

## 鹏辉能源（300438）深度研究报告

# 动力电池市占率不断提升，TWS 耳机电池快速增长

- ❖ **鹏辉能源专注锂电行业 20 年，从消费锂电进入动力市场，业绩快速增长。**公司成立于 2001 年，主要生产聚合物锂离子、锂离子、镍氢等二次充电电池，以及锂铁、锂锰等一次电池。公司在消费类锂电领域持续多年耕耘，电池技术行业领先，2014 年开始进入动力电池市场，增长开始提速。2015-2018 年，公司营收从 8.79 亿增长至 25.69 亿，3 年复合增长 43%；归母净利润从 2015 年 0.87 亿增长至 2018 年 2.65 亿，复合增长 45%。2019 年前三季度，公司营收 24.95 亿，同比增长 40.94%，扣非后归母净利润 2.56 亿，同比增长 18.28%。
- ❖ **公司动力电池为上汽通用五菱主供，经营效率较高具有综合成本优势。**受补贴下滑影响，今年下半年起国内新能源汽车单月销量同比持续下滑，动力电池价格预计也将持续降低，具有技术和成本优势的企业将在竞争中不断提升市场份额。公司在电池领域长期的精细化管理造就了较强的成本管控能力，期间费用率一直维持在 10% 左右，具有较低的综合成本优势。公司近三年动力电池产能扩张比较稳健，始终保持 100% 以上产能利用率，拟发行可转债用于建设 2GWh 电池产能，建成后公司总产能将达到 6.3GWh。公司自 2018 年开始为上汽通用五菱配套电池，目前已经是其主力供应商，公司为广汽开发的快充产品也已交付测试完毕，预计公司在动力电池领域的份额将快速提升。
- ❖ **消费类电池增长稳健，TWS 耳机电池爆发料将贡献较大业绩弹性。**公司消费类电池主要供货蓝牙耳机、蓝牙音响等产品，近年来持续稳健增长。TWS 耳机渗透率迅速提升，带动 TWS 耳机电池高速增长。公司已为 JBL、佳禾智能等企业批量供货，今年出货量将达到 1000 万只以上，目前公司和小米、华为、三星的合作正快速推进，预计明年出货有望达到 4000 万只。由于 TWS 耳机电池的技术要求较高，且 TWS 耳机售价较高，因此 TWS 耳机电池产品毛利率大幅高于普通消费类电池，将为公司贡献较大的利润增量。
- ❖ **储能电池业务潜力巨大，新国标加速电动自行车锂电化，轻型动力电池有望快速增长。**公司在储能市场耕耘多年，已与通信行业大客户建立稳定合作关系。今年 4 月公司与天合光能签订协议成立合资公司天辉锂电，将进一步拓展公司在光伏储能领域的布局。我国电动自行车市场的保有量巨大，达 2.5 亿辆以上。电动自行车新国标 2019 年 4 月开始实施，对整车质量等参数的强制性要求将加速锂电对铅酸电池的替代。公司已实现了向小牛电动、超威集团、哈啰出行等行业一线客户批量出货，预计公司在电动自行车领域电池将保持高速增长。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 3.58、4.74、5.98 亿，同比增长 35%、32%、26%，EPS 为 1.28、1.69、2.13 元，对应 2019-2021 年 16、12、10 倍 PE，同行业电池标的平均估值水平为 2019 年 30 倍，考虑到公司在动力电池和 TWS 耳机电池领域的高成长性，公司当前估值较低，给予 2019 年 25 倍 PE，目标价 32 元，首次覆盖给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**新能源汽车补贴政策下滑低于预期，新客户拓展进度低于预期，行业竞争加剧电池价格超预期下降。

### 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	2,569	3,630	5,138	7,011
同比增速(%)	22.4%	41.3%	41.5%	36.5%
归母净利润(百万)	265	358	474	598
同比增速(%)	5.3%	35.4%	32.3%	26.1%
每股盈利(元)	0.94	1.28	1.69	2.13
市盈率(倍)	22	16	12	10
市净率(倍)	3	2	2	2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2019 年 11 月 26 日收盘价

## 强推（首次）

目标价：32 元

当前价：21.03 元

### 华创证券研究所

**证券分析师：胡毅**

电话：0755-82027731

邮箱：huyi@hcyjs.com

执业编号：S0360517060005

**证券分析师：于潇**

电话：021-20572595

邮箱：yuxiao@hcyjs.com

执业编号：S0360517100003

### 公司基本数据

总股本(万股)	28,115
已上市流通股(万股)	21,224
总市值(亿元)	59.13
流通市值(亿元)	44.63
资产负债率(%)	53.5
每股净资产(元)	8.7
12 个月内最高/最低价	27.58/14.2

### 市场表现对比图(近 12 个月)



# 目 录

一、公司是国内锂电池领先企业，动力电池放量营收快速增长.....	5
1、公司专注锂电行业 20 年，技术底蕴深厚.....	5
2、公司从消费锂电进入动力市场快速增长，股权激励保驾护航.....	5
二、动力电池为上汽通用五菱主供，电池技术领先经营效率较高.....	7
1、新能源汽车后补贴时期，具有成本优势的电池企业市占率将持续提升.....	7
2、公司为上汽通用五菱主力供应商，在快充及高能量密度上技术领先有望供货广汽.....	10
3、公司锂电池产能利用率较高，经营效率较好具有成本优势.....	12
三、消费类电池增长稳健，TWS 耳机电池爆发料将贡献较大业绩弹性.....	14
1、消费类电池主要供货蓝牙耳机、蓝牙音响等产品，有望持续稳健增长.....	14
2、TWS 耳机市场爆发，高毛利率耳机电池业绩弹性较大.....	15
四、储能电池业务潜力巨大，轻型动力电池快速增长.....	16
1、储能电池高速发展，联手天合光能扩大光伏储能布局.....	16
2、电动自行车锂电化加速，公司一线客户持续拓展料将高速成长.....	18
五、盈利预测与投资建议.....	20
六、风险提示.....	20

# 图表目录

图表 1 鹏辉能源股权结构图 .....	5
图表 2 鹏辉能源营收及增速 (亿元) .....	6
图表 3 鹏辉能源归母净利润及增速 (亿元) .....	6
图表 4 鹏辉能源主营业务分类别营收 (亿元) .....	6
图表 5 鹏辉能源股权激励业绩考核指标 .....	6
图表 6 新能源汽车月度销量及增速 (万台) .....	7
图表 7 2018 年与 2019 年新能源乘用车补贴标准对比 .....	8
图表 8 2018 年与 2019 年的能量密度要求对比 .....	8
图表 9 乘用车车电池种类分布趋势 .....	9
图表 10 乘用车续航里程分布趋势 .....	9
图表 11 国内动力锂电池组价格 (元/Wh) .....	9
图表 12 鹏辉能源新能源汽车推荐目录配套车型数及车企 .....	10
图表 13 鹏辉能源动力电池装机排名过去 3 年持续提升(MWh) .....	10
图表 14 上汽通用五菱乘用车销量 (万台) .....	11
图表 15 新能源汽车销量 Top10 车型 .....	11
图表 16 鹏辉能源二次电池产销量及产能利用率 (GWh) .....	12
图表 17 鹏辉能源动力电池产能分布 (GWh) .....	12
图表 18 部分动力电池上市企业单位 GWh 电池投资额 .....	13
图表 19 主要电池企业毛利率对比 .....	13
图表 20 主要电池企业净利率对比 .....	13
图表 21 全球可穿戴设备出货 (百万只) .....	14
图表 22 全球蓝牙音频娱乐设备出货量 (亿只) .....	14
图表 23 鹏辉能源消费类电池收入 (亿元) .....	14
图表 24 全球 TWS 耳机出货量 (百万) .....	15
图表 25 AirPods Pro 改为使用纽扣式电池 .....	15
图表 26 2019 年第 3 季度全球 TWS 耳机主要厂商市场份额, 公司客户 JBL 排名第 4 .....	15
图表 27 全球电化学储能累计装机 (MW) .....	16
图表 28 中国电化学储能累计装机 (MW) .....	16
图表 29 中国电化学储能项目各应用领域电池占比 .....	16
图表 30 全球储能锂离子电池产量(GWh) .....	17
图表 31 国内 5G 宏基站数量预测 (万个) .....	17
图表 32 铅酸电池与磷酸铁锂电池比较 .....	17

图表 33	中国电动自行车保有量（亿辆） .....	18
图表 34	中国电动自行车产量（万辆） .....	18
图表 35	2018 年中国电动自行车主要品牌销量占比 .....	19
图表 36	电动自行车铅酸与锂电车型占比变化趋势 .....	19
图表 37	电动自行车新旧国标主要技术参数 .....	19
图表 38	重点电动自行车品牌近 3 年销量 .....	20
图表 39	重点电动自行车品牌百度搜索指数 .....	20
图表 40	可比公司估值表 .....	20

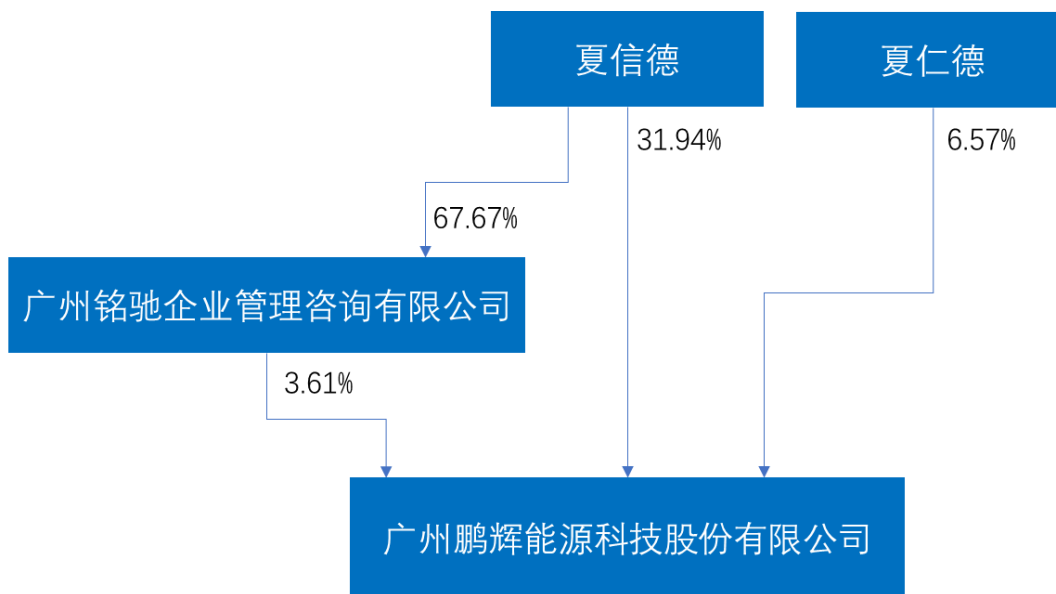
## 一、公司是国内锂电池领先企业，动力电池放量营收快速增长

### 1、公司专注锂电行业 20 年，技术底蕴深厚

公司业务涵盖消费、动力、储能锂电池，电池技术行业领先。鹏辉能源成立于 2001 年，主要生产聚合物锂离子、锂离子、镍氢等二次充电电池，以及锂铁、锂锰、锂亚硫酰氯、锌空等一次电池。公司成立后先从事消费类锂电业务，2014 年开始进入动力电池市场，目前公司的锂电池产品广泛应用于新能源汽车、轻型交通工具、平板电脑、蓝牙音响、可穿戴产品、银行口令卡、电力储能、通信储能、分布式储能和电动工具等领域。公司拥有自主化知识产权，主要技术指标均处于国内、国际先进水平。

公司控股股东为董事长夏信德，直接及间接控制公司 35.55% 股权。公司实际控制人为夏信德，直接持有公司 31.94% 股权，同时夏信德通过控股 67.67% 的公司广西铭驰，间接控制公司 3.61% 股权，董事长夏信德直接及间接控制公司 35.55% 股权。此外，董事长夏信德与其兄弟夏仁德为一致行动人，夏仁德直接持有公司 6.57% 股权，因此，公司实际控制人夏信德及其一致行动人夏仁德合计控制公司 42.12% 股权。

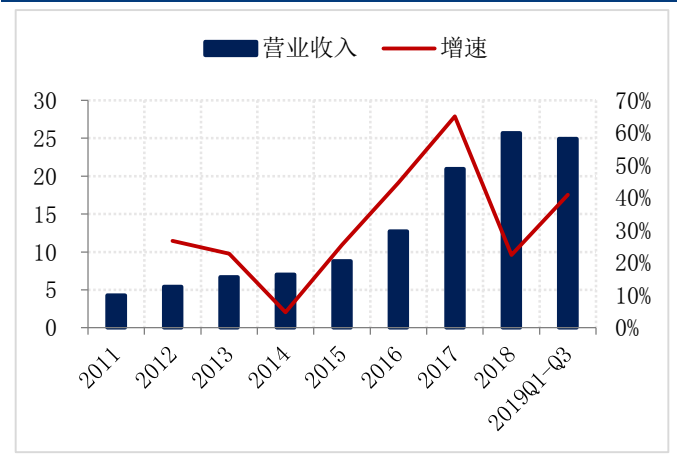
图表 1 鹏辉能源股权结构图



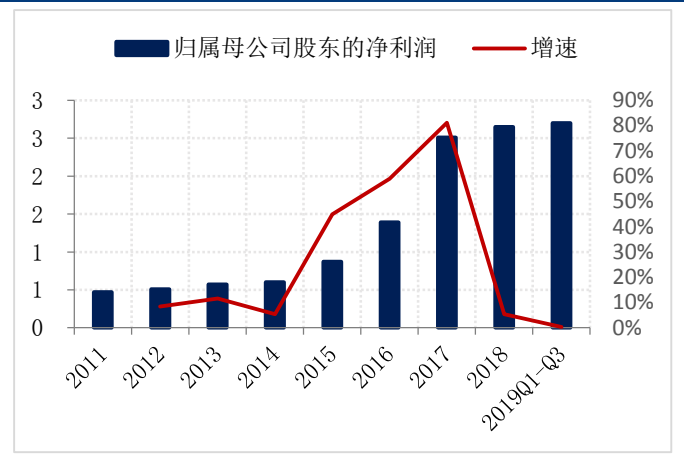
资料来源：公司公告，华创证券整理

### 2、公司从消费锂电进入动力市场快速增长，股权激励保驾护航

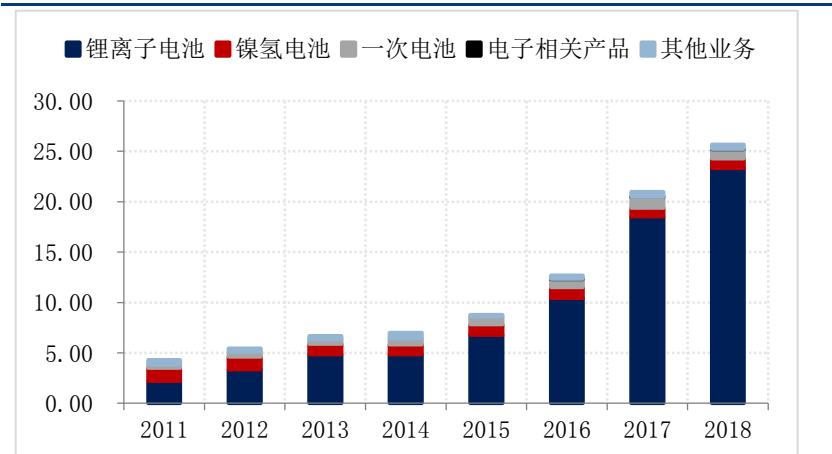
公司动力电池放量推动业绩高增长，2015-2018 归母净利润复合增长 45%。公司自上市以后在新能源汽车动力电池领域开始重点布局，2015 年有所突破，公司营收也从 2015 年起增长提速。2015-2018 年，公司营收从 8.79 亿增长至 25.69 亿，三年复合增长 43%；归母净利润从 2015 年 0.87 亿增长至 2018 年 2.65 亿，复合增长 45%。2019 年前三季度，公司营收 24.95 亿，同比增长 40.94%，归母净利润 2.70 亿，同比增长 0.27%，利润增速较低主要是由于去年同期获得政府补贴金额较多，前三季度扣非后归母净利润 2.56 亿，同比增长 18.28%。

**图表 2 鹏辉能源营收及增速 (亿元)**


资料来源: Wind, 华创证券

**图表 3 鹏辉能源归母净利润及增速 (亿元)**


资料来源: Wind, 华创证券

**图表 4 鹏辉能源主营业务类别营收 (亿元)**


资料来源: 公司公告, 华创证券整理

**首批限制性股票激励落地, 保障公司中长期业绩增长。**2019年1月, 公司推出第一期限制性股票激励计划, 3月份完成授予限制性股票 104.64 万股, 占激励计划草案公告日公司股本总额的 0.37%, 授予价 8.48 元, 激励对象为 70 名核心管理人员、核心骨干员工, 业绩考核目标位 2019-2021 年每年净利润增长 20%, 为公司业绩增长保驾护航。

**图表 5 鹏辉能源股权激励业绩考核指标**

解除限售期安排	解除限售时间	计划解禁比例	业绩考核指标	业绩门槛目标	业绩挑战目标
第一次解除限售期	自授予登记完成日起 12个月后至24个月内	33%	2019年净利润较2018年增长率	不低于20%	不低于30%
第二次解除限售期	自授予登记完成日起 24个月后至36个月内	33%	2020年净利润较2019年增长率	不低于20%	不低于30%
第三次解除限售期	自授予登记完成日起 36个月后至48个月内	34%	2021年净利润较2020年增长率	不低于20%	不低于30%

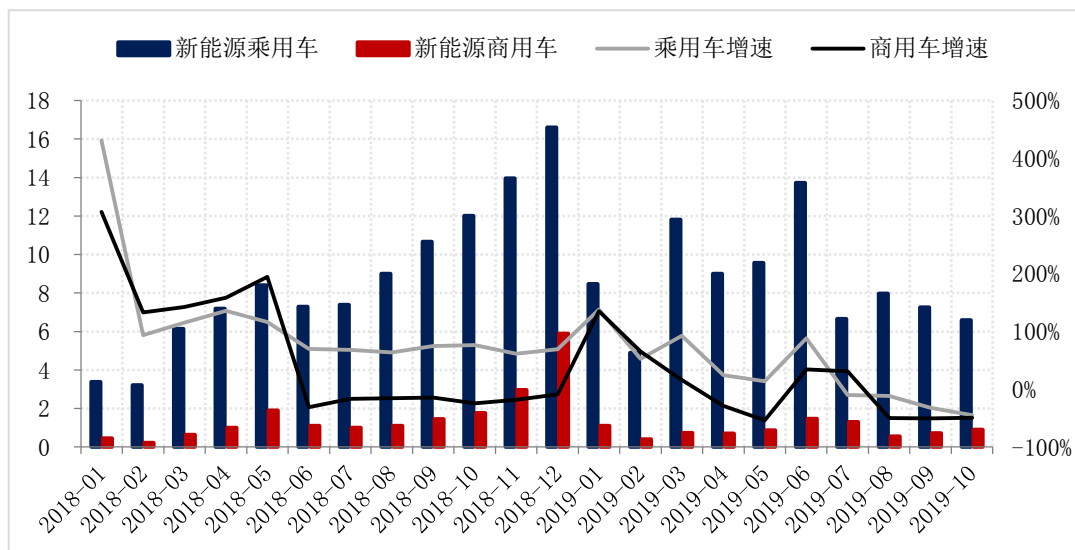
资料来源: 公司公告, 华创证券

## 二、动力电池为上汽通用五菱主供，电池技术领先经营效率较高

### 1、新能源汽车后补贴时期，具有成本优势的电池企业市占率将持续提升

受补贴下滑影响，今年下半年起国内新能源汽车单月销量同比持续下滑。根据中汽协数据，今年1-10月，我国新能源汽车产销量分别为98.3和94.7万辆，同比增长11.7%和10.1%。10月我国新能源汽车销量7.5万辆，同比下滑45.6%，环比下滑5.9%，产量为9.5万辆，同比下滑35.4%，环比增长6.2%。其中，新能源乘用车产销量分别为8.3和6.6万辆，同比分别下滑34.5%和45.0%，产量环比增长3%，销量环比下滑8.9%。新能源商用车产销量分别为1.2和0.9万辆，同比分别下滑41%和49.4%，环比增长35.8%和24.1%。

图表 6 新能源汽车月度销量及增速 (万台)



资料来源：中汽协，华创证券整理

**双积分修正征求意见稿发布，保障新能源汽车长期发展。**7月9日，工信部发布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》修正案（征求意见稿），要点如下：（1）鼓励发展低油耗乘用车：计算乘用车企业新能源汽车积分达标值时，低油耗乘用车的生产量或者进口量按照其数量的0.2倍计算。（2）修改纯电动乘用车积分计算方法，降低单车积分上限值（纯电动乘用车积分上限从5分下调至3.4分，插电混动积分从2分下调至1.6分）。

（3）新能源汽车积分比例的期限延长2021-2023 新能源汽车积分比例要求为14%、16%、18%。新的积分测算方式将引导行业向节能减排方向发展，单车积分上限的降低也有望从供需结构变化修正新能源积分价值，从长效机制上保障行业中长期的快速发展。

工信部正编制《2021-2035年新能源汽车产业发展规划》，征求意见稿提出2030年新能源汽车占比40%。中国证券网讯，工业和信息化部装备工业司副司长罗俊杰11月7日在第二届中国国际进口博览会“中国汽车产业发展论坛”透露，工信部会同20多个部门牵头编制的《2021-2035年新能源汽车产业发展规划》正处在征求意见阶段。征求意见稿提出了两个阶段性目标：到2025年，新能源汽车竞争力明显提高，销量占当年汽车总销量的20%，到2030年，新能源汽车形成市场竞争优势，销量占当年汽车总销量的40%。

**2019年补贴政策调整，续航里程和能量密度门槛进一步提高。**2019年新的补贴政策里程分类由2018年的5段，变为 $250 \leq R < 400\text{km}$ 和 $R \geq 400\text{km}$ 两种。补贴金额续航里程 $R \geq 400\text{km}$ 从5万元下降至2.5万元， $300 \leq R < 400\text{km}$ 从4.5万元下降至3万元。最低续航区间 $150 \leq R < 200\text{km}$ 将不再补贴。2019年补贴标准也提高了对能量密度的要求，取消了对 $125\text{wh/kg}$ 以下的电池的补贴，并对其余各级别的能量密度系数下调了0.2。达到 $160\text{wh/kg}$ 的能量密度成为标准要求。在新的补贴标准下，部分车企继续提升新车型的续航和能量密度，也有部分车企转向低续航的低成本路线。

**图表 7 2018年与2019年新能源乘用车补贴标准对比**

车辆类型	纯电续航里程 R (工况法、里程)	2018年	2019年过渡期	2019年过渡期后	同比2018年
纯电动乘用车	$150 \leq R < 200$	1.5	0.15	无	
	$200 \leq R < 250$	2.4	0.24	无	
	$250 \leq R < 300$	3.4	2.04	1.8	-47%
	$300 \leq R < 400$	4.5	2.70	1.8	-60%
	$R \geq 400$	5	3.00	2.5	-50%
插电式混合动力乘用车 (含增程式)	$R \geq 50$	2.2	1.32	1	-55%

资料来源：工信部、华创证券整理

**图表 8 2018年与2019年的能量密度要求对比**

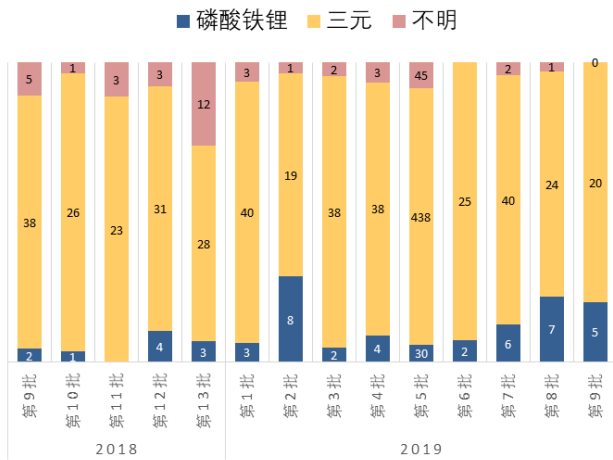
2018年		2019年	
能量密度区间 (wh/kg)	补贴系数	能量密度区间 (wh/kg)	补贴系数
105~120	0.6	125以下	无
120~140	1	125~140	0.8
140~160	1.1	140~160	0.9
160以上	1.2	160以上	1

资料来源：工信部、华创证券整理

**乘用车部分车型探索磷酸铁锂低成本路线，续航里程分布也呈现两极分化。**从工信部车型公告数据来看，部分乘用车企今年探索磷酸铁锂的低成本路线，过渡期之后，今年第7、8、9批次推广目录中，纯电动乘用车采用磷酸铁锂电池的车型数分别为6、7、5款。而从续航里程上来看，过渡期之后的3批目录中较低续航车型数也有所上升。在第9批的25款纯电动乘用车中，300公里续航以下车型数为11款，有2款车型的续航里程在150公里以下，4款在150-200公里，也有车企推出600公里以上续航车型，预计明年乘用车续航里程仍将呈现两级分化。

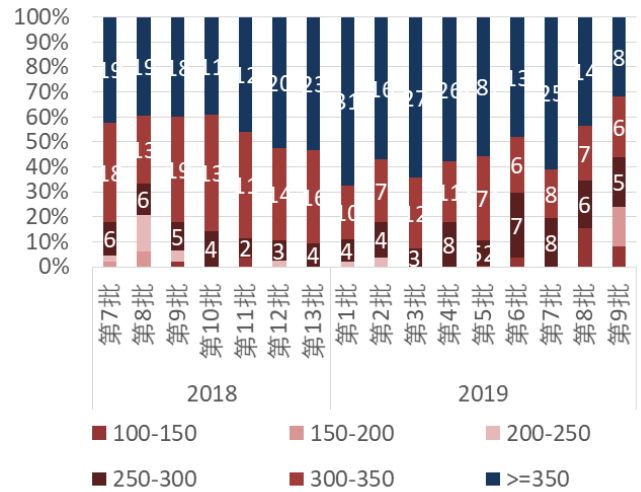


图表 9 乘用车车电池种类分布趋势



资料来源: 工信部, 华创证券

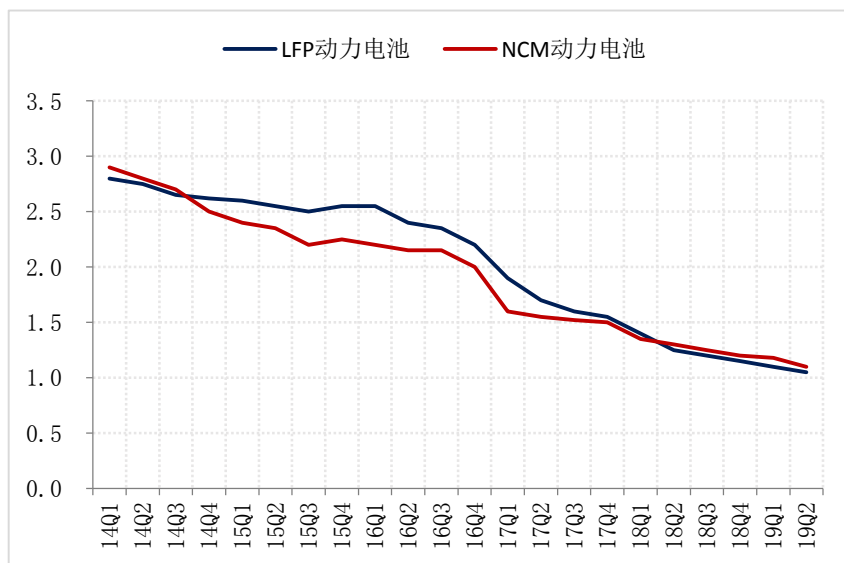
图表 10 乘用车续驶里程分布趋势



资料来源: 工信部, 华创证券

动力电池价格持续降低, 具有技术和成本优势的企业市场份额将不断提升。随着新能源汽车补贴下降和动力电池产业化成本持续降低, 动力电池价格持续下行。根据高工锂电统计, 我国磷酸铁锂动力电池价格从 2014 年 Q1 的 2.8 元/Wh 已降至 2019Q2 的 1.05 元/Wh, 三元动力电池价格从 2014Q1 的 2.9 元/Wh 降至今年 2 季度的 1.1 元/Wh。我们预计今年底动力电池均价将降至 1 元/Wh 以下, 明年将降至 0.9 元/Wh 以下。在电池能量密度提升和优化生产效率方面做得更好的企业, 将有更低的综合成本, 在电池价格下行过程中市占率将持续提升。

图表 11 国内动力锂电池组价格 (元/Wh)



资料来源: 高工锂电, 华创证券整理

## 2、公司为上汽通用五菱主力供应商，在快充及高能量密度上技术领先有望供货广汽

公司配套车型从商用车到乘用车，从二、三线品牌到主流车企。鹏辉能源从 2014 年起开始布局动力电池，公司并未急于大规模扩产动力电池，而是优先通过客户认证和获取订单，再逐渐增加产能建设。公司在车企客户拓展上，首先进入了众泰、知豆等乘用车和东风特汽、成都大运等商用车供应体系，动力电池产品生产和大批量供货稳定后，又逐渐进入东风乘用车、上汽通用五菱等主流乘用车供应链。

图表 12 鹏辉能源新能源汽车推荐目录配套车型数及车企

年份批次	车型	数量	车企
2017	乘用车	7	湖南江南、兰州知豆、浙江豪情、浙江吉利等
	客车	14	成都大运、贵航云马、江苏九龙、宜春客车、珠海广通等
	专用车	9	东风汽车、南京汽车、陕西通家、长沙梅花等
2018	乘用车	11	东风汽车、湖南江南、华晨鑫源、兰州知豆、上汽通用五菱等
	客车	9	江苏九龙、宜春客车、长沙梅花、珠海广通等
	燃料电池车	2	东风汽车、湖南江南、华晨鑫源、兰州知豆、上汽通用五菱等
	专用车	41	东风汽车、广东圣宝、桂林客车、湖北三环、柳州五菱、宁波杉杉、陕西通家、龙马环卫等
2019 年 1-10 批	乘用车	8	东风汽车、上汽通用五菱、湖南江南、华晨鑫源、重庆长安等
	客车	2	江苏九龙、神州汽车等
	专用车	17	东风汽车、奇瑞汽车、桂林客车、湖北三环、柳州五菱、龙马环卫、广西汽车等

资料来源：工信部，华创证券

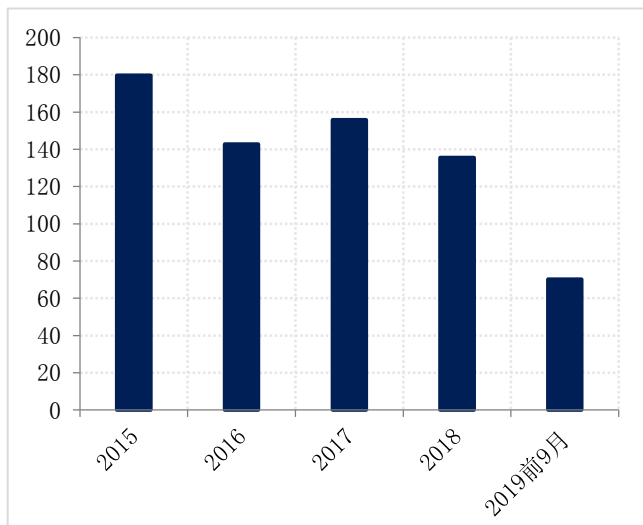
动力电池格局趋势向头部集中，公司的市场地位不断提升今年已进入国内前 10。鹏辉能源在动力电池领域始终稳扎稳打。根据高工锂电数据，2017 年鹏辉动力电池装机 335MWh，市占率约 1%仅排名第 21。随着公司的车企客户不断拓展，进入主流车企供应链后快速放量，2018 年装机量达到 623MWh，同比增长 86%，市占率 1.1%达到第 11 位。2019 年前 10 个月，公司动力电池装机 595MWh，市占率提升至 1.3%，进入国内装机前 10 强。

图表 13 鹏辉能源动力电池装机排名过去 3 年持续提升(MWh)

电池企业	2019 前 10 月 排名	2019 前 10 月 装机	2019 前 10 月 份额	2018 年 排名	2018 年 装机	2018 年 份额	2017 年 排名	2017 年 装机	2017 年 份额
CATL	1	24,224	51.7%	1	23,234	41.2%	1	9,980	29.7%
比亚迪	2	9,366	20.0%	2	11,463	20.3%	2	5,490	16.3%
国轩高科	3	2,435	5.2%	3	2,999	5.3%	4	1,999	5.9%
力神	4	1,287	2.8%	4	2,047	3.6%	7	897	2.7%
中航锂电	5	1,141	2.4%	9	677	1.2%	16	406	1.2%
亿纬锂能	6	1,011	2.2%	7	1,225	2.2%	8	692	2.1%
时代上汽	7	876	1.9%						
孚能科技	8	727	1.6%	5	2,001	3.5%	6	1,097	3.3%
恒大	9	614	1.3%						
鹏辉能源	10	595	1.3%	11	623	1.1%	21	335	1.0%

资料来源：真锂研究，华创证券

公司成为上汽通用五菱主力供应商，增长潜力极大。公司自 2018 年开始为上汽通用五菱配套电池，目前已经是其主力供应商，我们预计公司在上汽通用五菱的份额在 50% 以上。上汽通用五菱在传统乘用车领域销量始终保持国内前列，2018 年上汽通用五菱销量为 207.7 万辆（含海外市场），其在国内销量 206 万辆，乘用车销量达 135.6 万辆。根据乘联会数据，2019 年前三季度，上汽通用五菱的宝骏品牌新能源乘用车销量达 27088 辆，国内排名第 7；今年 10 月，上汽通用五菱新能源乘用车销量 5081 辆，排名国内第 2。明年上汽通用五菱仍将推出多款新能源乘用车，预计鹏辉能源仍将占据主要份额。在积分制比例要求不断提升的背景下，预计上汽通用五菱的新能源汽车销量将持续快速增长，带动鹏辉能源电池较好增长。

**图表 14 上汽通用五菱乘用车销量 (万台)**


资料来源：乘联会，华创证券

**图表 15 新能源汽车销量 Top10 车型**

No.	车型	2019年前三季度	车型	2019.10
1	北汽EU系列	74303	北汽EU系列	8601
2	比亚迪元EV	54646	宝骏新能源	5081
3	比亚迪e5	32035	广汽Aion S	4217
4	比亚迪唐DM	30014	宝马5系PHEV	3074
5	奇瑞eQ	29616	比亚迪元EV	3072
6	帝豪EV	27300	奇瑞eQ	2414
7	宝骏新能源	27088	吉利帝豪GL	2307
8	荣威Ei5	23505	比亚迪e2	2151
9	欧拉R1	21033	威马EX5	2056
10	逸动EV	18833	比亚迪唐DM	2016

资料来源：乘联会，华创证券

推广复合锂材料的电池，源于公司在电池领域深厚的积累和技术优势。三元电池能量密度高但是成本也相应较高，安全性能差，磷酸铁锂电池则与三元电池相反，虽有较好的安全性和低成本，但能量密度随技术进步的提升较慢。公司为东风特汽、上汽通用五菱等采用多元复合材料制成的电池，从体积能量密度，质量能量密度、成本等角度综合考虑，具有较好的性价比优势。公司在专用车、乘用车等领域积极推广采用多元复合锂材料作为正极的方形电池，产品竞争力提升的背后源自公司 20 年在锂电池领域的积累，具备较强的自主研发及定制化开发能力。

动力电池新品获广汽验证，研发 6C 快充技术以及 720 公里以上高续航电池，新产品落地后市占率有望加速提升。高工锂电报道，鹏辉能源目前为广汽开发的快充产品已交付测试完毕，在探讨商业化价值和使用范围，验证未来适配车型。续航里程和充电时间是目前电动车消费者主要痛点，目前市场上大多数车型可实现 30 分钟充电至 80% 电量即满足 1.6C 充电倍率。11 月 1 日，鹏辉能源官方微信披露，其最新开发的 88Ah 软包电池，单体能量密度达到 280Wh/kg，循环寿命 1000 次以上，该产品定位于乘用车市场，组装成电池包后，最高续航里程可达 720km 以上。此外，公司正与整车企业合作研发 6C 快充技术，已实现充电 8 分钟续航 300km。若鹏辉为广汽等公司配套的新产品订单落地，有望带动鹏辉能源在动力电池领域的市场份额加速提升。

### 3、公司锂电池产能利用率较高，经营效率较好具有成本优势

公司近三年动力电池产能扩张同步于订单增长，产能利用率维持 100% 以上。由于公司在电池扩产上并未像部分同行采取较为激进的策略，往往都是先拿到客户的意向订单再增加产能，公司的产能利用率一直较高。2016-2018 年，公司二次锂电产量分别为 3.22、5.67、8.60 亿 Ah（按平均电压 3.2V 计算，产量为 1.03、1.82、2.75GWh），产能利用率分别为 118%、104%、121%，始终保持满负荷生产。

图表 16 鹏辉能源二次电池产销量及产能利用率 (GWh)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019H
产量 (GWh, 按 3.2V 计算)	1.03	1.82	2.75	
产能利用率	118%	104%	121%	105%
销量 (GWh, 按 3.2V 计算)	0.94	1.72	2.32	1.34

注：公司公告中披露产量及销量数据单位为 Ah，考虑到以磷酸铁锂为主，按 3.2V 平均电压测算

资料来源：公司公告，华创证券

公司拟发行可转债用于建设 2GWh 电池产能，建成后公司总产能将达到 6.3GWh，将缓解公司产能。公司去年发布公开发行人转换公司债券预案，拟募集资金不超过 8.9 亿元，用于常州锂离子电池及系统智能工厂(一期)建设项目，项目建成后将新增 2GWh 产能。今年 8 月 26 日证监会已发出《关于请做好鹏辉能源可转债发行发审委会议准备工作的函》，公司已于今年 10 月予以回复，我们预计公司发行可转债最快有望在年底前通过。公司现有产能为 4.3GWh，其中包括 3.2GWh 方形电池和 1.1GWh 软包电池，公司目前为上汽通用五菱等客户配套电池主要为方形电池，产能供应偏紧，可转债项目投产后将有效缓解公司产能压力。

图表 17 鹏辉能源动力电池产能分布 (GWh)

地点	产能	电池形态	投产进度
河南基地	2.9GWh	方形	已投产
珠海基地	0.3GWh	方形	已投产
	1.1GWh	软包	已投产
常州基地	2GWh	方形	预计 2020 年投产

资料来源：公司官网，公司公告，华创证券

公司动力电池新投入产能在产品质量和生产效率上将具有后发优势。动力电池行业的产线建设随着自动化设备效率的提升和技术进步，单位投资额持续降低。公司的动力电池产能扩张较晚，而且新建产线选用高端进口设备，在电池良品率和生产效率上有一定后发优势。

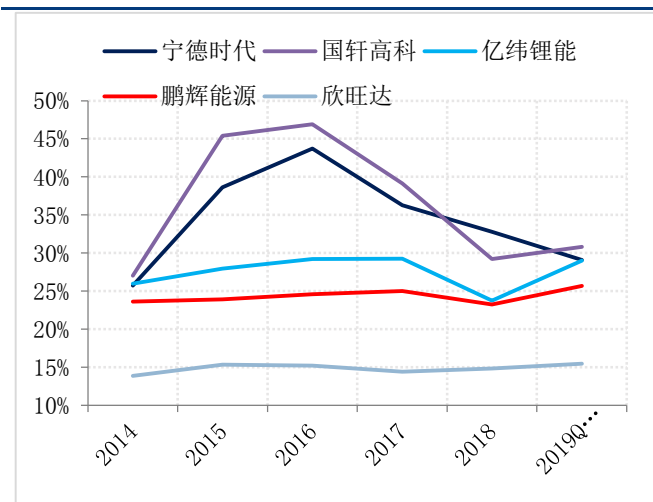
图表 18 部分动力电池上市企业单位 GWh 电池投资额

电池企业	时间	电池产能建设规划	单位 GWh 投资 (亿元)
国轩高科	2015 年定增	年产 2.4 亿 AH 动力锂电池产业化项目，总投资 6.77 亿元	8.82
国轩高科	2016 年定增	合肥、青岛、南京年产共 12 亿 Ah 高比能动力锂电池产业化项目，拟投资 23.73 亿元	5.34
宁德时代	2018 年 IPO	湖西锂离子动力电池生产基地项目，拟投资 98.6 亿元建设产能 24GWh	4.11
国轩高科	2018 年可转债	国轩南京年产 15GWh 动力电池系统生产线及配套建设项目，一期 5GWh 拟投资 20.46 亿元	4.09
亿纬锂能	2018 年定增	荆门亿纬创能储能动力锂离子电池项目，拟投资 21.58 亿元建设 5GWh 锂电池产能	4.32
欣旺达	2018 年定增	动力类锂电池生产线建设项目，拟投资 24.1 亿元建设年产 6GWh 动力锂电池产能	4.02

资料来源：公司公告，华创证券

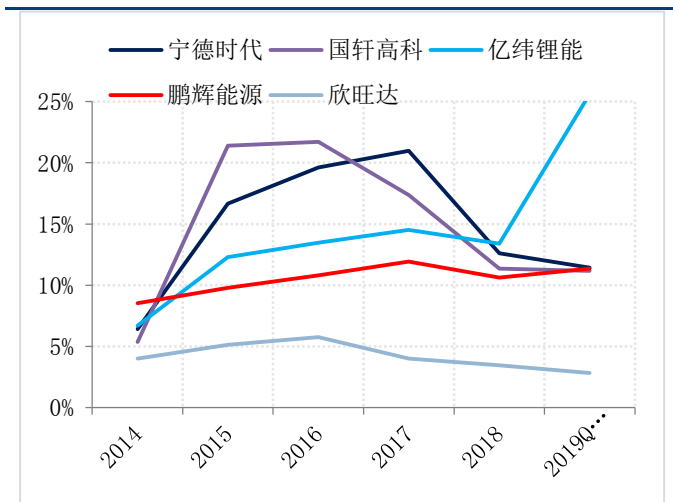
公司经营效率较好期间费用率低，在毛利率略低于同行的情况下仍实现了与同行相当的净利率水平。鹏辉能源的电池业务过去以消费类电池为主，长期的精细化管理造就了公司较强的成本管控能力，期间费用率一直维持在 10% 左右。2018 年鹏辉能源综合毛利率 23.24%，较宁德时代和国轩高科分别低 9.6 和 6.0 个百分点，仅略高于同样以消费类电池为主的欣旺达，但公司 2018 年仍实现了 10.62% 的净利率。2019 年前三季度，鹏辉能源毛利率 25.68%，净利率达到 11.35%，缩小了与同行之间的差距，体现公司较强的经营效率。

图表 19 主要电池企业毛利率对比



资料来源：Wind，华创证券

图表 20 主要电池企业净利率对比



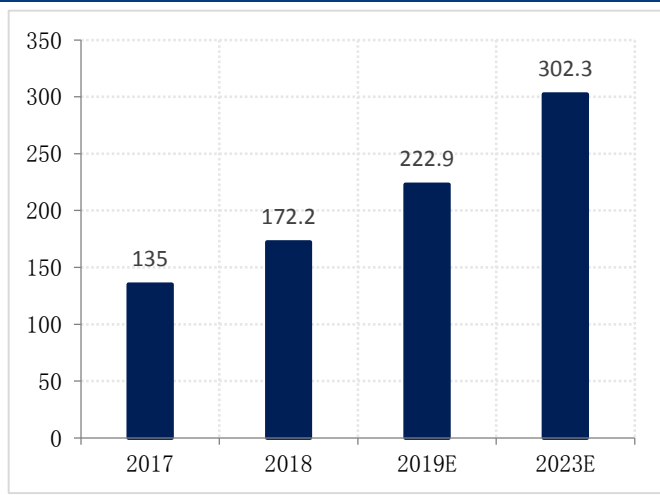
资料来源：Wind，华创证券

### 三、消费类电池增长稳健，TWS 耳机电池爆发料将贡献较大业绩弹性

#### 1、消费类电池主要供货蓝牙耳机、蓝牙音响等产品，有望持续稳健增长

消费类数码电池是鹏辉的传统优势业务，主要应用于蓝牙音箱、蓝牙耳机、机器人、可穿戴设备等领域。根据 IDC 的数据，全球可穿戴设备市场在 2018 年增长了 27.5%，达到了 1.72 亿台，IDC 预计到 2019 年全球可穿戴市场出货量将达到 2.23 亿台，2023 年将增长至 3.02 亿台。全球蓝牙音频市场也持续较好增长，2018 年全球蓝牙音频娱乐设备出货量达到 11.3 亿只，预计未来 5 年将保持稳健增长，2023 年有望达到 16 亿只。

图表 21 全球可穿戴设备出货 (百万只)



资料来源: IDC, 华创证券整理

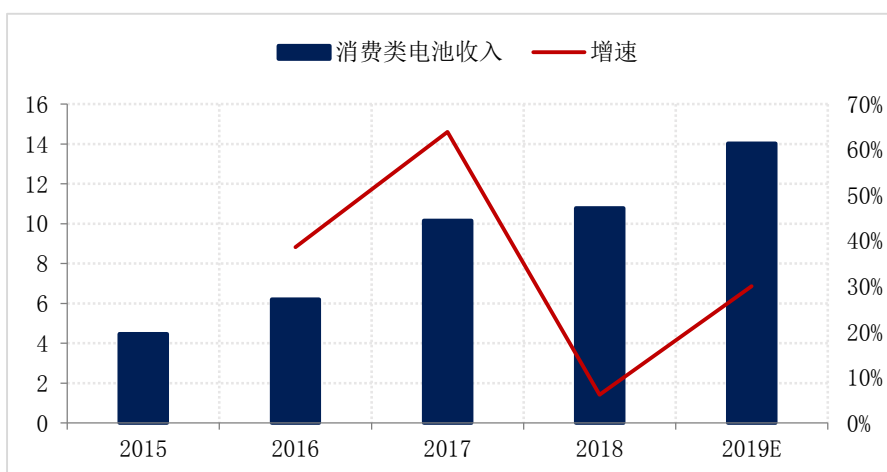
图表 22 全球蓝牙音频娱乐设备出货量 (亿只)



资料来源: Bluetooth, 华创证券整理

公司消费类电池持续稳健增长，今年受益于 ETC 市场爆发增长提速。公司在蓝牙音箱领域始终保持行业领先优势，在充电宝、蓝牙耳机等领域也不断拓宽市场份额，实现稳步增长。2015 年公司消费类电池营收约 4.5 亿，2018 年达到约 10.8 亿。今年我国 ETC 市场爆发，鹏辉能源也在 ETC 电池领域维持较好的市场份额，在 ETC 电池产品主流的锂亚+电容、锂亚+铁锂、纯铁锂方案中，公司参与锂亚+铁锂、纯铁锂方案中的铁锂部分，今年出货预计能达到 4000 万只，带动消费类电池快速增长，预计明年公司消费锂电业务仍将有稳健增长。

图表 23 鹏辉能源消费类电池收入 (亿元)

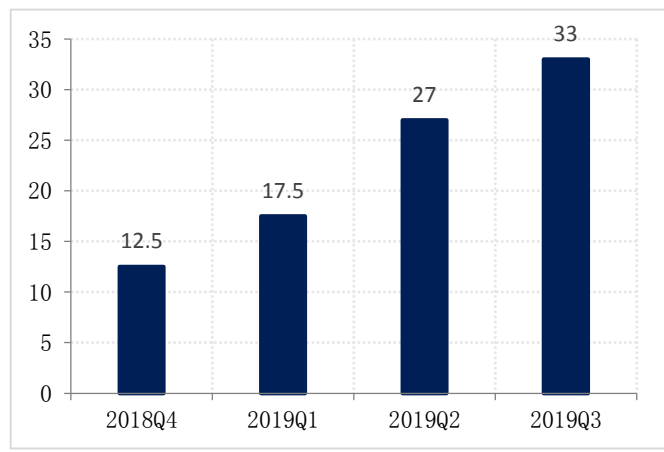


资料来源: 公司公告, 华创证券

## 2、TWS 耳机市场爆发，高毛利率耳机电池业绩弹性较大

TWS 耳机渗透率迅速提升，苹果 AirPods Pro 采用纽扣电池引领行业发展。TWS 即 True Wireless Stereo 的缩写，意为真正的无线立体声，从技术上来说是指手机通过连接主音箱，再由主音箱通过蓝牙无线方式连接从音箱，实现真正的蓝牙左右声道无线分离使用。TWS 耳机推出后爆发增长，根据 Counterpoint 数据，2018 年全球 TWS 耳机出货量为 4600 万套，Counterpoint 预计 2020 年全球 TWS 耳机出货将达到 1.29 亿套。苹果在今年 10 月 29 号发布的第三代 TWS 耳机 AirPods Pro，性能大幅提升，Airpods Pro 有望带动 TWS 耳机渗透率加速提升，新的 AirPods Pro 电池改为纽扣式电池，引领行业发展方向，预计未来纽扣式电池将成市场主流路线。

图表 24 全球 TWS 耳机出货量 (百万)



资料来源: Counterpoint, 华创证券整理

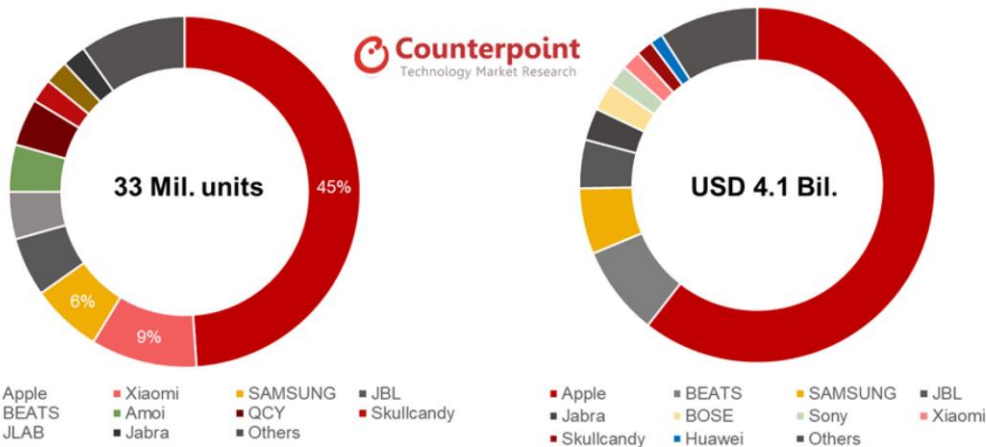
图表 25 AirPods Pro 改为使用纽扣式电池



资料来源: Apple 官网, 华创证券

公司已为 JBL、佳禾智能等企业批量供货，明年出货有望达到 4000 万只。TWS 耳机本身耗电量大于普通蓝牙耳机，而且 TWS 耳机尺寸更小，因此适配 TWS 耳机的电池需要具备高能量密度、小体积、密封性好等特点。鹏辉能源在消费锂电领域具有较好的技术和客户优势，在 TWS 耳机电池国产化进程中享受先发优势。鹏辉能源研发的 TWS 耳机纽扣电池，具有快充电、长循环寿命、高安全可靠结构以及使用温度范围大等特点，目前已为 JBL、佳禾智能等企业批量供货，今年出货量将达到 1000 万只以上，目前公司和小米、华为、三星的合作正在快速推进，预计明年出货有望达到 4000 万只。由于 TWS 耳机电池的技术要求较传统耳机电池更高，且 TWS 耳机售价较高，因此 TWS 耳机电池产品毛利率大幅高于普通消费类电池，料将为公司贡献较大的利润增量。

图表 26 2019 年第 3 季度全球 TWS 耳机主要厂商市场份额，公司客户 JBL 排名第 4



资料来源: Counterpoint, 华创证券整理

#### 四、储能电池业务潜力巨大，轻型动力电池快速增长

##### 1、储能电池高速发展，联手天合光能扩大光伏储能布局

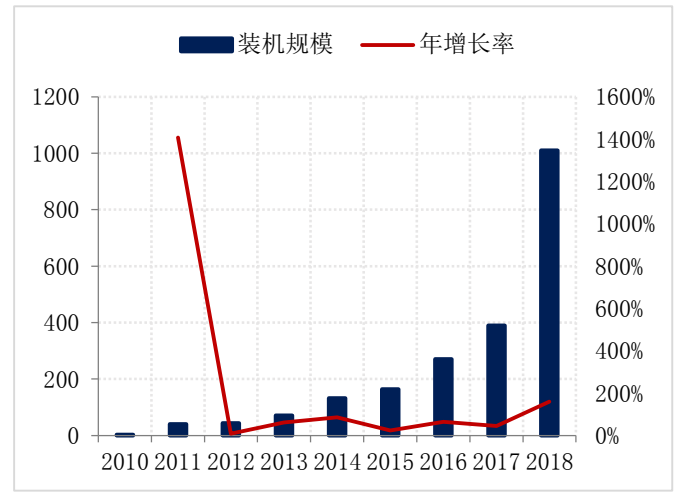
储能市场蓬勃发展，中国 2018 年新增电化学储能 0.6GW，同比增长 414%。储能主要可分为抽水蓄能、电化学储能、熔融盐储热、飞轮储能等类型，其中电化学储能技术路线较多且受地理条件和资源条件的限制较小，尽管目前其装机规模不大，但开发增速较快，具有极大发展潜力。根据中关村储能产业技术联盟数据，截止 2018 年底，全球电化学储能装机 6.5GW，同比增长 121%。我国电化学储能市场受益于政策刺激和锂电池成本降低，取得了持续快速增长。截止 2018 年，我国电化学储能市场装机为 1.01GW，同比增长 159%，2018 年新增装机为 0.6GW，同比增长 414%。

图表 27 全球电化学储能累计装机 (MW)



资料来源: CNESA 《2018 储能系统白皮书》，华创证券整理

图表 28 中国电化学储能累计装机 (MW)



资料来源: CNESA 《2018 储能系统白皮书》，华创证券整理

从应用场景来看，国内锂电池在辅助服务、电网侧等应用场景中均为主流。电化学储能的应用场景可分为电源侧、集中式可再生能源并网、辅助服务、电网侧和用户侧。全球来看，目前辅助服务占比最高，2018 年上半年新增电化学储能中辅助服务为 354.2MW，占比达 51%。国内市场目前电网侧规模最大，2018 年上半年新增电化学储能中电网侧规模 42.6MW，占比为 42%。在各类应用领域中，锂离子电池的装机占比都最大，国内市场 2018 年上半年的新增装机中，辅助服务、电网侧 100% 均为锂电池，集中式可再生能源并网中锂电池占比 96%，仅用户侧占比略低为 72%，另有 27% 用户侧储能为铅蓄电池。

图表 29 中国电化学储能项目各应用领域电池占比

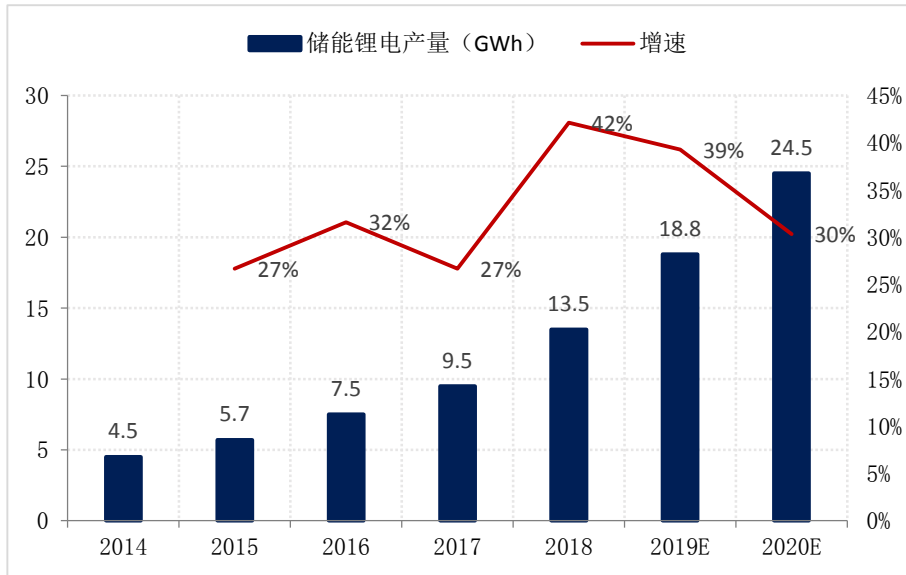
	集中式可再生能源并网	辅助服务	电网侧	用户侧
锂离子电池	96%	100%	100%	72%
铅蓄电池	2%			27%
液流电池	2%			1%

资料来源: CNESA 《2018 储能系统白皮书》，华创证券整理



储能锂电出货量持续增长, 预计 2020 年达 24.5GWh。根据高工锂电统计, 2018 年全球储能锂电池产量达 13.5GWh, 同比增长 42%, 高工锂电预计 2019 年储能锂电池产量将达到 18.8GWh, 2020 年达到 24.5GWh, 我们预计未来五年储能锂电出货将不断快速增长。

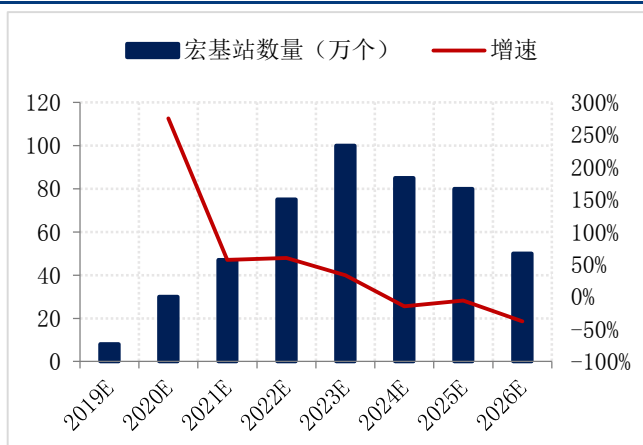
图表 30 全球储能锂离子电池产量(GWh)



资料来源: 高工锂电, 华创证券

**5G 基站建设提升通信储能需求, 磷酸铁锂电池替代铅酸大势所趋。**在国家大力推动 5G 发展的政策背景下, 5G 基站及设备建设正紧锣密鼓推进。国内三大运营商都已确定了详细的实施方案。赛迪顾问预测, 2020 年国内将建设 30 万个基站, 2021 年建设 47 万个基站。传统铅酸电池虽然单价较低, 但在能量密度方面较磷酸铁锂电池有明显短板。此外, 传统 4G 基站单站功耗 780-930W, 而 5G 基站单站功耗 2700W 左右, 在 5G 储能电池参与调峰降成本的情况下, 充放电次数将大大增加, LFP 电池低全周期成本的优势将得以发挥。我们认为, 磷酸铁锂电池将是 5G 基站储能的首选方案, 将伴随 5G 建设快速发展。

图表 31 国内 5G 宏基站数量预测 (万个)



资料来源: 赛迪顾问《2018 年中国 5G 产业与应用发展白皮书》, 华创证券整理

图表 32 铅酸电池与磷酸铁锂电池比较

类型	铅酸电池	磷酸铁锂电池
充放电次数	1000-1200次	7000-10000次
待机寿命	浮充8年	10年(半点保存, 不可浮充)
价格	0.6-0.7元/Wh	0.8-1元/Wh, 加上设计余量
能量密度	38-40Wh/kg	170-180Wh/kg
回收	回收率90%以上, 残值高	机制尚不健全
其他特点	技术成熟、工温范围大、能浮充、常压或低压设计, 安全性好、浅充浅放电性能优异、工作电压高、大电流深度放电性能差。	无记忆效应、可大电流深度放电、适用于调峰、浮充需要单独设置BMS达到浅充浅放效果。

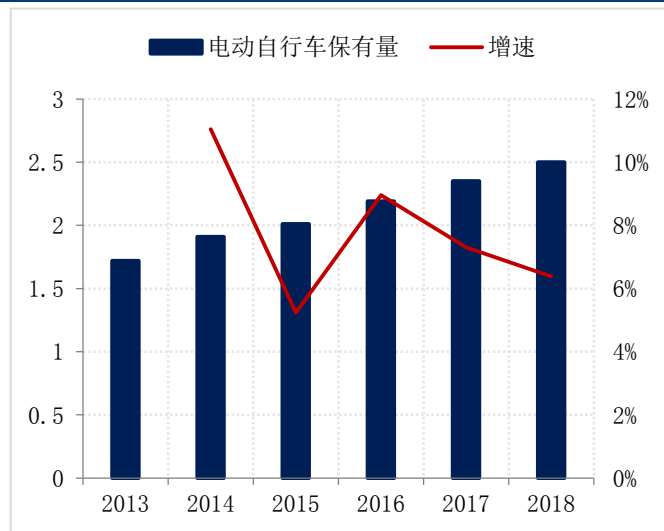
资料来源: 高工锂电, 华创证券整理

鹏辉能源储能电池业务高速增长，与天合光能合作成立合资公司扩大光伏储能布局。公司在储能市场耕耘多年，已逐步完成储能技术与市场布局，可根据客户应用场景需求提供完整的储能系统解决方案，包含系统集成、项目交付、项目安装及调试等综合服务。公司已与通信行业大客户建立稳定合作关系，完成国际市场兆瓦级系统交付，储能业务持续大幅度增长，今年第三季度储能电池业务占比达 15%，同比增长 58%。公司积极参加中国铁塔，中兴通讯，中国移动等客户的招标，预计明年储能电池能实现 50% 以上的增长。今年 4 月公司与天合光能签订协议成立合资公司天辉锂电，注册资本 3 亿元，鹏辉出资比例为 51%，天合光能出资比例为 49%，天合光能是全球领先的光伏组件和智慧能源整体解决方案提供商，此次合作将进一步拓展公司在光伏储能领域的布局。

## 2、电动自行车锂电化加速，公司一线客户持续拓展料将高速增长

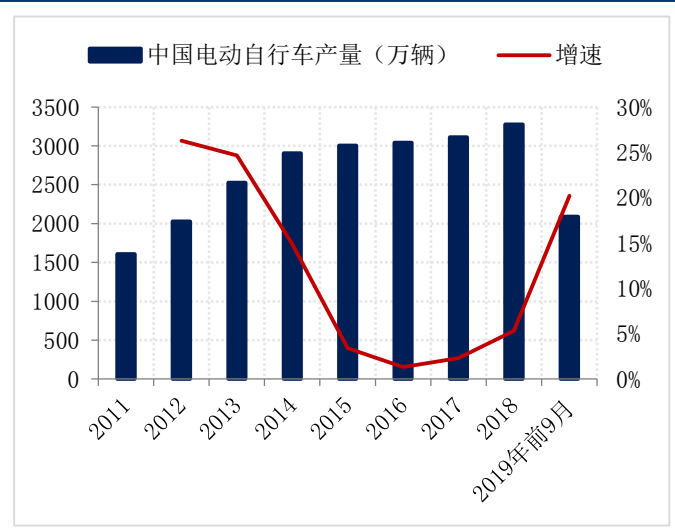
我国电动自行车保有量 2.5 亿辆以上，每年产量 3000 万以上。我国电动自行车市场的保有量巨大，2013-2018 年保有量呈现稳步上升趋势，2018 年我国电动自行车保有量约为 2.5 亿辆。我国电动自行车产量也逐年上升，根据中国自行车行业协会数据，2018 年我国电动自行车产量为 3278 万辆，同比增长 5%，2019 年 1-9 月电动自行车产量 2090.9 万辆，同比增长 20.2%，9 月当月电动自行车产量 316.3 万辆，同比增长 31.0%。

图表 33 中国电动自行车保有量 (亿辆)



资料来源：前瞻网，华创证券整理

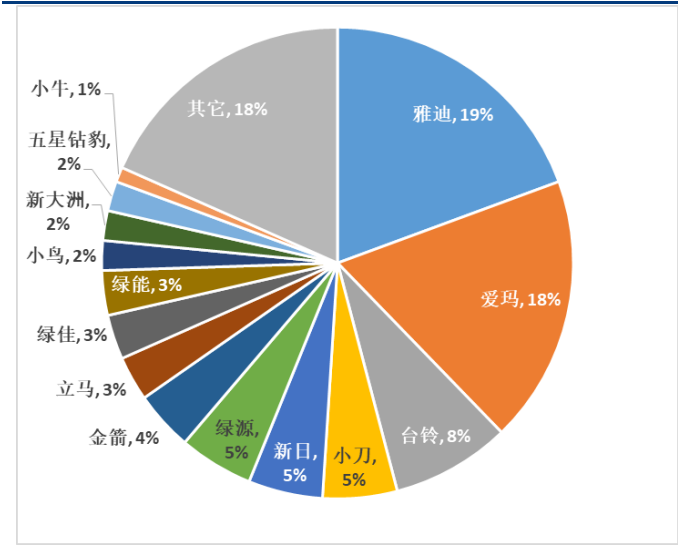
图表 34 中国电动自行车产量 (万辆)



资料来源：中国自行车行业协会，工信部，华创证券

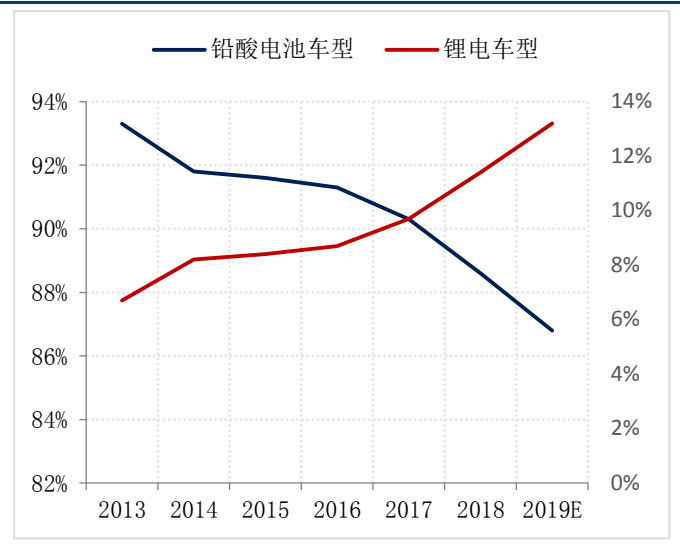
电动自行车行业 CR5 达 55%，未来格局变化预计主要取决于锂电车型销量。根据中关村在线的数据，2018 年我国电动自行车销量排名前 5 分别为雅迪 (19%)、爱玛 (18%)、台铃 (8%)、小刀 (5%) 和新日 (5%)，CR5 为 55%，CR10 为 73%，其中行业前 2 雅迪和爱玛合计占 36% 的市场份额，较 2016 年增加了 9%，行业整体趋势为份额向头部集中。扰动未来电动自行车格局的预计将会是锂电车型的推广。过去较长一段时间，铅酸电池由于其成本优势在电动自行车中占据统治地位，但随着动力锂电爆发带来锂电产业链成本快速下降，从 2016 年开始，锂电车型的占比开始逐渐加速，从 8.7% 提升至 2018 年 11.4%，2019 年有望达到 13.2%。

图表 35 2018 年中国电动自行车主要品牌销量占比



资料来源：中关村在线《2019 年中国电动车产业发展白皮书》，华创证券整理

图表 36 电动自行车铅酸与锂电车型占比变化趋势



资料来源：中关村在线《2019 年中国电动车产业发展白皮书》，华创证券整理

**电动自行车新国标 2019 年 4 月开始实施，将推动锂电车型渗透率快速提升。**2018 年 5 月，工信部组织修订的《电动自行车安全技术规范》强制性国家标准 (GB 17761-2018) 发布，自 2019 年 4 月 15 日正式实施。新国标明确规定电动自行车最高车速不高于 25km/h，整车质量不大于 55kg，电机功率由 240W 调整为 400W。旧国标中虽然规定的整车质量为 40kg 较新国标更低，但过去市场上还是有不少存量的“超标车”，比如，目前实际使用中的电动自行车，有的车速已经超过 40km/h，很多整车重量超过 70kg。随着新国标逐步落地，铅酸电池已经难以满足新标准对于整车重量 55Kg 的上限，预计锂电车型的渗透率将加速提升。

图表 37 电动自行车新旧国标主要技术参数

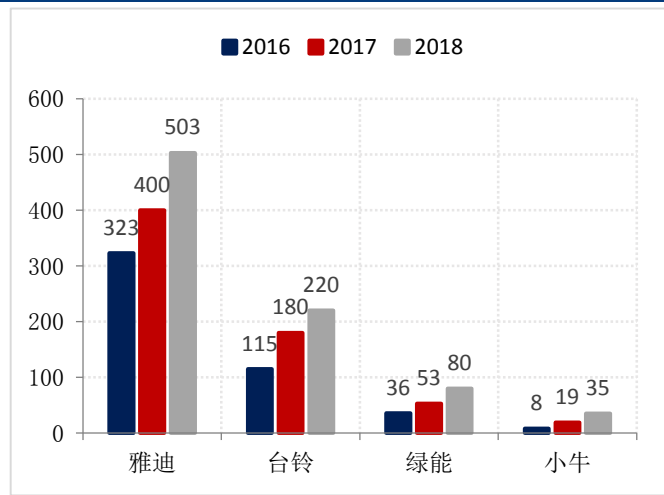
项目	新国标	旧国标
最高车速	不大于 25km/h	不大于 20km/h
制动性能	以最高车速电动骑行时，其干态制动距离应不大于 7m，湿态应不大于 9m	以最高车速电动骑行时，其干态制动距离应不大于 4m，湿态应不大于 15m
整车质量	不大于 55kg	不大于 40kg
电动机功率	额定连续输出功率不大于 400W	额定连续输出功率不大于 240W
蓄电池标称电压	不大于 48V	不大于 48V

资料来源：工信部，华创证券

**鹏辉能源进入电动自行车一线品牌供应链，轻型动力类电池快速增长。**公司依托其在锂电池领域的技术优势，在电动自行车市场快速突破。2018 年公司实现了向小牛电动、超威集团等行业一线客户批量出货，2019 年供货上海钧正网络科技 (哈啰出行)，公司还已进入五羊本田等客户的供应体系，下一步有望导入台铃。受电动自行车电池带动，

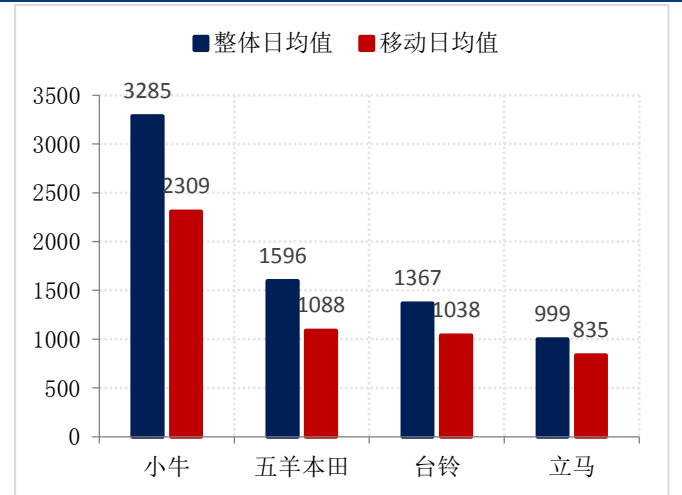
公司其他动力电池产品(电动自行车电池、电动工具电池以及其他倍率型电池)持续快速增长,2018年增长超200%,2019年第三季度增长78%,现已占到公司约15%营收,我们预计明年公司在电动自行车领域电池仍将保持高速增长。

图表 38 重点电动自行车品牌近3年销量



资料来源: 中关村在线《2019年中国电动车产业发展白皮书》, 华创证券整理

图表 39 重点电动自行车品牌百度搜索指数



资料来源: 中关村在线《2019年中国电动车产业发展白皮书》, 华创证券整理

## 五、盈利预测与投资建议

我们预计公司2019-2021年归母净利润为3.58、4.74、5.98亿,同比增长35%、32%、26%,EPS为1.28、1.69、2.13元,对应2019-2021年16、12、10倍PE,同行业电池标的平均估值水平为2019年30倍,考虑到公司在动力电池和TWS耳机电池领域的高成长性,公司当前估值较低,给予2019年25倍PE,目标价32元,首次覆盖给予“强推”评级。

图表 40 可比公司估值表

公司	股价	EPS			PE		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021
宁德时代	88.00	1.98	2.47	3.17	44	36	28
国轩高科	12.19	0.64	0.78	0.91	19	16	13
亿纬锂能	45.14	1.68	1.89	2.38	27	24	19
欣旺达	16.39	0.53	0.74	0.94	31	22	17
行业平均					30	24	19
鹏辉能源	21.03	1.28	1.69	2.13	16	12	10

资料来源: Wind, 华创证券预测

## 六、风险提示

新能源汽车补贴政策下滑低于预期; 新客户拓展进度低于预期; 行业竞争加剧电池价格超预期下降。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	450	424	1,002	860
应收票据	39	109	154	210
应收账款	1,552	2,006	2,839	3,874
预付账款	14	23	33	45
存货	910	1,264	1,816	2,429
其他流动资产	130	142	202	276
流动资产合计	3,095	3,968	6,046	7,694
其他长期投资	23	0	0	0
长期股权投资	61	61	61	61
固定资产	1,217	1,191	1,477	1,836
在建工程	258	398	498	598
无形资产	38	34	31	28
其他非流动资产	351	265	280	298
非流动资产合计	1,948	1,949	2,347	2,821
<b>资产合计</b>	<b>5,043</b>	<b>5,917</b>	<b>8,393</b>	<b>10,515</b>
短期借款	408	528	578	678
应付票据	444	685	984	1,350
应付账款	1,463	1,643	2,361	3,239
预收款项	22	32	45	61
其他应付款	22	4	4	4
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	101	118	146	183
流动负债合计	2,460	3,010	4,118	5,515
长期借款	71.00	51.00	941.00	1,091.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	149	148	148	148
非流动负债合计	220	199	1,089	1,239
<b>负债合计</b>	<b>2,680</b>	<b>3,209</b>	<b>5,207</b>	<b>6,754</b>
归属母公司所有者权益	2,224	2,554	3,012	3,562
少数股东权益	139	154	174	199
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,363</b>	<b>2,708</b>	<b>3,186</b>	<b>3,761</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,043</b>	<b>5,917</b>	<b>8,393</b>	<b>10,515</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>98</b>	<b>35</b>	<b>161</b>	<b>312</b>
现金收益	374	515	637	846
存货影响	-351	-354	-552	-613
经营性应收影响	-318	-592	-960	-1,190
经营性应付影响	610	413	1,030	1,260
其他影响	-217	54	7	9
<b>投资活动现金流</b>	<b>-501</b>	<b>-122</b>	<b>-517</b>	<b>-619</b>
资本支出	-764	-231	-501	-601
股权投资	8	0	0	0
其他长期资产变化	255	109	-16	-18
<b>融资活动现金流</b>	<b>174</b>	<b>61</b>	<b>934</b>	<b>165</b>
借款增加	261	100	940	250
股利及利息支付	-59	-38	-49	-62
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-28	-1	43	-23

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>2,569</b>	<b>3,630</b>	<b>5,138</b>	<b>7,011</b>
营业成本	1,972	2,739	3,935	5,398
税金及附加	17	23	33	45
销售费用	88	134	185	245
管理费用	85	131	180	245
财务费用	7	21	25	78
资产减值损失	82	60	72	86
公允价值变动收益	0	-2	0	0
投资收益	20	20	20	20
其他收益	63	20	24	29
<b>营业利润</b>	<b>314</b>	<b>428</b>	<b>567</b>	<b>716</b>
营业外收入	2	5	5	5
营业外支出	1	2	2	2
<b>利润总额</b>	<b>315</b>	<b>431</b>	<b>570</b>	<b>719</b>
所得税	42	58	76	96
<b>净利润</b>	<b>273</b>	<b>373</b>	<b>494</b>	<b>623</b>
少数股东损益	8	15	20	25
<b>归属母公司净利润</b>	<b>265</b>	<b>358</b>	<b>474</b>	<b>598</b>
NOPLAT	279	391	516	690
EPS(摊薄) (元)	0.94	1.28	1.69	2.13

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	22.4%	41.3%	41.5%	36.5%
EBIT 增长率	2.9%	40.5%	31.8%	33.9%
归母净利润增长率	5.3%	35.4%	32.3%	26.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	23.2%	24.5%	23.4%	23.0%
净利率	10.6%	10.3%	9.6%	8.9%
ROE	11.2%	13.2%	14.9%	15.9%
ROIC	12.0%	14.0%	12.8%	14.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	53.1%	54.2%	62.0%	64.2%
债务权益比	26.6%	26.8%	52.3%	51.0%
流动比率	125.8%	131.8%	146.8%	139.5%
速动比率	88.8%	89.8%	102.7%	95.5%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转天数	190	176	170	172
应付账款周转天数	206	204	183	187
存货周转天数	134	143	141	142
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.94	1.28	1.69	2.13
每股经营现金流	0.35	0.12	0.57	1.11
每股净资产	7.91	9.08	10.71	12.67
<b>估值比率</b>				
P/E	22	16	12	10
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	21	15	12	9

## 电力设备与新能源组团队介绍

### 首席分析师：胡毅

北京化工大学硕士。曾任职于天津力神、普华永道、中银国际证券、招商证券。2017年加入华创证券研究所。2015、2016年新财富上榜团队核心成员。

### 分析师：于潇

北京大学管理学硕士。曾任职于通用电气、中泰证券、东吴证券。2017年加入华创证券研究所。2015、2016年新财富团队成员。

### 分析师：邱迪

中国矿业大学工学硕士。2016年加入华创证券研究所。

### 研究员：杨达伟

上海交通大学硕士。曾任职于协鑫集成、华元恒道（上海）投资管理有限公司。2017年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理		wangliqiong@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500