1.5	2.4	1.7	2.9
<b>融资活动产生现金</b>	<b>278</b>	<b>138</b>	<b>865</b>	<b>(751)</b>	<b>(174)</b>	REP	10.4	5.8	1.8	2.9	1.4

来源: WIND, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。