

# 信义山证汇通天下

证券研究报告

储能

南都电源（300068.SZ）

首次评级

报告原因：深度分析

聚焦储能，蓄势待发

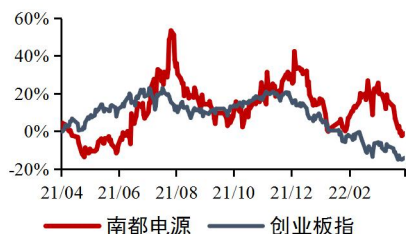
买入-B

2022年4月19日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现

投资要点：



市场数据：2022年4月18日

收盘价（元）：	10.72
总股本（亿股）：	8.57
流通股本（亿股）：	8.57
流通市值（亿元）：	91.88

基础数据：2021年9月30日

每股净资产（元）：	6.93
每股资本公积（元）：	4.37
每股未分配利润（元）：	1.40

分析师：

肖索

执业登记编码：S0760522030006

邮箱：xiaosuo@sxzq.com

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

➤ **布局十年聚焦储能，二次创业蓄势待发：**南都电源成立于1994年，为国内通信后备电源龙头，到2020年公司主营业务已涵盖通信/储能/动力/再生铅等行业，营收占比分别为23%/4%/34%/36%。公司储能业务从十年前开始布局，经过激烈的市场竞争，形成了较高的技术和市场准入壁垒。2019年公司任命朱保义为总经理开启二次创业，2021年末公司公告剥离铅酸两轮动力业务以聚焦储能（包括后备电源）业务。公司业务调整后，有望乘储能行业的东风，实现储能业务板块的腾飞。

➤ **储能业务海外出货量行业领先，扩产项目积极推进：**公司近期连续中标国内外储能标杆项目，在全球储能装机规模已达到2.4GWh。根据CNESA数据，2020年在海外电化学储能（不包括家用储能）市场中，南都电源在储能技术提供商中装机规模排名第二，在储能系统集成商中功率/能量规模均排名第三。公司目前储能在手订单饱满供不应求，储能锂电项目也在积极扩产及寻找资源合作，今年年中产能有望达5-6GWh，年底产能有望达9-10GWh，将大幅提升储能产品交付能力。

➤ **锂回收业务将放量，有效支撑储能发展：**近年来工信部陆续发布多个文件，逐步确立我国动力锂电池回收政策框架，锂电回收行业将进一步规范并形成规模。公司于2017年成立锂电回收子公司，并与中南大学等知名大学成立技术开发小组，锂回收一期2.5万吨（总规划10万吨）项目已于2021年3月投产，“锂电池循环产业链”初步形成，有效降低储能电池成本，支撑公司聚焦储能的发展战略。

➤ **投资建议：**我们预测公司2021-2023年营业收入分别为118.6亿元、139.0亿元、165.1亿元，分别同比增长15.6%、17.2%、18.7%，归母净利润分别为-11.2亿元、7.1亿元、10.6亿元，2022年将实现扭亏为盈，2022年动态市盈率为13.1倍，首次覆盖给予“买入-B”投资评级。

➤ **风险提示：**储能行业竞争加剧，公司储能业务拓展不及预期；锂价大幅上涨；铅价降幅较大。

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

财务数据与估值：

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9,008	10,260	11,861	13,902	16,505
YoY(%)	11.7	13.9	15.6	17.2	18.7
净利润(百万元)	369	-281	-1,123	709	1,058
YoY(%)	52.4	-176.2	299.6	-163.1	49.3
毛利率(%)	13.5	9.5	7.2	14.1	17.9
EPS(摊薄/元)	0.43	-0.33	-1.31	0.83	1.23
ROE(%)	4.1	-7.0	-38.9	16.2	19.5
P/E(倍)	25.2	-33.1	-8.3	13.1	8.8
P/B(倍)	1.4	1.6	1.9	1.7	1.4
净利率(%)	4.1	-2.7	-9.5	5.1	6.4

资料来源：最闻科技，山西证券研究所

## 目录

一、紧抓储能大势，通信后备龙头坚定转型.....	7
（一）储能业务开花，锂回收闭环初步形成.....	7
（二）核心团队稳固，2019 年开始二次创业.....	8
（三）历史包袱逐步出清，储能盈利能力各板块中最强.....	10
二、储能业务为战略重点，积极推进全球化发展.....	12
（一）储能市场空间广阔，电化学储能高速发展.....	12
（二）公司储能业务行业领先，海外市场竞争优势显著.....	13
（三）深耕储能行业十余年，多方位提升竞争力.....	15
1、储能业务积淀深厚，商业模式不断优化.....	15
2、连续中标国内外标杆项目，海外市场拓展顺利.....	16
3、扩张锂电产能，推进前沿技术研发.....	18
三、打造资源循环闭环，支撑储能战略发展.....	18
（一）再生铅仍具发展空间，锂回收闭环产业链加速形成.....	18
（二）回收业务综合实力强，锂电回收将放量.....	19
四、通信后备电源龙头企业，数据中心业务稳步增长.....	21
（一）5G 大规模建设，数据中心产业加速发展.....	21
（二）全球业务持续开拓，锂电占比不断提升.....	22
五、剥离两轮铅酸电池业务，回收资金以聚焦储能.....	25
六、盈利预测与投资建议.....	26
（一）盈利预测与估值.....	26
（二）投资建议.....	27
七、风险提示.....	27

## 图表目录

图 1：南都电源发展历程.....	7
图 2：南都电源分行业营收占比（2021H1）.....	7
图 3：南都电源分产品营收占比（2021H1）.....	7
图 4：南都电源产品.....	8
图 5：南都电源股权结构图（截至 2021Q3）.....	8
图 6：南都电源历年营业收入及增速.....	10
图 7：南都电源历年归母净利润营业收入及增速.....	10
图 8：南都电源历年营业收入构成-分行业（亿元）.....	11
图 9：南都电源历年营业收入构成-分产品（亿元）.....	11
图 10：南都电源历年毛利率/净利率.....	11
图 11：南都电源历年费用率.....	11
图 12：南都电源历年分行业毛利率.....	11
图 13：南都电源历年分行业毛利率.....	11
图 14：全球投运电力储能累计装机分布（MW%，截至 2021Q3）.....	12
图 15：中国投运电力储能累计装机分布（MW%，截至 2021Q3）.....	12
图 16：全球投运电力储能累计装机分布（MW%，截至 2021Q3）.....	13
图 17：中国投运电力储能累计装机分布（MW%，截至 2021Q3）.....	13
图 18：2020 年全球新增投运电化学储能项目地区分布（MW%）.....	13
图 19：2020 年中国储能技术提供商排名（国内市场）.....	14
图 20：2020 年中国储能技术提供商排名（海外市场）.....	14
图 21：2020 年中国储能系统集成商排名（国内市场，MW）.....	14
图 22：2020 年中国储能系统集成商排名（海外市场，MW）.....	14

图 23: 2020 年中国储能系统集成商排名（国内市场，MWh） .....	14
图 24: 2020 年中国储能系统集成商排名（海外市场，MWh） .....	14
图 25: 南都电源储能业务发展历程.....	15
图 26: 南都电源储能业务历年营业收入及毛利率.....	15
图 27: 南都电源储能业务历年营收/毛利占比.....	15
图 28: 南都电源储能业务模式转型.....	16
图 29: 我国历年再生铅产量及占比.....	19
图 30: 全球主要国家再生铅产量占比.....	19
图 31: 南都电源资源再生行业竞争优势.....	20
图 32: 南都电源资源再生行业/华铂科技历年营收及增速.....	20
图 33: 南都电源资源再生行业历年销量及增速.....	20
图 34: 南都电源资源再生行业历年毛利率.....	21
图 35: 南都电源资源再生行业历年营收/毛利占比.....	21
图 36: 中国 5G 基站累计数量.....	22
图 37: 中国 IDC 市场规模.....	22
图 38: 南都电源通信行业营收及增速.....	22
图 39: 南都电源数据中心营收及增速.....	22
图 40: 南都电源通信行业历年毛利率.....	23
图 41: 南都电源通信行业历年营收/毛利占比.....	23
图 42: 南都电源通信及数据中心主要客户.....	23
图 43: 南都电源动力行业发展历程.....	25
图 44: 南都电源动力行业历年营收及毛利率.....	25
图 45: 南都电源动力行业历年营收/毛利占比.....	25

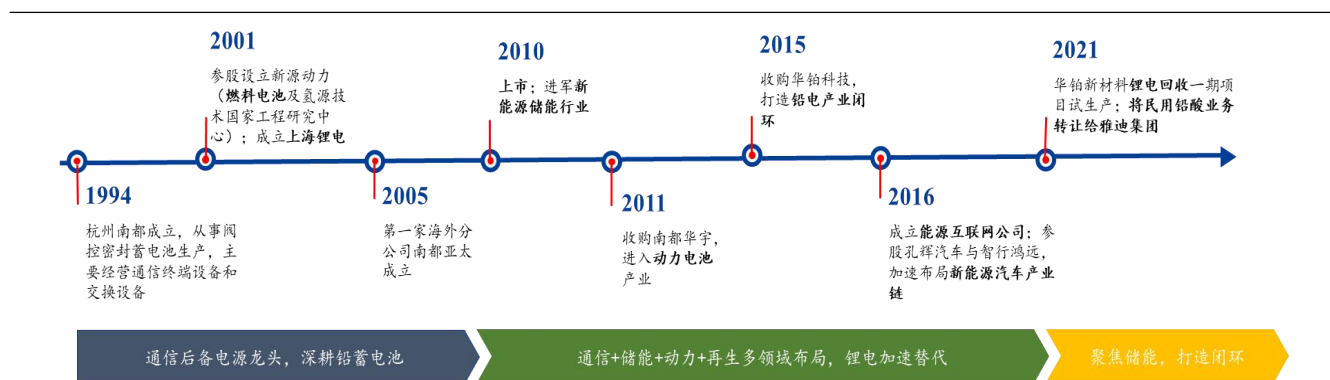
表 1：南都电源高管（截至 2021H1） .....	8
表 2：南都电源主要控股公司主要业务及财务数据（2020 年年报） .....	9
表 3：南都电源部分代表性储能项目 .....	17
表 4：南都电源储能业务主要客户（2020 年） .....	17
表 5：南都电源储能相关锂电池扩产项目 .....	18
表 6：铅/锂回收行业国家重要文件 .....	18
表 7：南都电源通信行业部分中标情况 .....	24
表 8：南都电源后备电池储备技术 .....	24
表 9：南都电源业务拆分 .....	26
表 10：南都电源可比公司估值比较（可比公司采用 wind 一致预期） .....	27

# 一、紧抓储能大势，通信后备龙头坚定转型

## （一）储能业务开花，锂回收闭环初步形成

通信后备电源起家，老牌蓄电池龙头，打造产业闭环，聚焦储能行业。南都电源 1994 年开始从事阀控密封蓄电池业务，上市前在通信后备电池市场国内市占率第三，海外市占率在国内企业中排名第一。公司 2010 年成功在创业板上市，确定了以“通信、动力、储能”为未来发展三大支撑产业，2015 年通过收购华铂科技介入再生铅产业，2021 年锂电回收进入试生产，2021 年末公司发布公告称拟剥离两轮车铅酸动力业务以聚焦主业和资金回流。未来，公司将围绕储能板块（包括通信后备电源），提供以锂离子电池和铅电池为核心的产品、系统集成及服务，并打造“锂电池循环产业链”和“铅电池循环产业链”两大产业闭环。

图 1：南都电源发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，山西证券研究所

储能业务近几年快速增长，锂电产品占比持续提升。基于 2021 年上半年营收数据，分行业来看，公司通信/储能/动力/资源再生行业营收占比分别为 22%/5%/36%/34%，储能业务占比较低，但增长较快，2021 年上半年同比增速达 48.7%；分产品来看，铅蓄电池/锂电池/再生产品占比分别为 53%/13%/34%，其中锂电产品 2020 年同比增速近 80%，目前公司储能业务以锂电为主，通信业务锂电占比持续提升。

图 2：南都电源分行业营收占比（2021H1）

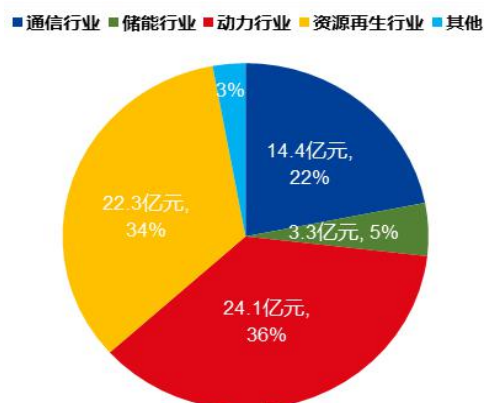
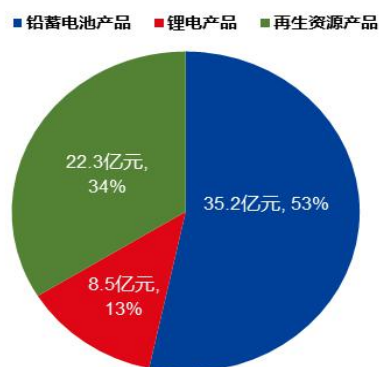


图 3：南都电源分产品营收占比（2021H1）





资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：南都电源产品

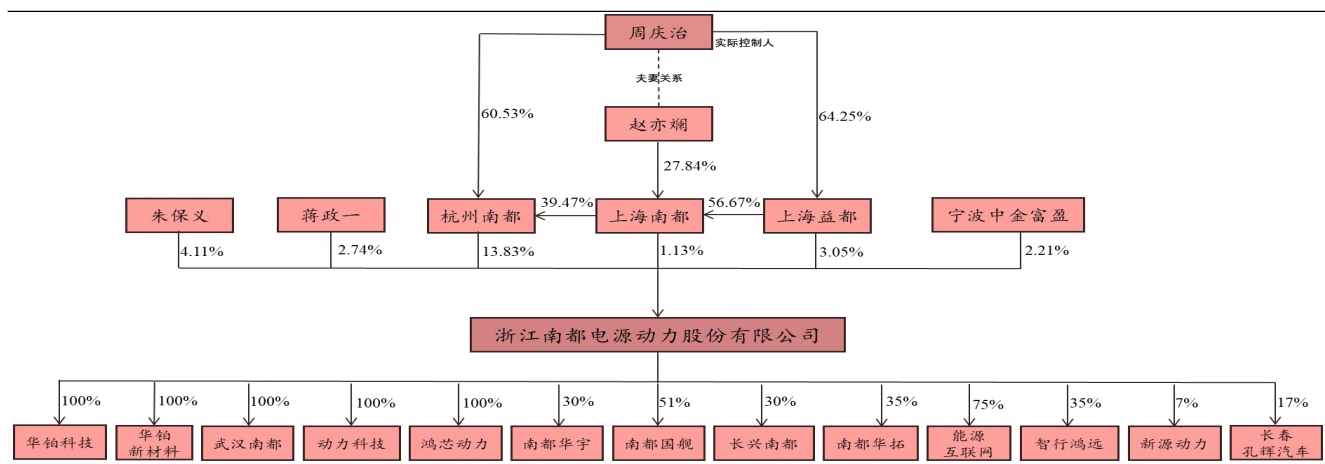


资料来源：公司官网，公司公告，山西证券研究所

## (二) 核心团队稳固，2019 年开始二次创业

核心高管团队稳定，任命朱保义为总经理开启二次创业。杭州南都、上海益都、上海南都集团为公司联合控股股东，周庆治通过这三家关联企业合计控制南都电源 18.01% 的股权。朱保义为公司第二大股东，持有 4.11% 的股权，2019 年被任命为总经理，同年公司建立二次创业的企业文化。公司核心高管团队稳定，多数已在公司工作十五年以上，与公司荣辱共担。

图 5：南都电源股权结构图（截至 2021Q3）



资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所

表 1：南都电源高管（截至 2021H1）

姓名	职务	专业背景	主要工作经历
王海光 (60 岁)	董事长	毕业于浙江大学（原杭州大学哲学系）	历任原杭州大学教师，中共浙江省委宣传部、中共中央党校干部，浙江世界贸易中心副总经理，浙江南都实业董事、执行总裁，黑龙江龙发股份总经理，浙江世界贸易中心董事长，上海南都集团董事、执行总裁，



姓名	职务	专业背景	主要工作经历
			上海南都能源科技董事长
周庆治 (67岁)	董事	毕业于浙江大学（原杭州大学历史系）	曾在浙江省档案局、浙江省委政策研究室、浙江省政府驻珠海办事处、浙江省委办公厅任职
朱保义 (43岁)	董事 总经理	北京大学 EMBA	2014年4月起：任华铂科技总经理 2017年10月起：任公司安徽运营管理中心主任
王莹娇 (49岁)	董事 副总经理	硕士，高级会计师	历任公司投资证券部经理、董秘、财务总监
吴贤章 (49岁)	董事 副总经理 总工程师	硕士	1995-2002年：任公司工艺工程师等； 2002-2006年：任艾默生网络能源项目经理； 2006-2011年：历任南都电源外协部经理、副总工程师
刘成浩 (48岁)	副总经理	硕士	1997-2007年：历任南都电源质量管理科科长、研发经理、客户服务中心经理、销售管理部经理、国内市场总监助理等； 2007-2020年：历任德克电池中国区销售首席代表、销售总监等
高秀炳 (48岁)	副总经理 财务总监	硕士，注册企业理财师、高级会计师	1996-2001年：任杭州南都财务会计； 2002-2005年：任杭州南都电源销售公司财务部经理； 2006-2016年：任南都电源财务部副经理、经理、财务副总监等； 2017-2020年：历任南都电源审计监察中心总监、财务管理中心总监、总裁助理等
邓朝鹏 (50岁)	副总经理	学士	1997-2002年：任吉林邮政广告公司业务部副总经理、吉林市移动大客户部副主任； 2002-2019年：历任公司中国市场办事处主任、大区经理、副总监、总监等
谢永标 (41岁)	副总经理	学士	2004-2006年：任双环电子集团人力资源主管； 2006-2008年：任贝利集团人力资源总监； 2008-2020年：任杭州海康威视数字技术股份 HRBP 部总经理
曲艺 (40岁)	董事会秘书	硕士	2010-2017年：任辽宁普天数码副总经理、董秘、财务总监； 2017-2020年：任鞍山森远路桥证券投资部长、总经理助理、董秘

资料来源：公司公告，Wind，山西证券研究所

**剥离民用铅酸业务，聚焦储能及回收。**子公司中，动力科技与鸿芯动力为锂电产品的主要生产基地；华铂科技与华铂新材料分别从事铅回收与锂回收业务；南都华宇、长兴南都、南都国舰主要负责生产或销售两轮车铅酸动力电池，2021年12月雅迪集团收购了南都华宇和长兴南都各70%股权，南都电源继续保留两家公司各30%股权（此前拥有51%股权），此举帮助南都电源进一步聚焦新能源储能、锂电及锂电回收业务，有效缓解经营资金需求。

表 2：南都电源主要控股公司主要业务及财务数据（2020 年年报）

公司名称	公司类型	主要业务	营业收入（亿元）	净利润（亿元）
杭州南都动力科技有限公司 (动力科技)	子公司	铅酸、锂电产品生产	15.31	0.16
安徽华铂再生资源科技有限公司 (华铂科技)	子公司	再生铅生产	51.56	1.47

公司名称	公司类型	主要业务	营业收入（亿元）	净利润（亿元）
界首市南都华宇电源有限公司 (南都华宇)	子公司	铅酸动力产品生产	21.01	-0.50
浙江长兴南都电源有限公司 (长兴南都)	子公司	铅酸动力产品销售	27.41	-1.33
四川南都国舰新能源股份有限公司 (南都国舰)	子公司	铅酸产品生产	4.81	-0.33
武汉南都新能源科技有限公司 (武汉南都)	子公司	铅酸产品生产	8.94	-0.59
浙江南都鸿芯动力科技有限公司 (鸿芯动力)	子公司	锂电产品生产	0.11	-0.58

资料来源：公司公告，山西证券研究所

### （三）历史包袱逐步出清，储能盈利能力各板块中最强

业务转型期间，公司已经完成资产减值计提，历史包袱逐步出清。公司 2021 年前三季度、2020 年营业收入分别为 101.0 亿元、102.6 亿元，同比增长 35.8%、13.9%；归母净利润分别为为-0.7 亿元、-2.8 亿元，同比降低 114.9%、176.2%。2021 年前三季度亏损系主要原材料价格大幅上涨等所致；2020 年亏损主要由于公司计提储能电站减值和智行鸿远长期股权投资损失及减值 4.2 亿元。未来公司将聚焦储能，储能业务模式从投资运营转为销售，2020 年大额计提资产减值为公司以后在储能领域的发展奠定基础。

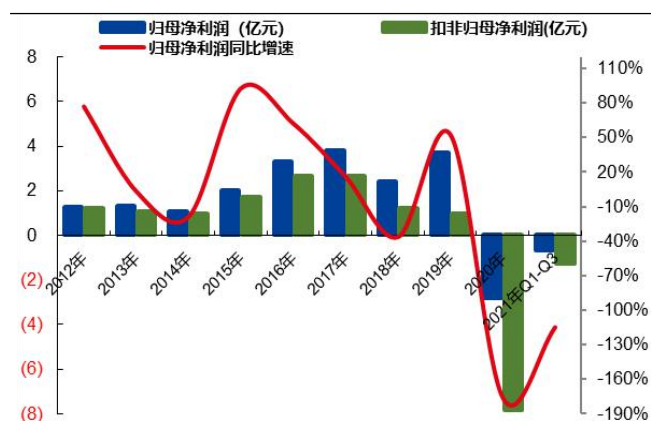
公司 2015-2020 年 5 年间的营业收入年均复合增速为 14.8%，2015 年由于收购华铂科技，当年营收及净利润大幅增长；2018 年由于两轮车电池毛利率下降及广告宣传费用投入较大、国内通信铅蓄电池业务出现较大下滑，当年营收及净利润下降。

图 6：南都电源历年营业收入及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 7：南都电源历年归母净利润营业收入及增速



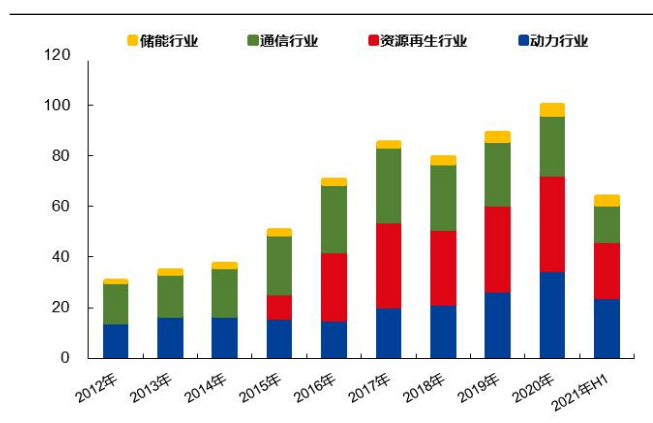
资料来源：Wind，山西证券研究所

下游行业向储能靠拢，产品结构向锂电看齐：分行业看，2017-2020 年 3 年间公司储能/动力/资源再生/通信行业的营业收入年均复合增长率分别为 28.8%/19.8%/3.5%/-7.0%，储能行业增速最高。分产品看，

2017-2020 年 3 年间公司锂电/再生铅/铅蓄电池产品的营业收入年均复合增长率分别为 43.6%/3.5%/2.1%，锂电产品实现快速增长，逐步替代铅蓄电池。

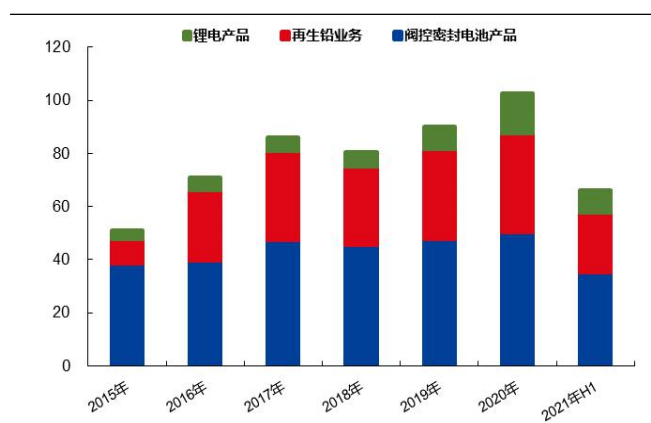
毛/净利率呈下降趋势，储能行业毛利率较高。公司 2021 年前三季度、2020 年毛利率为 8.0%、9.5%，同比降低 4.8pct、4.0pct；净利率为-0.9%、-3.9%，同比降低 6.5pct、6.8pct。分行业看，公司 2020 年储能/通信/动力/回收行业毛利率为 24.6%/15.6%/10.2%/2.7%，其中储能行业毛利率最高，自 2018 年来维持在 23% 以上；由于铅价下跌，铅回收行业 2019-2020 年毛利率下降明显；通信行业毛利率也会受铅价影响；由于两轮动力电池竞争激烈，动力行业毛利率下降。

图 8：南都电源历年营业收入构成-分行业（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

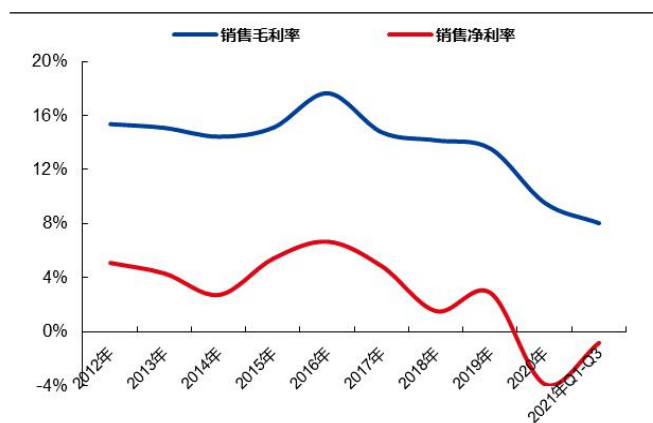
图 9：南都电源历年营业收入构成-分产品（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

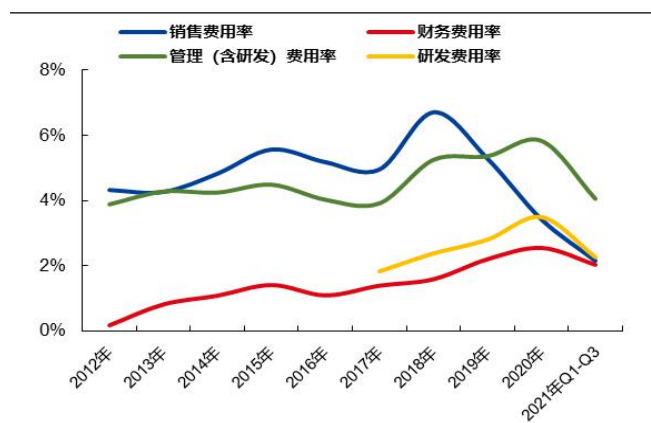
费率方面，公司近几年总费率呈下降趋势，2021 年前三季度、2020 年分别为 8.24%、11.80%，其中销售费率下降明显，财务及管理费率稳中有降。

图 10：南都电源历年毛利率/净利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

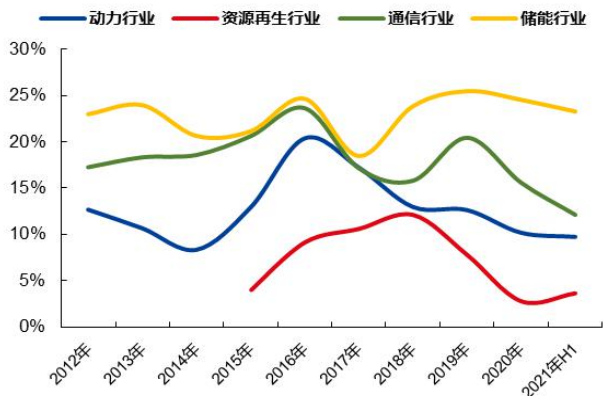
图 11：南都电源历年费用率



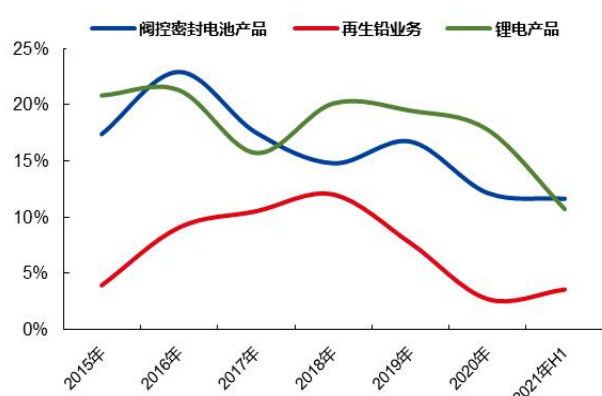
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 12：南都电源历年分行业毛利率

图 13：南都电源历年分行业毛利率



资料来源：Wind，山西证券研究所



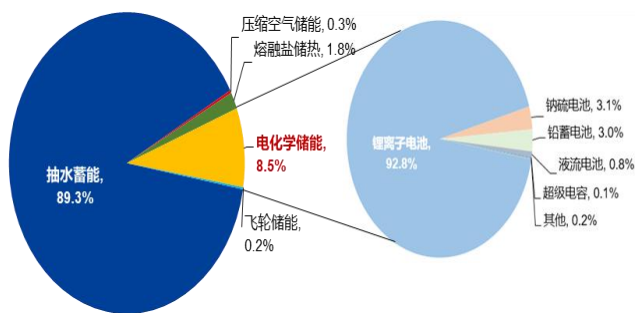
资料来源：Wind，山西证券研究所

## 二、储能业务为战略重点，积极推进全球化发展

### （一）储能市场空间广阔，电化学储能高速发展

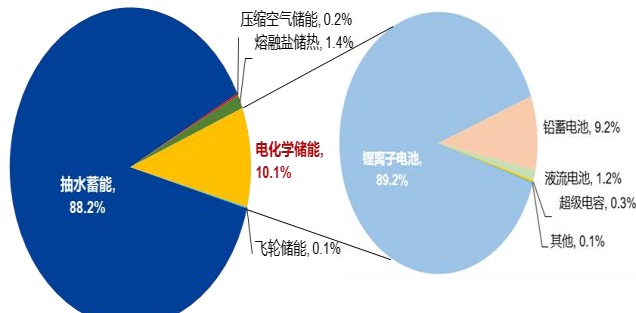
2025 年我国新型储能装机容量达到 30GW 以上，储能市场将高速增长。2021 年 7 月，国家发改委、国家能源局联合发布《关于加快推动新型储能发展的指导意见》，明确提出到 2025 年实现累计装机 30GW 的发展目标。根据《储能产业研究白皮书 2021》预测，2025 年中国储能市场规模保守场景下将达 35.5GW，理想场景下将达 55.9GW。这意味着 2022-2025 年间，储能将保持年均 72%以上复合增长率持续高速增长。

图 14：全球投运电力储能累计装机分布（MW%，截至 2021Q3）



资料来源：CNESA，山西证券研究所

图 15：中国投运电力储能累计装机分布（MW%，截至 2021Q3）

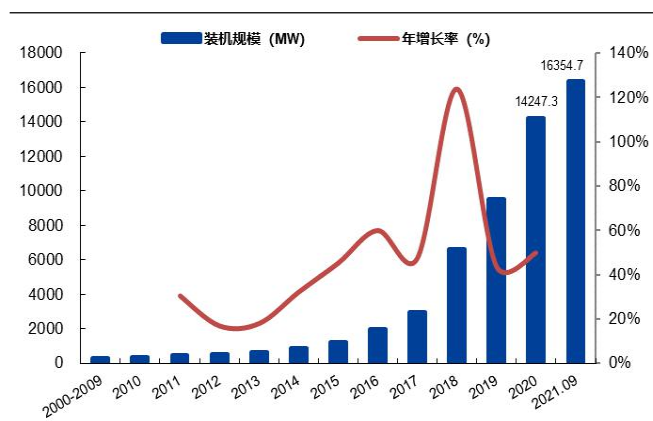


资料来源：CNESA，山西证券研究所

抽水蓄能占比下降，电化学储能规模持续提升。根据 CNESA 统计，截至 2021 年 9 月底，全球数据来看，全球已投运储能项目累计装机规模为 193.2GW，同比增长 3.8%，其中抽水蓄能占比 89.3%，环比二季度末下降 0.5pct，电化学储能填补了抽水蓄能下降的全部市场份额，累计装机规模达到 16.3GW，同比增长 50%；国内数据来看，中国累计装机规模 36GW，占全球 18.6%，同比增长 8.8%，抽水蓄能占比同比下降 3.4pct，电化学储能累计装机规模持续增长，达到 3.6GW，同比增长 62%。

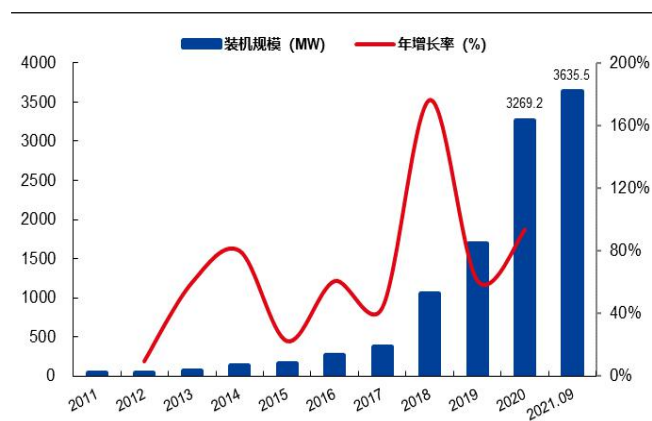


图 16：全球投运电力储能累计装机分布（MW%，截至 2021Q3）



资料来源：CNESA，山西证券研究所

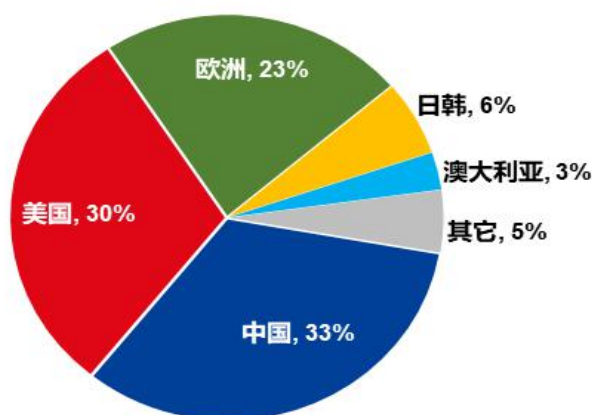
图 17：中国投运电力储能累计装机分布（MW%，截至 2021Q3）



资料来源：CNESA，山西证券研究所

中美欧目前占全球电化学储能市场主导地位。2020 年，全球新增投运电化学储能项目规模达 4.73GW，再次刷新单年新增规模记录，规划、在建项目规模超过 36GW。分地区来看，中国、美国、欧洲新增投运规模均突破 GW 大关，三者合计占全球的 86%。

图 18：2020 年全球新增投运电化学储能项目地区分布（MW%）



资料来源：CNESA，山西证券研究所

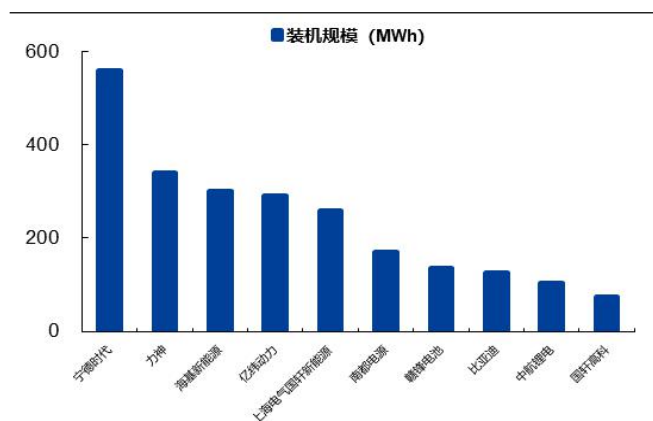
电化学储能市场将蓬勃发展。根据 InfoLink 预测，至 2030 年全球电化学储能市场规模将达 1000GWh，为 2020 年（32GWh）的 30 倍。根据《储能产业研究白皮书 2021》预测，保守/理想场景下，2021 年我国电化学储能累计装机规模将达 5.8/6.6GW，2025 年将达到 35.5/55.9GW，2021-2025 年的 4 年间年均复合增长率达 57.4%/70.5%。

## （二）公司储能业务行业领先，海外市场竞争优势显著

南都电源海外储能出货量行业领先。根据 CNESA 数据，2020 年中国新增投运的电化学储能项目中，

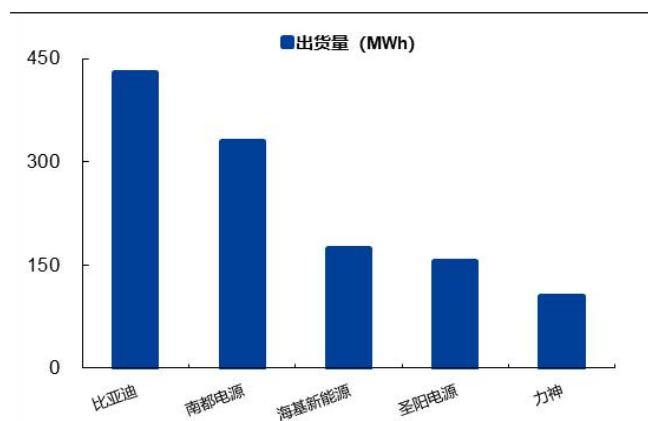
南都电源在储能技术提供商中装机规模排名第六，在储能系统集成商中功率/能量规模均排名第七；

图 19：2020 年中国储能技术提供商排名（国内市场）



资料来源：CNESA，山西证券研究所

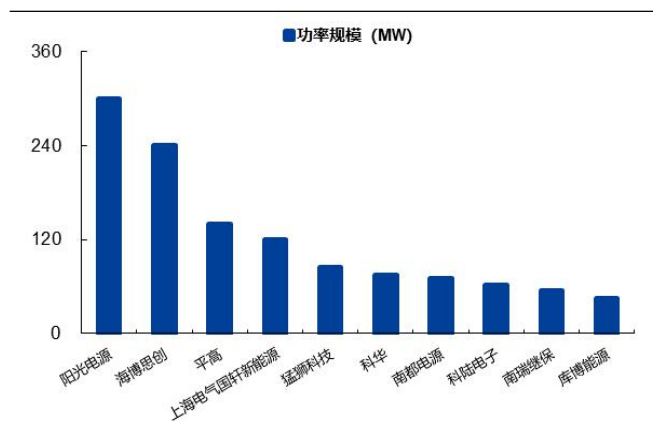
图 20：2020 年中国储能技术提供商排名（海外市场）



资料来源：CNESA，山西证券研究所

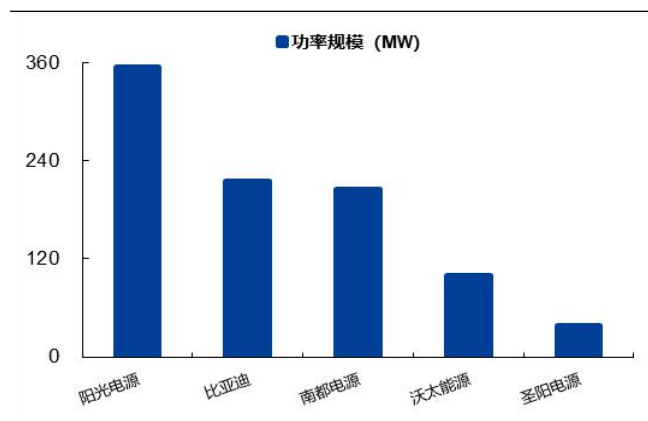
在海外电化学储能（不包括家用储能）市场中，南都电源在储能技术提供商中装机规模排名第二，在储能系统集成商中功率/能量规模均排名第三。

图 21：2020 年中国储能系统集成商排名（国内市场，MW）



资料来源：CNESA，山西证券研究所

图 22：2020 年中国储能系统集成商排名（海外市场，MW）



资料来源：CNESA，山西证券研究所

图 23：2020 年中国储能系统集成商排名（国内市场，MWh）

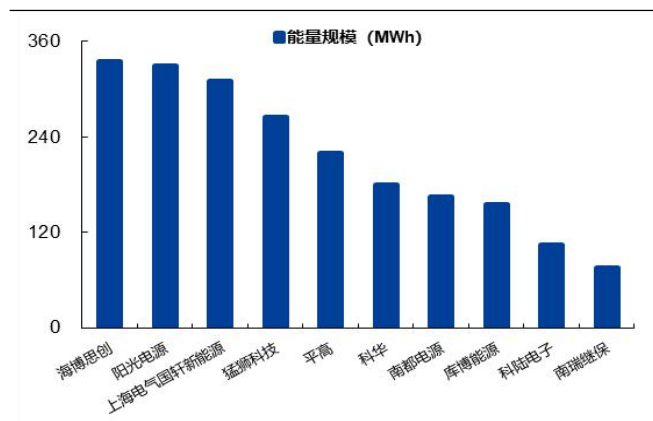
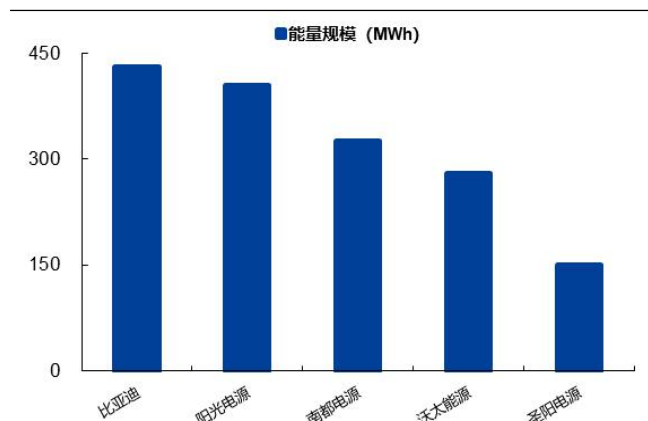


图 24：2020 年中国储能系统集成商排名（海外市场，MWh）



资料来源：CNESA，山西证券研究所

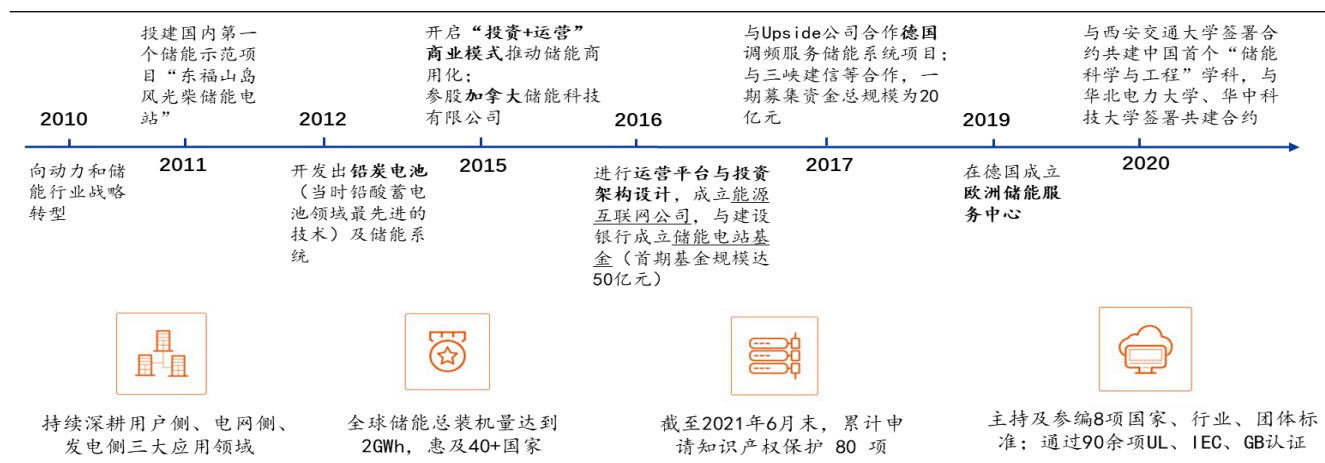
资料来源：CNESA，山西证券研究所

### （三）深耕储能行业十余年，多方位提升竞争力

#### 1、储能业务积淀深厚，商业模式不断优化

储能业务发展超过十年，累计装机规模达 2.4GWh。南都电源自 2011 年进入储能行业，投建了国内第一个储能示范项目“东福山岛风光柴储能电站”，早期参与众多国内储能示范项目，2016 年开始进行储能商用化推广。公司储能业务现已在用户侧、电网侧、新能源发电侧实现大规模应用，业务遍布全球近 40 个国家及地区，装机规模超过 2.4GWh，储能产品累计获得 90 余项 UL、IEC、GB、KC 等全球储能领先标准安全认证认可，拥有深厚的技术积淀。

图 25：南都电源储能业务发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，山西证券研究所

储能业务毛利率在各板块中最高，近 3 年营收年均复合增速达 29%。公司储能业务自 2018 年来发展迅速，2020 年营收 4.0 亿，同比增长 27.4%；2021 年上半年营收 3.3 亿，同比增速达 48.7%。储能业务毛利率近几年稳定在 23% 以上，在公司各板块中盈利能力最强，因此随着储能营收占比持续提升，其毛利贡献更高，2021 年上半年储能营收/毛利占比为 4.9%/13.1%。

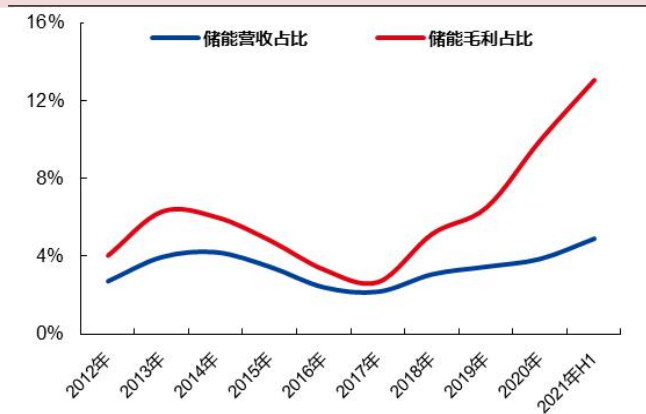
图 26：南都电源储能业务历年营业收入及毛利率

图 27：南都电源储能业务历年营收/毛利占比





资料来源：Wind，山西证券研究所

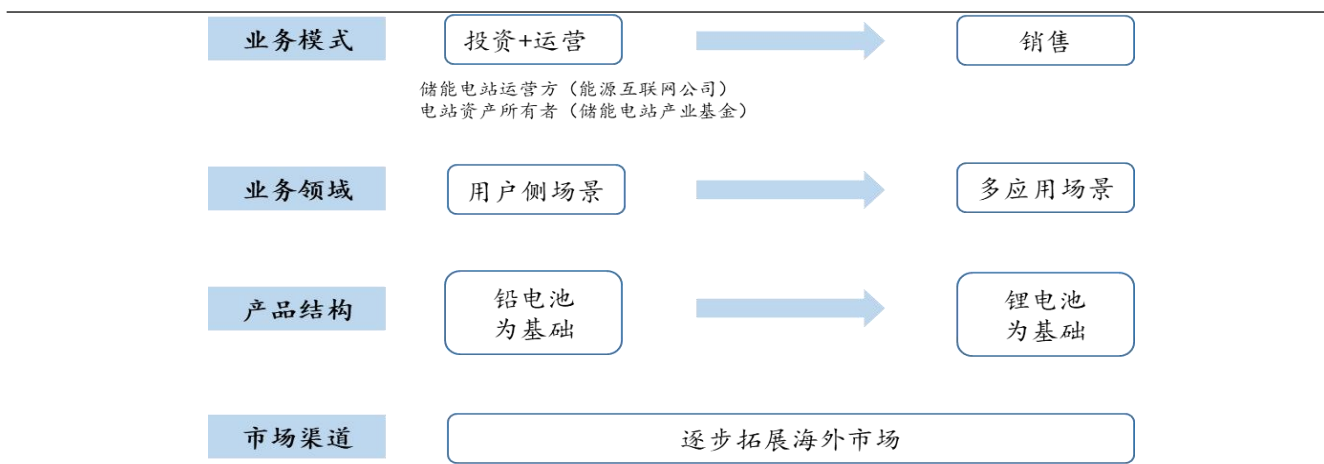


资料来源：Wind，山西证券研究所

紧跟市场发展，完成铅炭到锂电、自投改销售、国内至海外、用户侧变多用途四个转型。公司 2015 年开启“投资+运营”商业模式推动储能商用化，之后成立南都能源互联网公司作为储能电站运营方，并先后与建设银行、三峡建信等成立基金募资数十亿元支撑业务发展，2016-2017 年项目以用户侧为主；根据市场需求，2018 年后公司储能业务转向电网侧调峰调频应用，锂电产品逐步取代铅炭产品，业务模式也由投资运营转为直接销售。公司也在 2021 年推出了户用储能产品，预计 2022 年开始放量。

与此同时，储能业务也在向海外拓展，2015 年公司参股加拿大储能科技公司，借助该平台拓展海内外储能市场；近两年先后在欧洲、北美、韩国成立储能服务中心和子公司，强化属地服务，提高运营效率与收益。

图 28：南都电源储能业务模式转型



资料来源：公司公告，公司官网，山西证券研究所

## 2、连续中标国内外标杆项目，海外市场拓展顺利

进军全球市场，拓展成果显著。凭借优秀的系统集成能力与丰富的认证体系，公司与国内外电网公司、大型能源企业、发电集团等建立了良好的合作关系，先后承担国内众多储能示范项目，中标欧美多地风光

储及调频储能标杆项目，在全球储能装机规模达到 2.4GWh，处于行业领先水平。

表 3：南都电源部分代表性储能项目

中标/建成年份	项目名称	项目规模	项目介绍
2022 年	南都电源瑞士 Axpo 锂电储能项目	7.37MWh	采用磷酸铁锂系统集成技术，为首个并入瑞士国家电网的中国储能系统，主要用于电网侧调频
2022 年	郴州福冲电池储能电站项目	100MW/200MWh	锂电项目
2022 年	意大利国家电力公司集团锂电池储能系统项目	597.88MWh	采用磷酸铁锂储能系统，为公司进入欧美主流电力辅助服务市场的标杆性项目
2021 年	印度光储项目	6MW/20MWh	印度落地的最大锂电储能项目
2021 年	美国德克萨斯州风储项目	130MWh	采用锂电非步入式储能系统，为南都能源互联网在海外首个百兆瓦时的风电+储能项目
2021 年	郴州韭菜坪储能电站	22.5MW/45MWh	锂电项目，国网湖南二期电池储能示范工程
2020 年	爱尔兰 Gorman 大型锂电储能调频项目	50MW/32.44MWh	采用磷酸铁锂系统集成技术，主要用于电网侧调频该项目，为南都能源互联网海外单体最大的锂电调频储能项目
2020 年	美国光伏侧储能项目	55MWh	锂电项目
2018 年	无锡新加坡园区储能电站项目	160MW	当时全球工商业用户侧最大的商用储能电站
2017 年	德国调频服务储能系统项目	75MW	德国电网辅助调频，被评为 2019 年度“全球领先可再生能源项目”和“全球储能项目技术先锋奖”
2013 年	国家风光储输工程微电网示范项目		国家电网主导，当时国内影响力最大的新能源综合示范项目
2013 年	广东电科院广成铝业蓄能项目	1.5MW	科技部 863 项目，主动配电网的间歇式能源消纳及优化技术研究与应用项目
2011 年	东福山岛风光柴储电站项目		国内第一个储能示范项目

资料来源：公司官网，公司公告，山西证券研究所

表 4：南都电源储能业务主要客户（2020 年）

主要客户名称	客户介绍
嘉兴伏尔电子科技有限公司	上海电动工具研究所变频电源技术的专业化产业基地，从事电力电子技术创新
许昌许继电科储能技术有限公司	许继集团子公司，主要经营储能综合监控系统、电池管理系统、电池维护设备等储能产品的研发、设计、生产、销售、系统集成等
广州万里扬能源服务有限公司	万里扬集团下属子公司，主要提供综合能源管理服务、能源技术研究、咨询服务等
平高集团有限公司	国家电网公司直属单位，我国电工行业重大技术装备支柱企业
Enel Produzione S.P.A.	世界 500 强企业，世界领先综合电力和天然气运营商之一
INGETEA POWER TECHNOLOGY S.A.	西班牙自动化领域一流企业
GREEN POWER TECHNOLOGIES S.L.	总部位于西班牙马德里，主营业务为光伏逆变器、储能变流器（PCS）、能源管理系统以及光伏和储能其他设备与解决方案
EMGES S.A. ESP	全球风电行业的技术领导者、风力涡轮机制造商

资料来源：公司公告，山西证券研究所

### 3、扩张锂电产能，推进前沿技术研发

储能锂电扩产项目积极推进中，保障未来交付能力。随着行业发展及市场需求变化，公司储能业务目前以锂电为主，锂电扩产项目也在积极推进中，“年产 6GWh 新能源锂电池建设项目”首期 3GWh 于 2021 年底逐步投入试生产，“2000MWh 5G 通信及储能锂电池建设项目”预计将要投入生产，扩产项目落地将大幅提升储能锂电池的交付能力，促进业绩增长。

表 5：南都电源储能相关锂电池扩产项目

扩产项目	投产时间
年产 6GWh 新能源锂电池建设项目（一期 3GWh）	2021 年底投入试生产
2000MWh 5G 通信及储能锂电池建设项目（预计储能 0.6GWh）	

资料来源：公司公告，山西证券研究所

持续研发前沿技术，提高创新能力。公司持续进行电源领域前驱性技术的研究，2018 年与浙江大学合作开展固态电池研发项目，同时与辉能科技达成固态锂电池合作共识，“高比能固态锂离子电池关键材料及电池制造技术开发”项目入选浙江省 2021 年重点研发计划项目；公司牵头承担，同时联合电子科技大学长三角研究院等多家单位进行产业链协作技术攻关，开展“高比能高安全电池关键材料研发及产业化项目”，该项目被列为 2022 年度浙江省“领雁”研发攻关计划项目，并获得省财政经费拨款 365 万元。

## 三、打造资源循环闭环，支撑储能战略发展

### （一）再生铅仍具发展空间，锂回收闭环产业链加速形成

铅回收行业，相比于原生铅在生产过程中需要经过采矿、选矿等工序，再生铅具有能耗低、排放低、经济效益显著等特点。目前，我国再生铅循环体系已较为成熟，国内领先的再生铅企业已经能够回收废旧铅酸电池中 98%-99% 的铅并还原为铅金属。根据中商产业研究院数据，全球再生铅产量占比的平均水平约为 60%，我国占比约 40%，我国再生铅行业仍具有较大发展空间。

锂回收行业，动力电池回收利用在我国虽处于起步阶段，但政策框架已经基本确立，近年来工信部陆续发布了《新能源汽车废旧动力蓄电池综合利用行业规范条件》《新能源汽车动力蓄电池梯次利用管理办法》等文件，随着相关法律法规的逐步完善，锂电综合回收行业将进一步规范并形成规模。

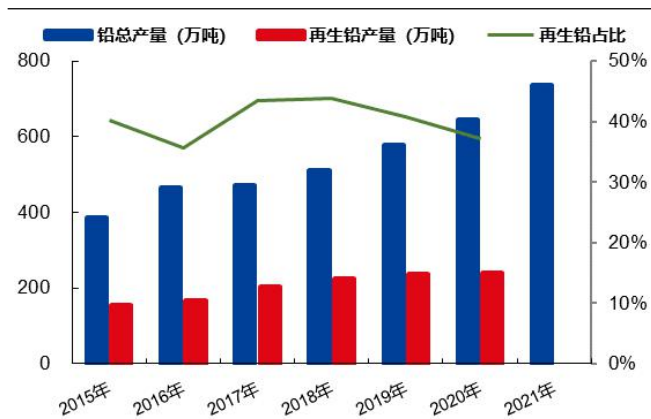
表 6：铅/锂回收行业国家重要文件

文件名称	发布时间	发布部门	相关内容
《关于加快推动工业资源综合利用实施方案》	2022.2	工信部等八部门	推动产业链上下游合作共建回收渠道；推进废旧动力电池在备电、充换电等领域安全梯次应用；在京津冀、长三角、粤港澳

文件名称	发布时间	发布部门	相关内容
			大湾区等重点区域建设一批梯次和再生利用示范工程；培育一批梯次和再生利用骨干企业。
《“十四五”工业绿色发展规划》	2021.12	工信部	到 2025 年，再生铅产量达到 290 万吨。
《新能源汽车动力电池梯次利用管理办法》	2021.8	工信部等五部门	鼓励梯次利用企业与新能源汽车生产、动力蓄电池生产及报废机动车回收拆解等企业协议合作，加强信息共享，利用已有回收渠道，高效回收废旧动力蓄电池用于梯次利用。鼓励动力蓄电池生产企业参与废旧动力蓄电池回收及梯次利用。
《新能源汽车废旧动力蓄电池综合利用行业规范条件》	2019.12	工信部	从事再生利用的企业，应努力提高废旧动力蓄电池再生利用水平，镍、钴、锰的综合回收率应不低于 98%，锂的回收率不低于 85%，稀土等其他主要有价金属综合回收率不低于 97%。
《再生铅行业规范条件》	2016.12	工信部	废铅蓄电池预处理项目规模应在 10 万吨/年以上，预处理-熔炼项目再生铅规模应在 6 万吨/年以上；铅总回收率大于 98%，熔炼废渣中铅含量小于 2%。

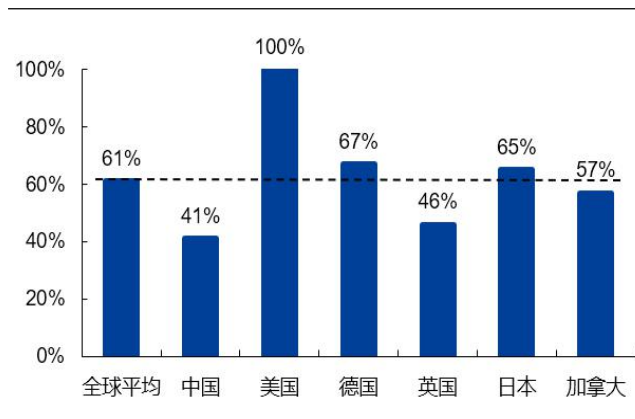
资料来源：工信部，山西证券研究所

图 29：我国历年再生铅产量及占比



资料来源：国家统计局，中国有色金属工业协会，发改委，山西证券研究所

图 30：全球主要国家再生铅产量占比



资料来源：中商产业研究院，山西证券研究所

## （二）回收业务综合实力强，锂电回收将放量

资源再生业务竞争力强，锂回收闭环初步形成。公司 2015 年收购华铂科技 51% 股份进入铅回收行业，2017 年华铂科技成为其全资子公司，同年公司成立全资子公司华铂新材料，开展锂电回收业务。公司全力打造“铅电池循环产业链”和“锂电池循环产业链”两大产业闭环，提升综合竞争力，支撑战略实现。资源回收业务竞争优势主要体现在以下几方面：

（1）**区位与资质优势：**公司铅回收产业基地位于安徽界首田营循环经济产业园，该园区为国家“城市矿产”示范基地，是全国规模最大、产业链最完整的循环利用产业园区。同时，再生铅行业主要原材料废旧铅酸电池及含铅废料均属于危险废物，运输和储存受法律法规严格限制，牌照资源相对稀缺。区位及资



质优势为公司构筑了一定的行业进入壁垒。

**(2) 技术优势：**铅回收方面，公司铅蓄电池回收技术、装备领先，金属回收率达 99%以上，2019 年华铂科技通过安徽省“智能工厂”认定，“废旧铅蓄电池全组分清洁高效利用成套关键技术及产业化应用示范项目”荣获安徽省科技进步奖一等奖；锂回收方面，华铂新材料、南都华宇与中南大学等国内知名大学成立技术共同开发小组，目前镍、钴、锰、锂等高价值材料已实现精细化分离。

图 31：南都电源资源再生行业竞争优势



资料来源：公司公告，山西证券研究所

**(3) 产能优势：**公司废旧铅蓄电池的总处理能力将达到 120 万吨，规模将居全球前列；锂回收总规划 10 万吨废电池处理量，一期 2.5 万吨于 2022 年 3 月投产，回收有望形成碳酸锂、氢氧化锂、磷酸铁锂、硫酸镍、硫酸钴等多种锂电原材料产能。

**(4) 渠道与客户优势：**公司主要的回收渠道包括三方面，一是依靠公司铅酸电池回收网络及动力电池产业链下游合作客户，整合中间商，建立回收网络体系；二是与锂电头部企业、材料厂建立捆绑式战略合作；三是依托参股子公司快点动力 APP 回收平台，采用线上、线下相结合的方式。客户方面，公司与天能集团、超威电池及国内各大电源厂等都有密切合作。

**资源再生行业为营收贡献主要板块，锂电回收将开始放量。**公司锂回收业务 2021 年第三季度开始试生产，因此 2021 年上半年以前回收领域仅有再生铅产品。随着铅回收二期技改项目从 2018 年开始逐步投产，公司资源再生行业营业收入实现增长，2020 年、2021 年上半年分别达到 37.4 亿、22.3 亿，同比增长 9.3%、87.8%。资源再生行业也是公司营收贡献的主要板块，2016-2020 年营收占比均在 36%以上。受铅价下跌影响，铅回收毛利率 2019 年、2020 年降至 2.9%、1.0%，毛利占比也相应降低。

图 32：南都电源资源再生行业/华铂科技历年营收及增速

图 33：南都电源资源再生行业历年销量及增速



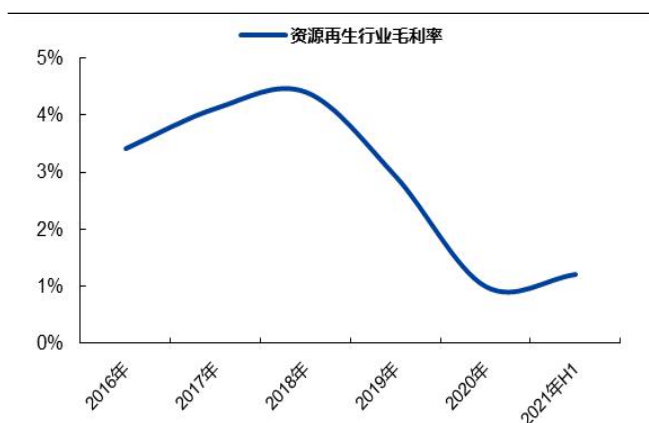
资料来源：Wind，公司公告，山西证券研究所



资料来源：公司公告，山西证券研究所

再生铅产品由华铂科技生产，由于华铂科技与南都电源子公司南都华宇等有关联交易，因此公司资源再生行业与华铂科技的营收有差距，2019年-2021年上半年的差距分别为17亿、14亿、9亿。2022年起南都铅酸业务的华宇、长兴公司将由雅迪集团控股，本来内销合并的原材料收入变成外销，同时公司锂回收业务开始放量，公司资源再生业务今年收入将大幅增长。

图 34：南都电源资源再生行业历年毛利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 35：南都电源资源再生行业历年营收/毛利占比



资料来源：Wind，山西证券研究所

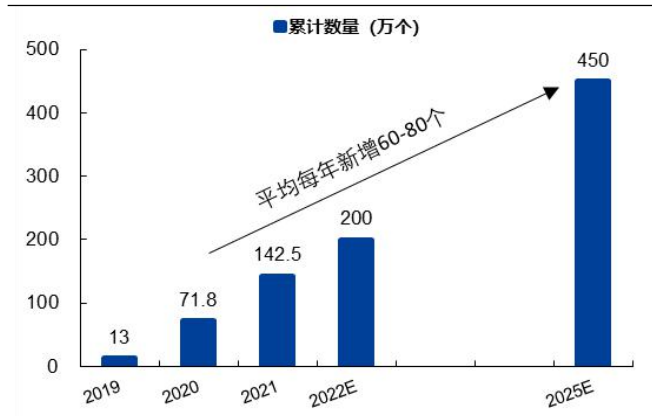
## 四、通信后备电源龙头企业，数据中心业务稳步增长

### （一）5G 大规模建设，数据中心产业加速发展

**5G 建设方面**，2020 年开始全球进入 5G 大规模建设阶段，2021 年我国 5G 基站达到 142.5 万个，全年新建超 65 万个。根据 IDC 预测，到 2025 年我国将拥有 450 万个 5G 基站，据此测算 2022-2025 年平均每年新增近 80 余万个。与 4G 基站相比，5G 基站布设更密集，且功耗更高，需要长寿命、低成本且能量密度更高的电源系统，同时原有电源系统需要扩容升级，因此后备电源锂电化成为趋势，中国移动、中国铁塔等大型通信及设备企业都在增加对通信领域磷酸铁锂电池相关的采购需求。

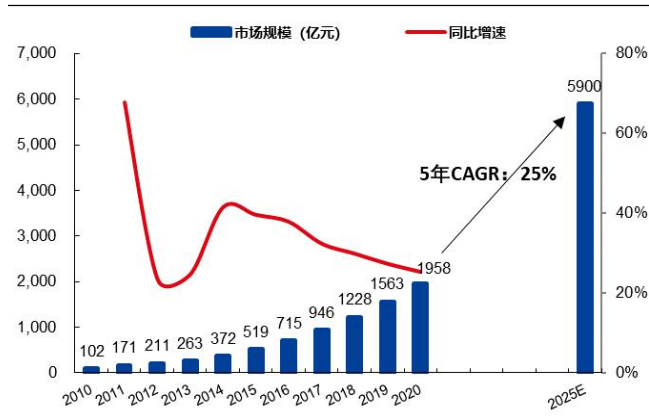
数据中心方面，我国政府已将数据中心列为七大“新基建”领域之一，根据智研咨询数据，2020 年我国数据中心市场规模为 1958 亿元，同比增长 25.3%，预计 2025 年将突破 5900 亿元，2021-2025 年年均复合增速达到 25%。Technavio 预测全球数据中心市场规模在 2021-2025 年间将以 21% 的年均复合增速增长；TMR 预计全球数据中心后备电源市场规模 2021 年达到 120 亿元。数据中心目前主要使用铅蓄电池作为后备电池，后疫情时代国内数据中心将更多采用国产品牌替代进口。

图 36：中国 5G 基站累计数量



资料来源：工信部，IDC，山西证券研究所

图 37：中国 IDC 市场规模



资料来源：中国 IDC 圈，前瞻产业研究院，智研咨询，中国电子报，山西证券研究所

## （二）全球业务持续开拓，锂电占比不断提升

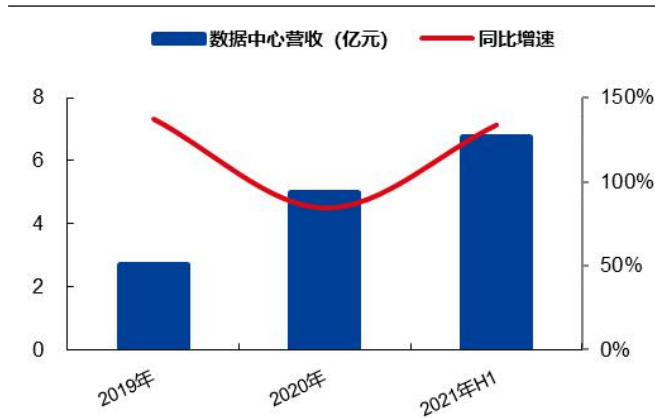
### 1、通信锂电占比持续提升，数据中心业务快速增长

图 38：南都电源通信行业营收及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 39：南都电源数据中心营收及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

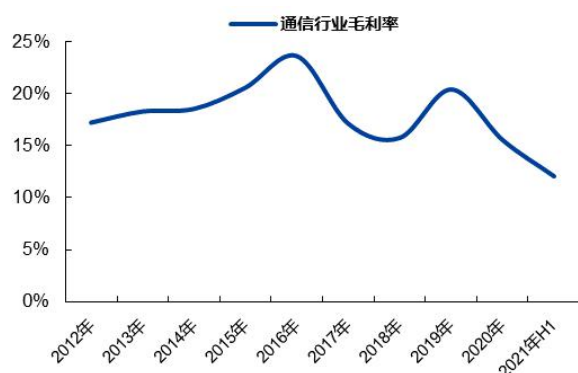
深耕通信及数据中心电源领域，国内通信后备电池龙头。公司 1994 年从后备电源领域出发进入电池行业，从 2G 到 5G 时代，均作为后备电池主要供应商，稳定占据国内通信后备电池市场前三名，业务覆盖 150 多个国家和地区。2011 年公司就成功开发出通信后备用磷酸铁锂电池和高温电池，2012 年中标世纪互联切



入数据中心领域，持续精进的业务能力支撑业绩增长。

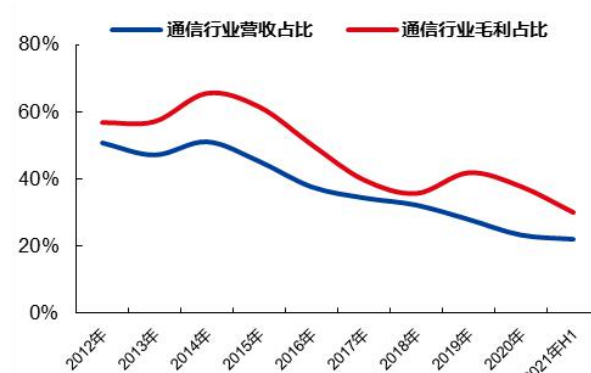
**数据中心业务高速增长，锂电占比进一步提升。**公司 2021 年上半年通信行业营业收入为 14.4 亿元，同比增长 17%，受通信铅蓄电池需求下滑影响，公司 2018-2020 年通信行业收入逐年下降。但是公司数据中心业务高速增长，2019 年-2021 年上半年同比增速分别为 137%、84%、134%，2021 年上半年营业收入达到 6.8 亿元。通信锂电产品占比也进一步提升，2020 年公司通信锂电营业收入 8.6 亿元，同比增长 58.9%。

图 40：南都电源通信行业历年毛利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 41：南都电源通信行业历年营收/毛利占比



资料来源：公司公告，山西证券研究所

## 2、业务遍及全球，行业领先优势显著

**通信领域**，公司与中国移动、中国铁塔、沃达丰电信、新加坡电信、华为等国内外主要通信运营商及通信设备集成商形成深度合作。在国内，公司在三大通信运营商集采招标中排名靠前，行业领先优势显著。在海外，公司持续推进业务开拓，提升锂电业务占比，于 2020 年成功进入美国 5G 通信市场，通信锂电业务已遍布 50 余个国家和地区，成为全球多个知名通信运营商及集成商的 5G 通信锂电产品合作伙伴。

**数据中心领域**，公司对原来占据主导地位的进口品牌逐渐形成替代。在国内，公司自 2017 年起进入阿里巴巴数据中心后备蓄电池设备供应商体系，并与多家大型互联网企业、服务商及金融机构形成长期合作；在海外，公司作为唯一海外品牌入选美国前五大数据中心的优选供应商，并已成功进入亚太、拉美等大型数据管理中心高端市场。

图 42：南都电源通信及数据中心主要客户



.....

资料来源：公司公告，山西证券研究所

表 7：南都电源通信行业部分中标情况

中标排名	中国移动铅酸电池集采（2010-2021 年）	中国铁塔与中国电信备用电磷酸铁锂电池集采（2021 年）	中国铁塔备用电磷酸铁锂电池集采（2021 年）	中国移动通信用磷酸铁锂电池集采（2021-2022 年）	中国铁塔磷酸铁锂电池集采（2021-2022 年）
1	双登集团	联动天翼	中天科技	力朗电池（16%）	南都电源（40%，6 亿）
2	南都电源	南都电源（3.5 亿元）	双登集团	双登集团（14%）	海雷新能源
3	圣阳股份	中天科技	南都电源	南都电源（13%，2.7 亿元）	联动天翼
4	风帆电源	双登集团	拓邦股份	鹏辉能源（12%）	孚能科技
5	瑞达电源	亿鹏能源	联动天翼	联动天翼（10%）	
.....					

资料来源：中国移动、中国电信、中国铁塔、南都电源公告、财联社、C114、Ofweek 锂电网，山西证券研究所

持续跟踪行业需求，积极研发新技术。由于储存稳定性和性价比优势，铅蓄电池仍是目前数据中心电源的主流选择，但是公司持续跟踪行业新需求，目前已在 IDC 锂电系统技术方面取得突破性进展，为锂电池应用于数据中心奠定了坚实的基础。在 2016 年，公司与上海核工程研究设计院签订战略合作协议，开展国家科技重大专项“CAP1400 超大容量 1E 级阀控蓄电池的自主化研制”课题研究，技术及产品居国际领先水平，南都电源已形成向 CAP1400 及其他核电项目供货的能力。

表 8：南都电源后备电池储备技术

储备/在研技术	项目介绍
IDC 锂电系统技术	目前已取得突破性进展
核电站备用电源	2016 年与上海核工程研究设计院签订战略合作协议，国家科技重大专项“CAP1400 超大容量 1E 级阀控蓄电池的自主化研制”课题已于 2020 年初圆满通过验收，技术及产品居国际领先水平。南都电源已建成国内首条单体 4000Ah 1E 级阀控蓄电池中试线，年产能达 3.2 万 kWh，形成向 CAP1400 及其他核电项目供货的能力。

资料来源：公司公告，公司官网，山西证券研究所

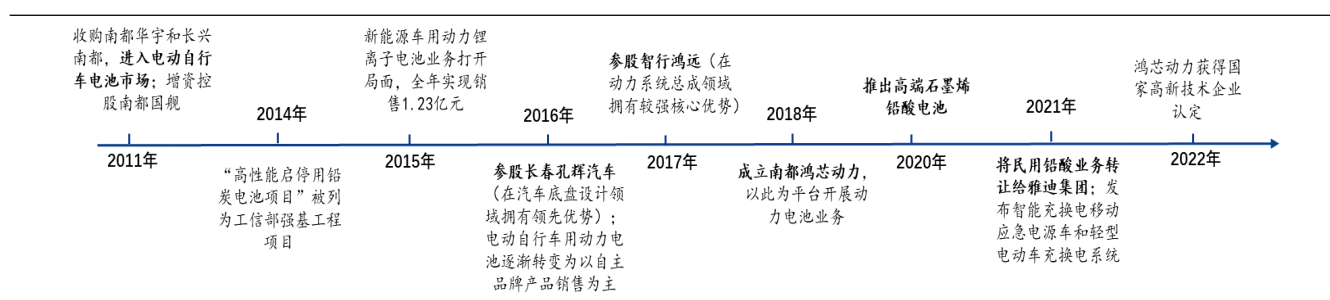
## 五、剥离两轮铅酸电池业务，回收资金以聚焦储能

南都华宇、长兴控股权转让给雅迪，回收资金专注储能。公司 2011 年收购南都华宇、长兴南都并增资控股南都国舰，进入电动自行车电池市场，2012 年销售规模已接近通信后备电池业务。到 2019 年，公司电动自行车铅蓄电池市占率国内排名第三。2020 年，公司推出高端石墨烯铅酸电池，实现销售收入 9 亿元，同比增长 467%，占动力行业营收超过 25%。

动力业务不断发展的同时，由于市场竞争激烈，公司动力行业毛利率持续下滑，两轮动力电池转为自主品牌产品销售后 2016 年毛利率大幅提升，之后仍继续下降。由于 2014 年、2018 年动力行业业绩不佳，公司分别在这两年对南都华宇等计提商誉减值。

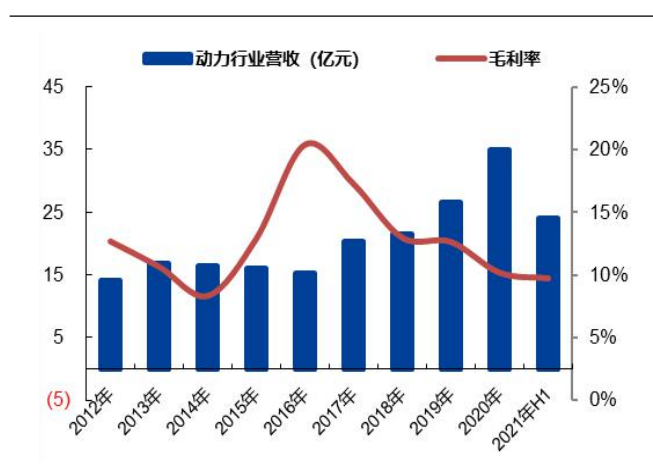
2021 年 12 月，南都电源发布公告，拟将从事两轮民用铅酸电池业务的控股子公司南都华宇、长兴南都的控股权转让给雅迪集团，转让后雅迪各占 70% 股权，南都电源各持有 30% 股权，南都电源还将向雅迪转让包括石墨烯技术在内的专利权及专利申请权。此次剥离两轮铅酸业务可以缓解公司资金压力，集中有效资源专注智慧储能、锂电业务。未来，在公司持有的民用锂电动力业务中，雅迪集团将拥有合作优先权。

图 43：南都电源动力行业发展历程



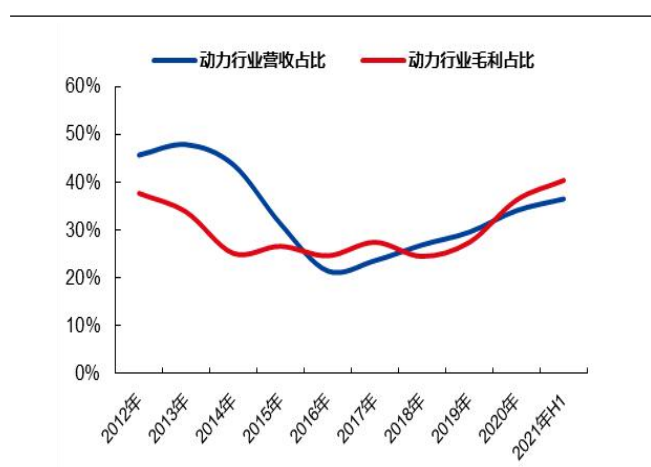
资料来源：公司公告，公司官网，山西证券研究所

图 44：南都电源动力行业历年营收及毛利率



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 45：南都电源动力行业历年营收/毛利占比



资料来源：Wind，山西证券研究所

## 六、盈利预测与投资建议

### （一）盈利预测与估值

盈利预测主要基于以下假设：

**1、储能行业：**储能行业为公司战略重点，随着扩产项目落地及公司市场开拓力度加大，预计 2021-2023 年营业收入增速为 70%、180%、50%，对应毛利率分别为 18.0%、25.0%、30.0%。

**2、通信行业：**根据公司规划以及通信与数据中心行业增速，预计 2021-2023 年营业收入增速为 15%、10%、10%，对应毛利率分别为 10.5%、18.5%、22.0%。

**3、资源再生行业：**2022 年公司锂回收业务将开始放量，同时再生铅关联交易将大幅减少（南都华宇控股股权拟转让给雅迪集团），公司资源再生行业 2022 年收入将大幅增长，预计 2021-2023 年营业收入增速为 19.1%、71.1%、15.7%，对应毛利率分别为 3.3%、9.7%、13.2%。

**4、动力行业：**公司拟将部分民用铅酸业务剥离，预计 2021-2023 年营收增速为 5.0%、-72.7%、10.0%，对应毛利率为 7.5%、15.0%、15.0%。

表 9：南都电源业务拆分

	2019A	2020A	2021H1	2021E	2022E	2023E
通信行业						
收入（亿元）	25.0	23.8	14.4	27.3	30.1	33.1
YOY	-3.2%	-5.1%	17.0%	15.0%	10.0%	10.0%
毛利率	20.4%	15.6%	12.1%	10.5%	18.5%	22.0%
储能行业						
收入（亿元）	3.1	4.0	3.3	6.8	18.9	28.4
YOY		27.5%	48.7%	70.0%	180.0%	50.0%
毛利率		24.6%	23.3%	18.0%	25.0%	30.0%
资源再生行业						
收入（亿元）	34.2	37.4	22.3	44.6	76.3	88.3
YOY	15.8%	9.3%	87.8%	19.1%	71.1%	15.7%
毛利率	7.7%	2.7%	3.6%	3.3%	9.7%	13.2%
动力行业						
收入（亿元）	26.6	34.9	24.1	36.7	10.0	11.0
YOY	22.9%	31.4%	78.6%	5.0%	-72.7%	10.0%
毛利率	12.6%	10.2%	9.7%	7.5%	15.0%	15.0%
其他						
收入（亿元）	1.1	2.5	1.9	3.3	3.8	4.3
YOY	1.0%	127.1%	59.1%	30.0%	15.0%	15.0%
毛利率			7.74%	8.0%	12.0%	12.0%

	2019A	2020A	2021H1	2021E	2022E	2023E
营业收入总计（亿元）	90.1	102.6	66.0	118.6	139.0	165.1
YOY	11.7%	13.9%	60.6%	15.6%	17.2%	18.7%
毛利率	13.5%	9.5%	8.8%	7.2%	14.1%	17.9%

资料来源：Wind，山西证券研究所

我们选取布局储能的铅酸龙头骆驼股份、锂电生产企业亿纬锂能、光储龙头阳光电源作为对标公司，进行对比。

表 10：南都电源可比公司估值比较（可比公司采用 wind 一致预期）

代码	名称	股价	总市值	EPS（元）				PE			
		（元）	（亿元）	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
601311.SH	骆驼股份	10.02	118	0.65	0.79	1.00	1.24	15	13	10	8
300014.SZ	亿纬锂能	70.94	1347	0.87	1.55	2.21	3.46	82	46	32	21
300274.SZ	阳光电源	90.10	1338	1.34	1.84	2.88	3.89	67	49	31	23
可比公司平均 PE								55	36	24	17
300068.SZ	南都电源	10.86	93.1	-0.33	-1.31	0.83	1.23	-33.1	-8.3	13.1	8.8

资料来源：Wind，山西证券研究所（截至 2021 年 4 月 19 日）

## （二）投资建议

我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 118.6 亿元、139.0 亿元、165.1 亿元，分别同比增长 15.6%、17.2%、18.7%，归母净利润分别为-11.2 亿元、7.1 亿元、10.6 亿元，2022 年将实现扭亏为盈，2022 年动态市盈率为 13.1 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

## 七、风险提示

- 1、储能行业竞争加剧，公司储能业务拓展不及预期；
- 2、锂价大幅上涨；
- 3、铅价降幅较大。

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	6977	7963	8704	9359	10558
现金	707	1080	1186	1112	1155
应收票据及应收账款	2423	2376	2896	3020	3582
预付账款	134	172	181	232	259
存货	2872	3604	3732	4226	4806
其他流动资产	841	732	708	769	756
<b>非流动资产</b>	6213	6320	6355	7007	7852
长期投资	478	380	50	150	200
固定资产	3840	4037	4423	4931	5619
无形资产	316	331	332	339	338
其他非流动资产	1579	1572	1550	1587	1695
<b>资产总计</b>	13189	14283	15059	16366	18411
<b>流动负债</b>	5712	6874	9414	10089	11081
短期借款	3063	3491	5908	6576	6771
应付票据及应付账款	1826	2125	2558	2522	3244
其他流动负债	823	1257	948	990	1066
<b>非流动负债</b>	1134	1648	1522	1417	1314
长期借款	703	904	778	674	571
其他非流动负债	431	743	743	743	743
<b>负债合计</b>	6845	8521	10935	11506	12396
少数股东权益	-131	-238	-719	-640	-523
股本	871	860	857	857	857
资本公积	3882	3745	3745	3745	3745
留存收益	1722	1445	-19	773	1956
归属母公司股东权益	6475	5999	4843	5501	6538
<b>负债和股东权益</b>	13189	14283	15059	16366	18411

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	282	381	-758	318	1446
净利润	258	-403	-1605	787	1175
折旧摊销	348	429	400	473	564
财务费用	199	263	283	348	365
投资损失	-39	199	366	-117	-71
营运资金变动	-522	-158	-183	-745	-387
其他经营现金流	37	50	-20	-428	-200
<b>投资活动现金流</b>	-915	-847	-781	-579	-1138
<b>筹资活动现金流</b>	381	813	-3262	-481	-460

### 每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	0.43	-0.33	-1.31	0.83	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.44	-0.88	0.37	1.69
每股净资产(最新摊薄)	7.55	7.00	5.65	6.42	7.63

### 利润表(百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	9008	10260	11861	13902	16505
营业成本	7788	9282	11004	11936	13548
营业税金及附加	249	247	344	320	347
营业费用	476	350	332	361	413
管理费用	231	240	249	257	297
研发费用	251	357	451	417	446
财务费用	199	263	283	348	365
资产减值损失	0	0	477	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	39	-199	-366	117	71
<b>营业利润</b>	249	-396	-1615	837	1391
营业外收入	0	0	3	1	1
营业外支出	9	13	9	9	10
<b>利润总额</b>	241	-408	-1621	829	1382
所得税	-18	-5	-16	41	207
<b>税后利润</b>	258	-403	-1605	787	1175
少数股东损益	-111	-122	-481	79	118
<b>归属母公司净利润</b>	369	-281	-1123	709	1058
EBITDA	800	260	-942	1669	2337

### 主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	11.7	13.9	15.6	17.2	18.7
营业利润(%)	154.1	-258.6	-308.3	151.8	66.2
归属于母公司净利润(%)	52.4	-176.2	299.6	-163.1	49.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	13.5	9.5	7.2	14.1	17.9
净利率(%)	4.1	-2.7	-9.5	5.1	6.4
ROE(%)	4.1	-7.0	-38.9	16.2	19.5
ROIC(%)	4.3	-1.4	-10.7	8.3	10.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	51.9	59.7	72.6	70.3	67.3
流动比率	1.2	1.2	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	4.2	4.3	4.5	4.7	5.0
应付账款周转率	4.1	4.7	4.7	4.7	4.7
<b>估值比率</b>					
P/E	25.2	-33.1	-8.3	13.1	8.8
P/B	1.4	1.6	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	16.4	52.5	-15.9	9.4	6.8

资料来源：最闻科技、山西证券研究所



**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，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本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**投资评级的说明：**

——以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

——无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

**——公司投资评级标准**

买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；  
增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；  
中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；  
减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；  
卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

**——行业投资评级标准**

领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；  
同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；  
落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

**——风险投资评级标准**

A： 预计波动率小于等于相对基准指数；  
B： 预计波动率大于相对基准指数。

**免责声明：**

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施



细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

**山西证券研究所：**

**太原**

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

**北京**

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

电话：010-83496336

