



稳健经营，小而精的电池综合服务商

2018.12.11

潘永乐(分析师)	徐超(分析师)
电话: 020-88832354	020-88836115
邮箱: pan.yongle@gzgzhs.com.cn	xu.chao1@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310518070002	A1310518060001

核心观点:

● 常州 10GW 电池工厂开工，与上汽通用五菱推广“柳州模式”

鹏辉能源位于常州基地的锂离子动力电池及系统项目开工，总投资 58 亿元，包括 10Gwh 锂离子动力电池和 5Gwh 锂离子动力电池 PACK 项目。公司新开发乘用车重要客户上汽通用五菱，并与驻马店市政府三方合作，共同将新能源汽车推广“柳州模式”在驻马店落地。目前公司主要批量出货乘用车客户知豆和上汽通用五菱，商用车客户东风特汽、广通客车等。

● 磷酸铁锂出货量逆袭上涨，动力电池总装机量跻身前十

2018 前三季度公司动力电池总装机量 329MWh，同比增加 666%，三元装机量为 117 MWh，同比增加 170%，铁锂装机量为 212MWh。依靠东风专用车订单铁锂出货量大幅增长。鹏辉能源 9 月份动力电池总装机量为 109.5MWh，市场份额 1.8%，排名第 8，其中磷酸铁锂为 108.5MWh。前三季度的铁锂装机量跃居企业装机量排名第 6 名，动力电池总装机量排名也大幅上升，排名第十。

● 消费电池稳健发展，储能电池逐渐崛起

公司消费电池保持稳健，传统数码收入占比依然最高，消费类电池为公司提供稳定的现金流来源，公司小型消费电池在可穿戴设备、扫地机器人等领域应用广泛，支撑消费业务平稳发展，储能领域也在渐渐崛起，UPS、通信基站用铁锂电池已形成销售，便携式储能箱、家用储能产品完成研发，公司又开发了几个兆瓦级储能电站客户，为下半年储能业绩突破做了充分准备。

● **盈利预测与估值:**根据公司现有业务,我们测算公司 18-20 年 EPS 分别为 1.20、1.36 和 1.48 元，对应 15、13 和 12 倍 PE，首次覆盖，给与“强烈推荐”评级，给与 2018 年 20 倍 PE，目标价 24 元。

● **风险提示:**新建产能建设进度不及预期，电池价格与上游原材料价格波动风险，新能源补贴政策出现重大调整，行业竞争激烈。

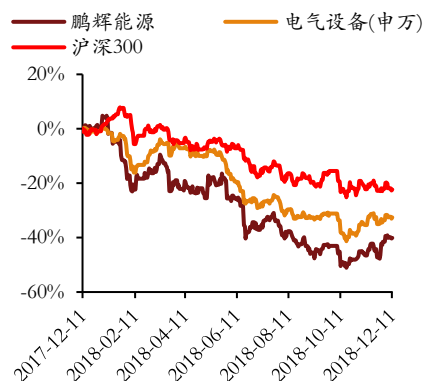
主要财务指标(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2098.49	2895.12	3447.13	3861.70
同比(%)	65.06%	37.96%	19.07%	12.03%
归属母公司净利润	251.40	337.75	381.16	414.89
同比(%)	81.15%	34.35%	12.85%	8.85%
每股收益(元)	0.89	1.20	1.36	1.48
P/E	19.69	14.66	12.99	11.93
P/B	2.46	2.11	1.98	1.83
EV/EBITDA	2.00	9.43	8.41	7.57

强烈推荐(首次)

现价:	17.61
目标价:	24
股价空间:	36.28%

电力设备与新能源行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
鹏辉能源	12.02	11.88	-19.46
电气设备(申万)	4.43	0.67	-16.24
沪深 300	-0.24	-2.00	-16.40

基本资料

总市值(亿元)	49.51
总股本(亿股)	2.81
流通股比例	75.86%
资产负债率	47.41%
大股东	夏信德
大股东持股比例	31.94%

相关报告



目录

目录.....	2
图表目录.....	3
1. 紧扣时代脉搏，绿色高性能电池领域稳中求进.....	4
1.1 近二十年发展历史的电池制造商.....	4
1.2 持续不断地研发投入、二次锂电池是绝对主力.....	5
1.3 过往业绩表现.....	5
2. 新能源汽车政策变化，高效能动力电池需求旺盛.....	7
2.1 新能源汽车市场形势以及动力电池市场需求.....	7
2.2 不断追求更高能量密度的动力电池.....	8
3.2 三元材料强势，铁锂仍有需求.....	9
3. 动力、消费与储能三驾马车齐奔.....	10
3.1 多种技术线并举，覆盖新能源产业链.....	10
3.2 多元化发展战略，扎根于消费，拓展储能.....	13
4 盈利预测.....	15
5 风险提示.....	15



图表目录

图表 1.	公司发展历程	4
图表 2.	公司股权结构	5
图表 3.	研发费用不断增加	5
图表 4.	公司主营业务收入占比，二次电池为主	5
图表 5.	公司营业收入（亿元）	6
图表 6.	公司归母净利润（亿元）	6
图表 7.	公司近年来整体毛利率维持在 24%左右	6
图表 8.	近三年公司净利率有所上升	6
图表 9.	锂电池扩产，公司固定资产与在建工程总量持续增长（亿元）	7
图表 10.	稳健的资产负债率水平，40%与 50%之间	7
图表 11.	财务费用率	7
图表 12.	流动比率与速动比率较高	7
图表 13.	国内新能源汽车产量节节攀升（万辆）	8
图表 14.	国内动力电池装机量水涨船高（GWh）	8
图表 15.	新能源汽车推荐目录各车型能量密度逐渐提升（Wh/kg）	9
图表 16.	新能源汽车推荐目录纯电动车型续航里程不断提高（km）	9
图表 17.	新能源汽车分正极材料占比	9
图表 18.	新能源乘用车分正极材料占比	9
图表 19.	新能源专用车正极材料占比	10
图表 20.	新能源客车分正极材料占比	10
图表 21.	公司主要业务布局	10
图表 22.	公司动力电池主要客户	11
图表 23.	公司研发与生产基地分布	11
图表 24.	公司配套乘用车车型宝骏 E100、知豆 D2	12
图表 25.	近几年公司动力电池装机量（MWh）	12
图表 26.	2018 年前三季度磷酸铁锂动力电池装机量企业排名（单位：MWh）	13
图表 27.	公司消费类电池产品	14
图表 28.	国内重要的储能政策梳理	14
图表 29.	公司储能类电池产品	15

1. 紧扣时代脉搏，绿色高性能电池领域稳中求进

1.1 近二十年发展历史的电池制造商

鹏辉能源的主要业务是锂原电池、锂离子电池、镍氢电池。锂原电池的主要产品包括锂锰电池和锂铁电池，重点应用于消费电池领域，如电动玩具、视听设备相关配套产品、高端仪表器械、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。锂离子的主要产品包括钴酸锂系列产品、磷酸铁锂系列产品和三元材料系列产品，应用于消费、储能、动力电池领域，如平板电脑、蓝牙音响、可穿戴产品、银行口令卡、新能源汽车、电力储能、通信储能、分布式储能和电动工具等领域。

镍氢电池主要应用于零售可充电电池、混合动力汽车、安防设备、医疗器械、无线电话、电动工具、电动剃须刀、吸尘器、电动轮椅、玩具等产品领域，以及草坪灯、无线通讯基地台搭配电源、铁路运输用蓄电池等储能应用。鹏辉能源的前身广州鹏辉能源科技股份有限公司成立于2001年，公司2015年登陆深圳创业板，深耕绿色能源电池领域十八年，如今公司以动力电池为核心，传统业务稳健发展，同时不断拓宽业务范围进入新领域，着力打造全电池产业链的服务体系。

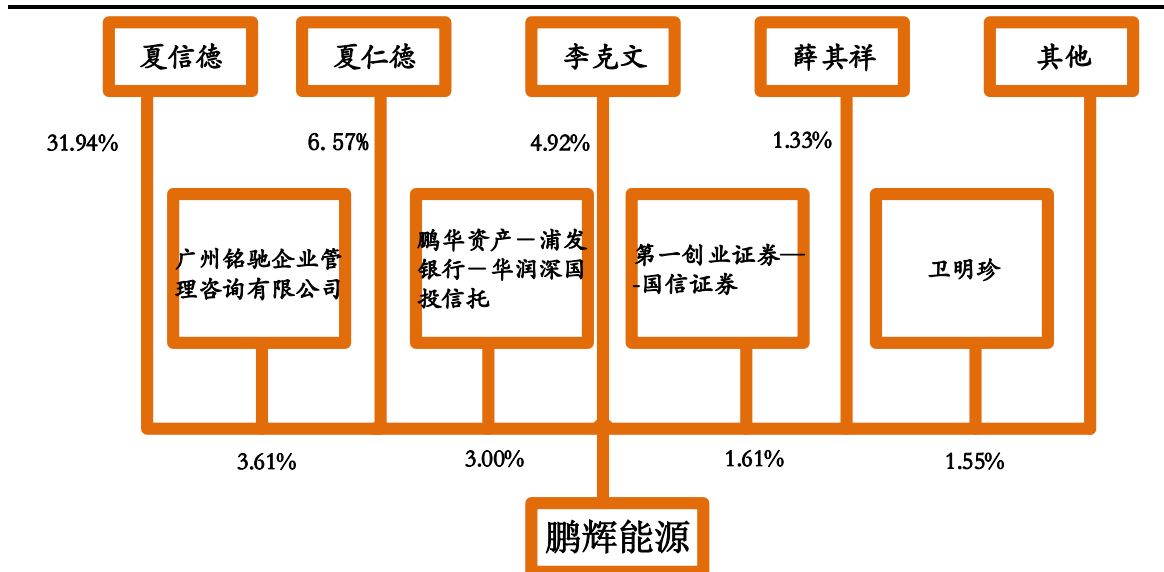
图表1. 公司发展历程



资料来源：公司公告、广证恒生

鹏辉能源公司前十大股东主要是自然人持股，公司董事长兼总裁、最大股东及实际控制人——夏信德，直接持股31.94%，间接持股3.61%。夏仁德先生是夏信德先生的哥哥持股6.57%、夏信德先生是广州铭驰企业管理咨询有限公司的实际控制人，非自然人持股股东持有比例分别为3.61%、3.00%、1.61%。其他自然人持股股东除李克文持有4.92%股份以外，持股比例都低于2%。公司创立至今，实际控制人对公司具有较强的控制力，在此期间，公司战略具有较强的稳定性和可持续性，公司业务具有较强的专注度。夏信德先生拥有电化学硕士学位，曾担任“555”电池研究所副所长，是电池领域的技术专家，公司高管董事也多为海内外国高校各领域专项人才，因此公司重视技术研发，开拓国内国外市场，规范经营管理。

图表2. 公司股权结构

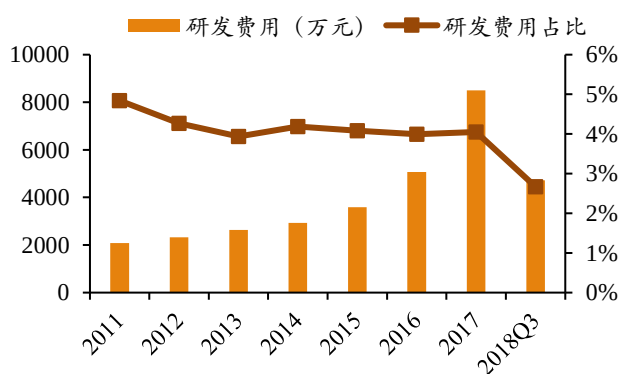


资料来源：公司公告、广证恒生

1.2 持续不断地研发投入、二次锂电池是绝对主力

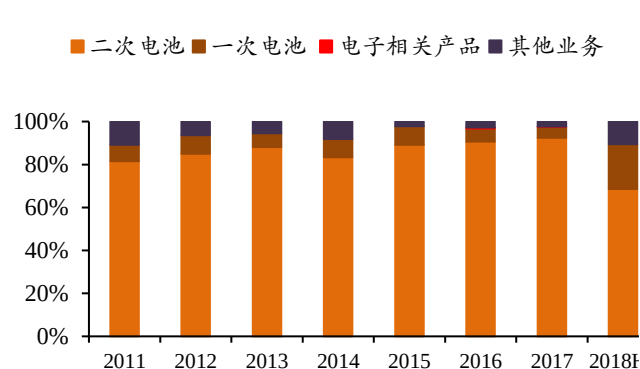
鹏辉能源上市之前研发费用相对平稳，2015 年上市以来研发支出不断地攀升，快速增长，随着研发投入的不断增长。跟随电池发展的趋势，二次电池收入占比不断增加，2016 以来的全年二次电池收入已经占到了全部业务总收入的 90% 以上，由于二次电池具有季节性，下半年是旺季，上半年一次电池占比略有回升，预计全年二次电池收入占比仍将维持 90% 左右。

图表3. 研发费用不断增加



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

图表4. 公司主营业务收入占比，二次电池为主



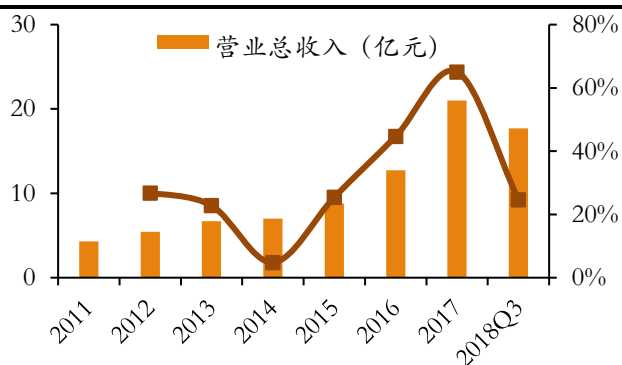
资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

1.3 过往业绩表现

1.3.1 营业收入和净利润快速增长

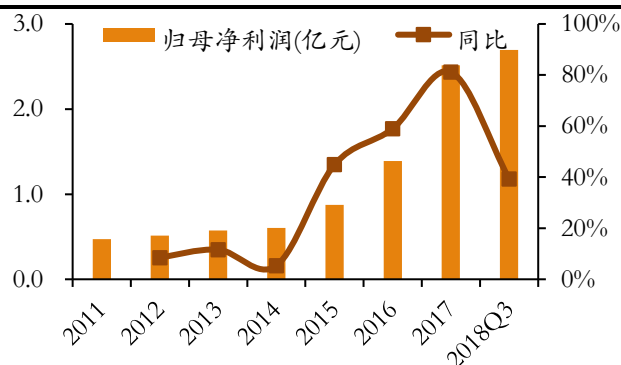
公司 2018Q3 营业收入为 17.70 亿元，同比增长 24.68%，归母净利润 2.69 亿元，同比增长 39.32%，2015 年上市以来，营业收入和归母净利润快速增长，2018 年锂电池行业竞争加剧，收入与利润增速有所下滑。

图表5. 公司营业收入 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、广证恒生

图表6. 公司归母净利润 (亿元)

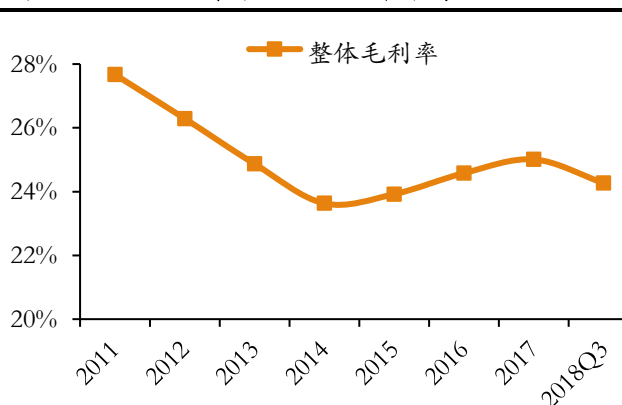


资料来源: 公司公告、Wind、广证恒生

1.3.2 稳健的毛利率水平

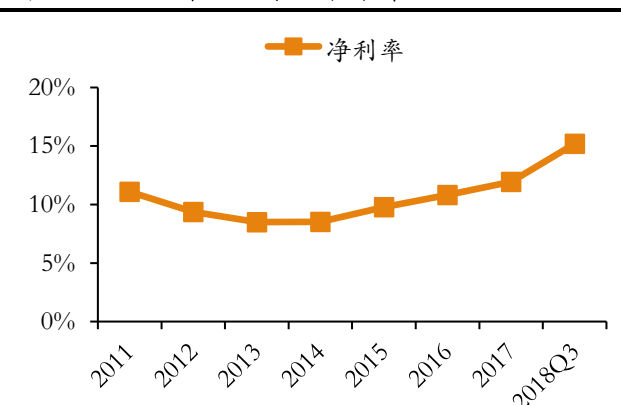
公司 2015 年上市以后毛利率水平相对稳定, 维持在 24% 左右, 全年整体毛利率逐渐上升, 2018Q3 毛利率稍有下降, 原因是: 锂电池行业需求季节性明显, 下半年需求量比较大, 上半年出货量小固定资产摊销比例大, 新能源汽车补贴下降, 2018 上半年动力电池价格下行。

图表7. 公司近年来整体毛利率维持在 24% 左右



资料来源: 公司公告、Wind、广证恒生

图表8. 近三年公司净利率有所上升

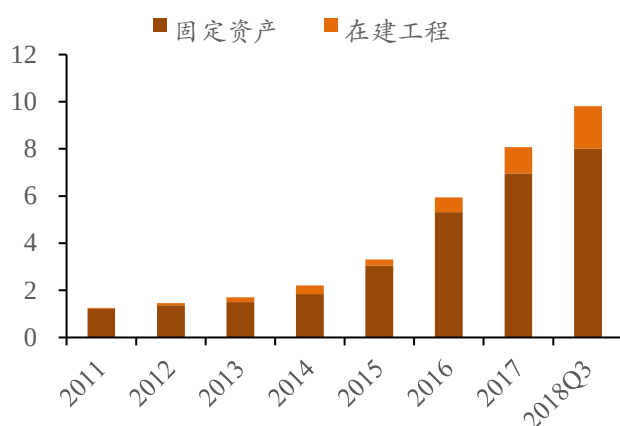


资料来源: 公司公告、Wind、广证恒生

1.3.3 资产和负债情况

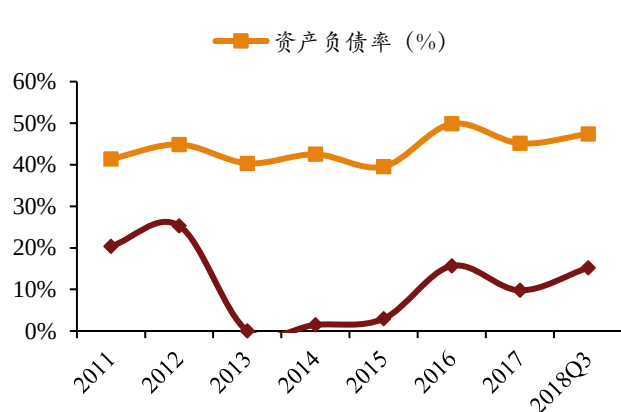
2015 年以来, 公司不断增加锂电池产能投入, 固定资产和在建工程快速增加, 2018Q3 固定资产与在建工程分别达到 8.00 亿和 1.81 亿, 合计 9.81 亿元。公司计划年底投产一条铁锂产线, 产能增加 1GW, 圆柱 18650/21700 产线年底开始设备安装, 产能 0.7GW。公司位于常州基地的锂离子动力电池及系统项目开工, 总投资 58 亿元, 项目分两期进行建设, 一期工程固定资产投资 26 亿元, 建成后可形成 4Gwh 锂电池和 3Gwh 锂电池 PACK 的年生产能力; 二期工程固定资产投资 32 亿元, 建成后可形成 6Gwh 锂离子动力电池和 2Gwh 锂离子动力电池 PACK 产能。

图表9. 锂电池扩产, 公司固定资产与在建工程总量持续增长 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、广证恒生

图表10. 稳健的资产负债率水平, 40%与 50%之间

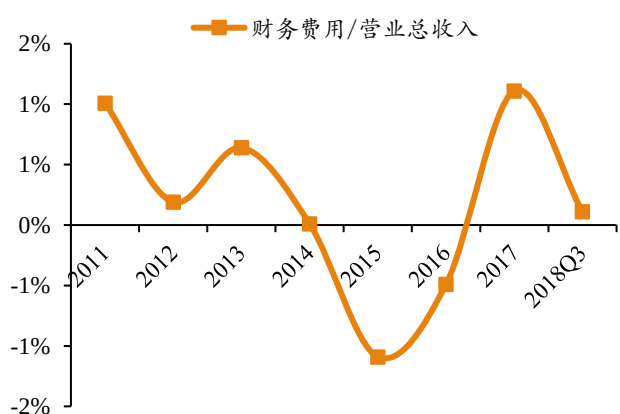


资料来源: 公司公告、Wind、广证恒生

公司的经营策略比较稳健, 公司的不断进行产能扩张, 但对公司的资产负债率没有太大影响, 公司的资产负债率一直维持在稳健的水平, 40%到 50%之间, 带息债务占全部投入资本的比率维持在 20%以内。

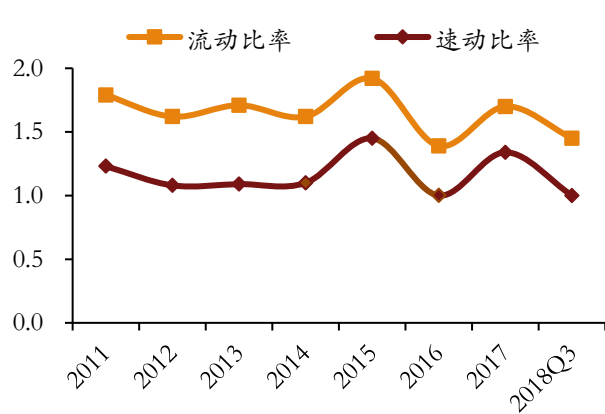
而且公司的财务费用率的整体趋势也很稳健, 整体在-1%~1%之间。公司的流动比率和速动比率也维持在合理水平, 2018Q3 分别为 1.45、1.00。

图表11. 财务费用率



资料来源: 公司公告、Wind、广证恒生

图表12. 流动比率与速动比率较高



资料来源: 公司公告、Wind、广证恒生

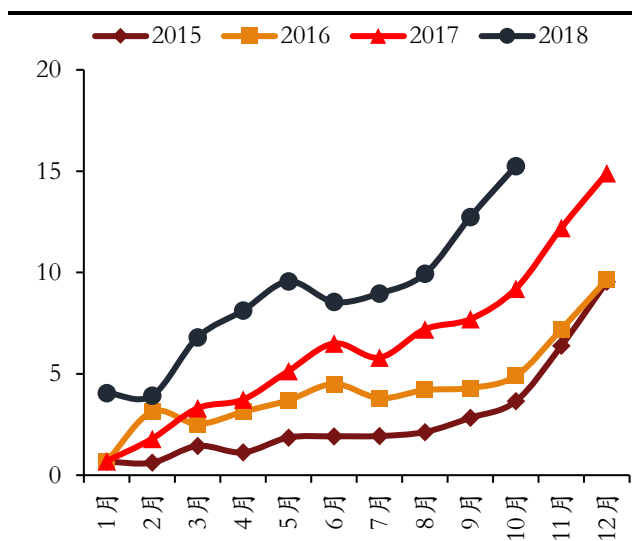
2. 新能源汽车政策变化, 高效能动力电池需求旺盛

2.1 新能源汽车市场形势以及动力电池市场需求

由于全球的能源紧缺和环境问题日益严重, 各国都在加大新能源汽车的布局投入, 新能源汽车取代燃油汽车几乎已成为必然趋势。中国如果能够抓住这次新能源汽车的巨大发展机遇, 就能改变在传统汽车领域长期技术追赶的被动局面。因此, 近年来国家出台了很多促进新能源汽车发展的政策, 为中国新能源汽车的发展起到巨大的推动作用。

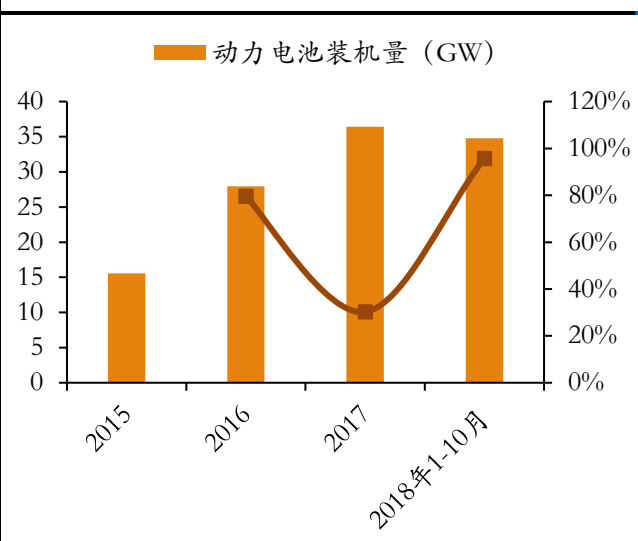
国内新能源汽车市场规模的不断扩大, 2018H1 新能源汽车产量达到 40.9 万辆, 同比增长 112%, 预计 2018 年新能源汽车产量将达到 100 万以上, 同时国内动力电池的出货量也随着新能源汽车市场规模的扩大而增加, 2018H1 动力电池出货量 15.6GWh, 同比增长 169%。

图表13. 国内新能源汽车产量节节攀升（万辆）



资料来源：中汽协、广证恒生

图表14. 国内动力电池装机量水涨船高（GWh）



资料来源：中汽协、广证恒生

2.2 不断追求更高能量密度的动力电池

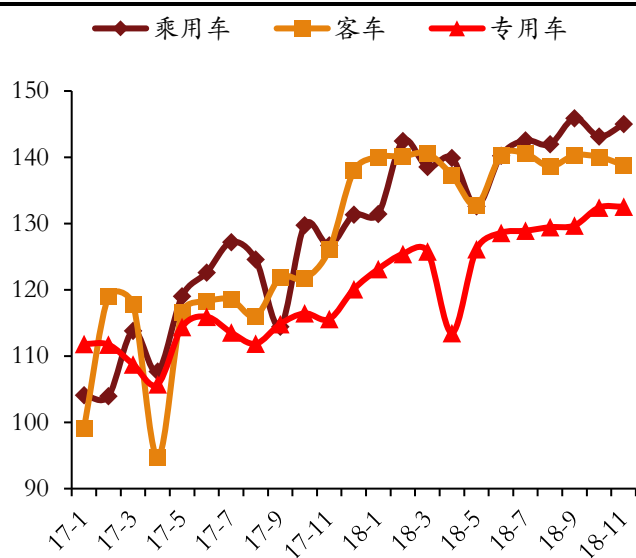
近几年新能源汽车的续航能力、动力电池的能量密度快速提高，政策补贴也以此为条件，但是在日常应用方面离传统汽车还是有差距（特别是乘用车），因此保证安全的前提下，对动力电池更高能量密度的追求，是新能源汽车走向成熟之前不变的主题。

2017年4月6日三部委印发的《汽车产业中长期发展规划》指出，到2020年，动力电池单体比能量达到300Wh/kg以上，力争实现350Wh/kg，系统比能量力争达到260Wh/kg。到2025年，动力电池系统比能量达到350Wh/kg。

由于2018年补贴标准提高，1.1倍补贴能量密度要求由120Wh/kg提高至140Wh/kg，为拿到更多的补贴，各厂商均努力提高产品能量密度，可以看到2018年推广目录中客车能量密度由120Wh/kg左右跃升式增长至140Wh/kg左右，乘用车能量密度则呈现逐渐上升趋势，由于乘用车多采用三元电池，能量密度上升空间大，近三批补贴目录中纯电动车型平均能量密度已经在145Wh/kg左右。而专用车由于整体补贴金额上限限制，提高能量密度到1.1倍补贴意义不大，采取实用路线，多使用低成本电池，目前能量密度约为130Wh/kg。

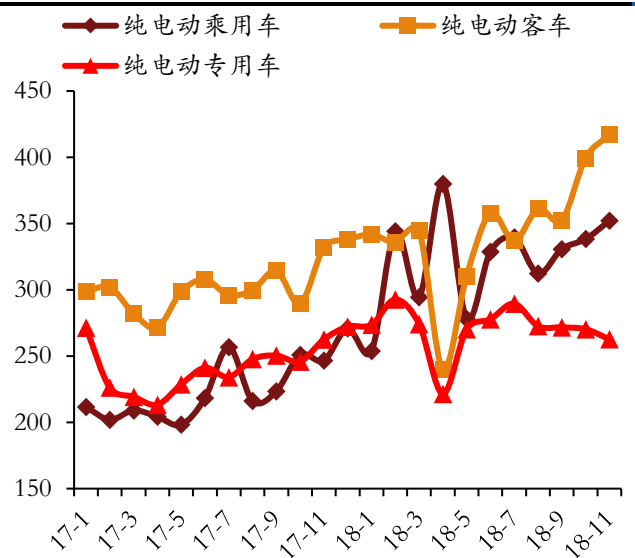
续航里程方面，客车与乘用车同样走在专用车前面。近两批目录客车平均续航里程达到400km左右，乘用车也达到350km，而专用车仍然在250km徘徊。续航里程提高使得新能源汽车的实用性不断增强，新能源汽车正逐渐由补贴政策驱动转向消费需求驱动。

图表15. 新能源汽车推荐目录各车型能量密度逐渐提升 (Wh/kg)



资料来源：推广目录、广证恒生

图表16. 新能源汽车推荐目录纯电动车型续航里程不断提高 (km)



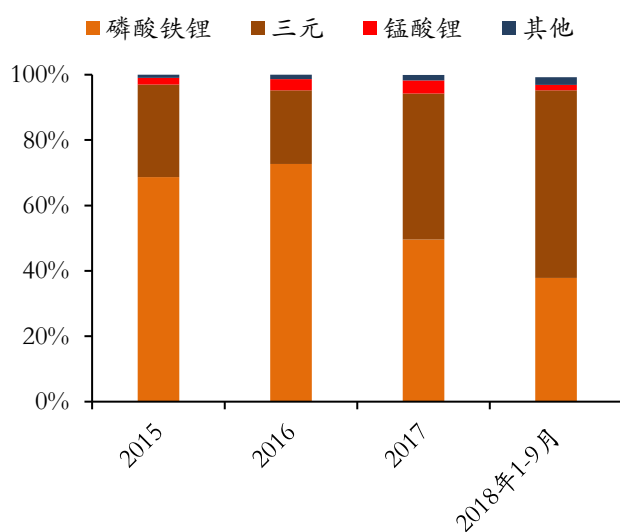
资料来源：推广目录、广证恒生

3.2 三元材料强势，铁锂仍有需求

2018 年前三季度三元材料与磷酸铁锂的装机量占比分别为 57.4%、37.8%，相比 2017 全年分别变化了 +12.8%、-11.8%，三元材料不断挤占磷酸铁锂的市场份额的主要原因是能量密度要求高的乘用车快速发展的反映，2018 年前三季度三元和磷酸铁锂的占比分别为 86.03%、10.45%。

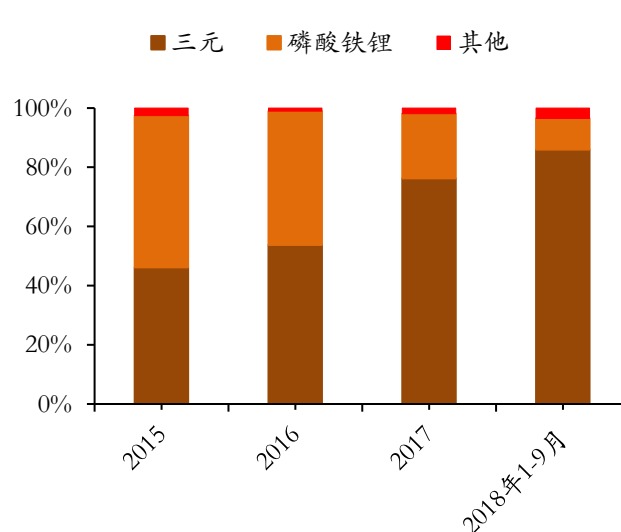
客车对安全性要求最高，2018 年前三季度磷酸铁锂占比达到 94.27%，近几年不断攀高，三元几乎完全退出了客车领域。对安全性能和能量密度要求都居中的专用车，三元和磷酸铁锂占比有所波动，但铁锂由于成本低，在成本更为敏感的专用车领域占据 60% 市场。2018 年前三季度三元和磷酸铁锂占比分别为 62.55%、28.84% 总的来说三元逐渐占据上风，铁锂仍然有特市场。

图表17. 新能源汽车分正极材料占比



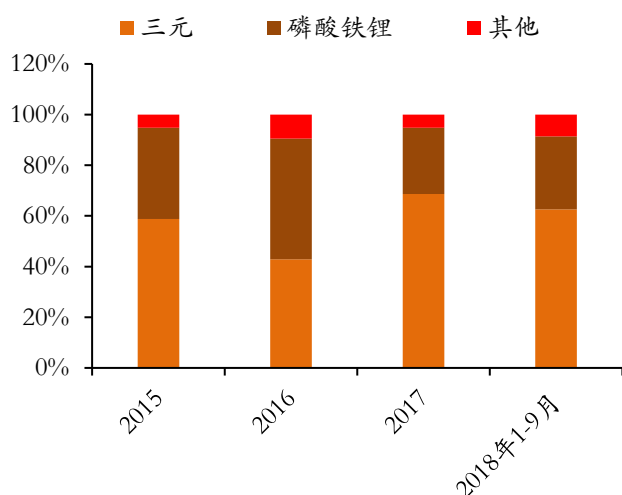
资料来源：节能网、广证恒生

图表18. 新能源乘用车分正极材料占比



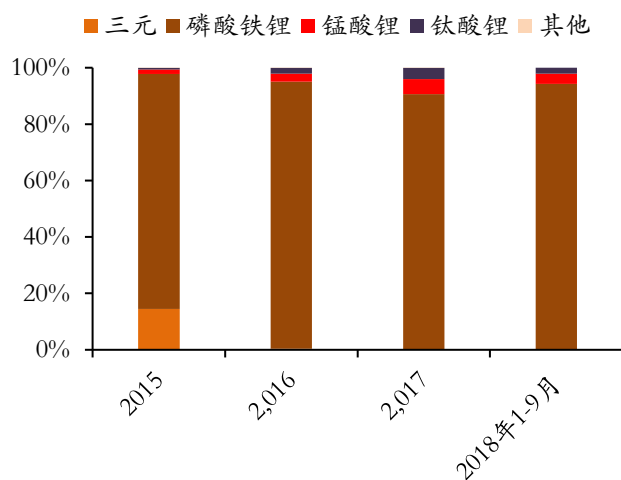
资料来源：节能网、广证恒生

图表19. 新能源专用车正极材料占比



资料来源：节能网、广证恒生

图表20. 新能源客车分正极材料占比



资料来源：节能网、广证恒生

3. 动力、消费与储能三驾马车齐奔

将近二十年电池领域的深厚技术积累，鹏辉能源在技术上形成了多元化的覆盖。材料方面，包括磷酸铁锂、钴酸锂、三元材料、多元复合材料等技术路线；电池外形方面，包括方形、软包和圆柱电池等主流产品。多元化的技术积累，使公司具有很强的抵御风险的能力。围绕新能源汽车产业链，公司对充电桩配套措施等项目展开投资，逐步产生回报。公司是国内领先的规模化生产锂电池产品企业，范围还涉足移动电源、航模、汽车启动电源、通信基站后备电源、风光储能及家庭储能电池系统、原材料回收等多个领域。

图表21. 公司主要业务布局



资料来源：公司官网、广证恒生

3.1 多种技术线并举，覆盖新能源产业链

3.1.1 与上下游优质企业合作，公司持续扩大动力电池产能

公司 2015 年成立动力电池事业部，此后不断地产能扩张和扩大市场，通过有竞争力的产品积累了一批

优质客户。公司能够生产圆柱、方形和软包等多种外形规格的动力电池，满足客户的多样化需求。公司建立了比较全面的动力电池材料体系，2018 年量产三元材料和磷酸铁锂动力电池单体的能量密度分别为 230 Wh/Kg、170 Wh/Kg，计划 2020 年分别达到 300Wh/Kg、200Wh/Kg。公司的动力电池和多家车企的多种车型配套，已有近三十款车型入选推广应用目录。

目前主要批量出货客户东风特汽、东风股份和上汽通用五菱，已经公告车型目录客户吉利，合作开发中客户有广汽和宇通。

图表22. 公司动力电池主要客户



资料来源：WIND、广证恒生

根据公司自身产品产线特点，为了确保电池的优良特性，公司也逐渐选择出了一批优质上游供应商，目前鹏辉能源正极材料主要供应商有当升科技、杉杉股份、宁波金和等，负极材料有贝特瑞等，电解液供应商主要有天赐材料、新宙邦等，隔膜供应商主要有星源材质、佛山金辉等。

图表23. 公司研发与生产基地分布



资料来源：公开资料整理、广证恒生

目前公司动力电池产能为 4GW，主要集中在驻马店基地。公司的下游客户订单非常饱满，产能满负荷运转，产能明显不足。现在在建一条铁锂产线，年底达产，产能增加 1GW。2018 年 9 月 17 日，鹏辉能源位于常州基地的锂离子动力电池及系统项目开工。该项目总投资 58 亿元，包括 10Gwh 锂离子动力电池和 5Gwh 锂离子动力电池 PACK 项目。

3.1.2 乘用车与五菱合作，复制柳州模式

作为中国汽车制造基地之一的广西柳州，2017 年汽车产量达到 253.5 万辆，占全国汽车产量的 8.7%，是名副其实的西南汽车城，其推广新能源汽车的力度也不遗余力，针对充电难、停车难和认知难三个推广

难题，有针对性的投建充电桩，增加小型车车位，全民试驾活动，2017 年投建充电桩 4835 个，增加专用泊车位 3700 余个，也因此 2017 年柳州新能源汽车销量 13424 辆，占全市上牌机动车辆 12.31%，总数虽然不算多，但新能源汽车渗透率远超国内平均不到 3% 的水平，在新能源汽车推广上创造出柳州模式。

上汽通用五菱是柳州主要汽车生产商，也是新能源汽车的主要推广者，柳州推广主力车型宝骏 E100 在 2017 年 8 月才正式上市，至年底已累计销售达 11446 辆，90% 都是个人消费者。上汽通用五菱以小型面包车起家，五菱宏光、五菱荣光等车型长期占据专用车销量第一，转型乘用车后，其主打车宝骏，迅速成为国产小、微型 SUV 的爆款车，上汽通用五菱善于利用下沉渠道优势，销售高性价比车型。

图表24. 公司配套乘用车车型宝骏 E100、知豆 D2



资料来源：汽车之家、广证恒生

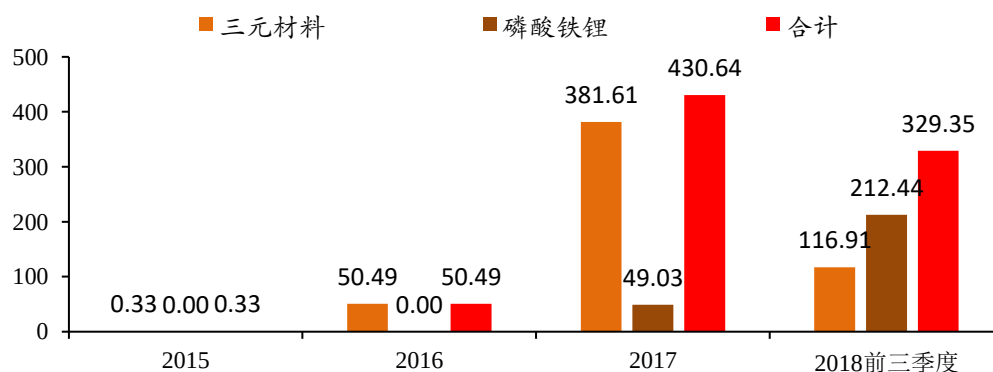
鹏辉能源已开发上汽通用五菱客户，向其供应圆柱三元圆柱电池，配套宝骏 E100 等车型，双方合作不断拓宽合作范围，加深联系。鹏辉能源在驻马店建设电池工厂，将上汽通用五菱新能源车型引入驻马店市，与驻马店市政府一道，三方合作，将“柳州模式”在驻马店推广落地，促进驻马店以及中部地区新能源汽车推广。

宝骏主打“城市家庭第二辆车”，因其突出的便利性、时尚个性的设计以及极低的使用成本和环保特性，深受城市家庭的喜爱，售价仅为 4.68-5.98 万元，未来还有望进一步代替低速电动车市场，成为城市代步的优先选择。2018 年前三季度宝骏销售新能源汽车 1.29 万辆，四季度为新能源汽车销售旺季，全年销量有望达到 2 万辆，同比增长 75%。

3.1.3 磷酸铁锂出货量逆袭上涨跻身前十

公司在动力电池领域的发展起步于 2015 年，之后紧跟新能源汽车发展的大势，动力电池装机量逐年攀高。2018 前三季度公司动力电池总装机量 329MWh，同比增加 666%，三元装机量为 117 MWh，同比增加 170%，铁锂装机量为 212MWh。2018 上半年以前公司动力电池装机量都集中在三元材料。2018Q3 凭借东风、五菱等专用车订单，铁锂销量逆市增长，前三季度铁锂装机量已超过去年全年的 4 倍。

图表25. 近几年公司动力电池装机量（MWh）



资料来源：节能网、广证恒生

鹏辉能源9月份动力电池总装机量为109.5MWh,市场份额1.8%,排名第8,其中磷酸铁锂为108.5MWh。9月份公司铁锂产能的释放,使公司前三季度的铁锂装机量跃居企业装机量排名第6名,动力电池总装机量排名也大幅上升,排名第十,公司发展势头大好。

图表26. 2018年前三季度磷酸铁锂动力电池装机量企业排名（单位：MWh）

排名	企业名称	装机量(MWh)	全国占比	同比增速	主要客户
1	宁德时代	4892	44.89%	112%	宇通客车、厦门金旅、湖南中车、厦门金龙、中通客车、南京金龙
2	比亚迪	2997	27.50%	55%	比亚迪、广汽比亚迪
3	国轩高科	1158	10.63%	88%	江淮汽车、北汽新能源、中通客车、广通客车、安凯汽车、申龙喜车、
4	亿纬锂能	540	4.96%	1148%	南京金龙、亚星客车、宇通客车、吉利商用车、陆地方舟
5	国能电池	399	3.66%	175%	奇瑞商用车、舒驰客车、广通汽车、东风汽车、宜春客车、一汽解放
6	鹏辉能源	212	1.95%	295%	东风汽车、九龙汽车、贵航云马汽车、桂林客车
7	中航锂电	156	1.44%	27%	东风汽车、北汽福田、江淮汽车、江西大乘、中通客车、瑞驰汽车
8	力神	117	1.07%	5%	宇通客车、豪沃客车、陕西汽车、长友汽车、亚星客车、南京金龙
9	天弋能源	83	0.76%	130%	湖南中车、广通汽车、贵州长江、中通客车、友谊汽车、扬子江汽车
10	江苏春兰清洁	76	0.70%	160%	亚星客车、湖广中车、东风汽车、奇瑞万达客车

资料来源：GGII、广证恒生

3.2 多元化发展战略，扎根于消费，拓展储能

2018上半年，公司数码消费电池营业收入为4.24亿，动力电池为2.36亿。近三年动力电池业务的发展推动了公司业绩快速增长，但是公司传统数码收入占比依然最高，储能领域也在渐渐崛起。公司的未来业务发展目标是在动力电池、消费电池和储能电池三大块业务领域在各自行业内名列前茅。

3.2.1 消费电池行业稳定，公司市场地位稳固

消费锂电发展要早于动力电池和储能电池一步，现在动力电池的发展又进一步挤占了企业生产空间，加快消费锂电行业集中化，中小企业不断被淘汰，竞争留下来的规模化企业收益更高。

公司的消费电池种类齐全，包括锂锰电池、锂铁电池、镍氢电池、锌空电池等20多种，公司在原有基础上持续开发新产品，如今包括平板电脑，蓝牙音箱、可穿戴设备、机器人、人工智能等产品。

消费类电池为公司提供稳定的现金流来源，公司小型消费电池在可穿戴设备、扫地机器人等领域应用广泛，支撑消费业务平稳发展。

图表27. 公司消费类电池产品



消费类一次电池

消费类二次电池

资料来源：公司官网、广证恒生

3.2.2 储能市场强势崛起，鹏辉迎接新机遇

近年来，储能在调峰调频、削峰填谷和微电网的应用中价值受到重视，各国都在发布储能相关政策，尤其是美国和德国，中国也紧随其后出台各种新能源政策，促进储能行业快速发展。储能行业的政策主要可以分为三类：储能产业政策、微电网相关政策和储能参与电力辅助服务。

图表28. 国内重要的储能政策梳理

政策	日期	发布单位	主要内容
储能产业			
《关于促进储能技术与产业发展指导意见》	2017.09	五部门联合印发	分为两阶段:一、储能研发示范阶段向商业化初期过渡，二、商业初期向规模化转变
《电化学储能系统储能变流器技术规范》	2018.02	国标委	规范相关术语、定义、产品分类、技术要求、检验规则、标志、包装、运输、贮存等
《储能变流器检测技术规程》	2018.02	国标委	规定电化学储能变流器的检测项目、条件、装置和步骤
《电化学储能电站用锂离子电池管理系统技术规范》	2018.02	国标委	规定电化学储能电池锂离子电池管理系统的适用条件、功能要求、检验和试验项目等
电力辅助服务			
《完善电力辅助服务补偿(市场)机制工作方案》	2017.11	国家能源局	鼓励储能设备、需求侧资源参与提供电力辅助服务，允许第三方参与提供电力辅助服务
《南方区域电化学储能电站并网运行管理及辅助服务管理实施细则(试行)》	2017.12	南方监管局	储能电站根据电力调度机构指令进入充电状态的，对充电电量进行补偿，具体补偿标准为 0.05 万元/兆瓦时
微电网			
《关于新能源微电网示范项目名单的通知》	2017.05	发改委、能源局	通知中共包含 28 个新能源微电网示范项目

《推进并网型微电网建设试行办法》	2017.07	发改委、能源局	鼓励各类企业、专业化能源服务公司投资建设、经营微电网项目
《微电网接入配电网测试规范》	2018.02	国标委	规定微电网并网测试的测试条件、测试项目和测试方法
《微电网接入配电网运行控制规范》	2018.05	国标委	规定微电网接入配电网运行控制应遵循的规范和要求
《微电网接入电力系统技术规定》	2017.12	国标委	规定微电网接入电力系统运行应遵循的一般原则和技术要求

资料来源：发改委、能源局、广证恒生

公司储能业务范围：太阳能路灯、草坪灯、通讯基站后备电源、家用储能、便携式储能、微网储能、大型兆瓦级储能等。公司客户包括北京联动天翼、兴业太阳能等知名企业，国际市场开拓取得初步进展，应用于 UPS、通信基站等领域的 10Ah/20Ah 磷酸铁锂储能电池已经形成销售，目前公司已经成为储能行业重要供应商之一。2018 上半年公司又开发了几个兆瓦级储能电站客户，为下半年储能业绩突破做了充分准备。未来储能也是重点开发领域之一。

鹏辉能源推出的新产品“10KWH 的家用储能系统”备受市场瞩目。该产品内置磷酸铁锂铝壳电芯，集成了其自主研发的 BMS 电池管理系统，可控制电压、电流、温度，还有先进的动态均衡保护机制，并可满足交流输出电压 AC100V-230V 的需求；在搭载逆变器、太阳能板、电源适配器等配件后，可成为独立的家用供电系统，并满足家庭日常用电的需求；同时，智能监控也是该产品的亮点之一，在并网状态或链接光伏系统的情况下，可外部连接 APP 实时监控光伏输入/输出、逆变器、电池的工作状态从而提升用户的使用体验。

图表29. 公司储能类电池产品



资料来源：公司官网、广证恒生

4 盈利预测

根据公司现有业务，我们测算公司 18-20 年 EPS 分别为 1.20、1.36 和 1.48 元，对应 15、13 和 12 倍 PE，首次覆盖，给与“强烈推荐”评级，给与 2018 年 20 倍 PE，目标价 24 元。

5 风险提示

风险提示：新建产能建设进度不及预期，电池价格与上游原材料价格波动风险，新能源补贴政策出现重大调整，行业竞争激烈。

附录：公司财务预测表

资产负债表		单位:百万元				利润表		单位:百万元	
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2665	3228	3679	4100	营业收入	2098	2895	3447	3862
现金	679	717	628	626	营业成本	1574	2206	2644	2979
应收账款	1166	1499	1847	2072	营业税金及附加	13	19	21	25
其它应收款	26	30	37	43	营业费用	61	82	98	110
预付账款	17	18	23	27	管理费用	143	187	229	253
存货	559	784	935	1057	财务费用	23	0	0	3
其他	218	181	209	275	资产减值损失	34	24	27	22
非流动资产	1010	1050	1193	1296	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	47	17	22	28	投资净收益	17	7	8	11
固定资产	695	860	1003	1105	营业利润	289	384	435	475
无形资产	37	35	33	32	营业外收入	1	7	7	5
其他	231	139	135	131	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	3675	4278	4872	5396	利润总额	289	390	440	479
流动负债	1572	1832	2251	2569	所得税	39	53	60	65
短期借款	166	97	128	130	净利润	251	337	380	414
应付账款	798	1073	1299	1474	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
其他	607	662	824	964	归属母公司净利润	251	338	381	415
非流动负债	88	96	115	126	EBITDA	356	467	539	601
长期借款	52	69	85	95	EPS（摊薄）	0.89	1.20	1.36	1.48
其他	36	27	30	31					
负债合计	1659	1928	2366	2695					
少数股东权益	3	2	1	-0					
股本	281	281	281	281					
资本公积	1090	1090	903	715					
留存收益	668	977	1321	1705					
归属母公司股东权益	2012	2349	2505	2701					
负债和股东权益	3675	4278	4872	5396					
现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E					
经营活动现金流	-6	245	313	415					
净利润	251	338	381	415					
折旧摊销	65	77	98	119					
财务费用	23	0	0	3					
投资损失	-17	-7	-8	-11					
营运资金变动	-351	-197	-148	-104					
其它	23	34	-11	-7					
投资活动现金流	-293	-154	-223	-208					
资本支出	-271	-196	-224	-211					
长期投资	16	35	-7	-7					
其他	-38	6	8	10					
筹资活动现金流	755	-53	-178	-209					
短期借款	46	-69	31	3					
长期借款	-4	17	16	10					
普通股本增加	29	0	0	0					
资本公积金增加	836	0	-187	-187					
其他	-152	-1	-38	-34					
现金净增加额	456	38	-88	-2					

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	65.1%	38.0%	19.1%	12.0%
营业利润增长率	94.4%	33.0%	13.1%	9.3%
归母净利润增长率	81.1%	34.4%	12.9%	8.9%
获利能力				
毛利率	25.0%	23.8%	23.3%	22.9%
净利率	14.5%	11.9%	11.6%	11.0%
ROE	16.9%	15.5%	15.7%	15.9%
ROIC	11.3%	13.4%	14.0%	14.2%
偿债能力				
资产负债率	45.2%	45.1%	48.6%	49.9%
净负债比率	13.16%	8.65%	9.03%	8.38%
流动比率	1.70	1.76	1.63	1.60
速动比率	1.34	1.33	1.22	1.18
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.73	0.75	0.75
应收账款周转率	2.27	2.17	2.06	1.97
应付账款周转率	2.50	2.36	2.23	2.15
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.89	1.20	1.36	1.48
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.02	0.87	1.11	1.48
每股净资产(最新摊薄)	7.16	8.35	8.91	9.61
估值比率				
P/E	19.69	14.66	12.99	11.93
P/B	2.46	2.11	1.98	1.83
EV/EBITDA	2.00	9.43	8.41	7.57

资料来源：港澳资讯、公司公告、广证恒生测算

敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告



广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。