



中信证券研究部



宋韶灵  
首席新能源汽车分  
析师  
S1010518090002



陈俊斌  
首席制造产业分析  
师  
S1010512070001



联系人：董雨翀

核心观点

公司成功通过国际电动工具龙头 TTI 最终审核, 打开国际电动工具锂电池市场, 叠加下游 TWS 耳机与电子烟等产品销售高增, 公司消费电池业务有望迎来快速增长。同时, 公司动力电池产品已经进入上汽通用五菱, 并开始批量供货, 补贴退坡导致行业对高性价比电池需求提升, 公司兼具技术和成本优势, 有望迎来高确定性成长。公司布局储能多年, 有望直接受益于 2020 年 5G 基站加速建设红利。维持“买入”评级。

■ **事项:** 7月7日, 据动力电池网消息, 公司成功通过国际电动工具龙头创科集团 (TTI) 最终审核。对此, 我们点评如下:

■ **携手国际电动工具龙头, 消费业务有望进一步增长。** TTI 是家居装修工具和建筑工具的国际领先供应商, 年圆柱电芯用量可达约 3 亿支。公司独立研发的 18650 2000mAh-10C 圆柱电芯内阻低、一致性和安全性好, 并且支持 10C 高倍率持续放电, 5S1P 模组循环 300 周保持率大于 80%。此外, 公司研发的 18650 2000mAh-15C 圆柱电芯也已实现量产, 放电倍率提升至 15C, 性能更优, 适用场景更广。公司与国际电动工具龙头实现合作, 打开国际电动工具锂电池市场, 未来有望进一步拉动公司消费电池业务增长, 为整体业绩贡献增量。

■ **动力业务持续增长, 中长期增长极。** 2019 年公司动力电池装机 0.64GWh, 同比+3.5%, 其中 2019Q1/Q2/Q3/Q4 装机量分别为 59/229/254/100MWh, 同比+230%/+516%/-9%/-65%。2020Q1 公司动力电池出货 19MWh, 同比-67.3%。2019 年公司动力电池客户逐步转向上汽通用五菱等客户, 全年看上通五占公司全年装机份额 88%, 我们预计 2020 年上通五将有 6 款新车型上市, 带动公司动力电池业务步入成长快车道。此外公司配套的长安、奇瑞等品牌车型也已经进入补贴目录。4 月 23 日 2020 年国家新能源汽车补贴政策正式发布, 补贴小幅退坡, 整体利好公司“平价”磷酸铁锂电池。

■ **消费类受益于 TWS 耳机浪潮, 有望带来业绩增长。** 公司消费类电池主要应用于蓝牙音箱、TWS 耳机、机器人、可穿戴设备、ETC 设备等领域, 目前公司 TWS 耳机电池业务有望迎来快速发展, 2019 年出货约为 1000 万只, 2020 年出货有望继续保持高速增长, 我们预计今年年中公司 TWS 耳机电池产能将达到 6000 万只/年, 公司主要客户群有哈曼、TCL、三诺等。公司 TWS 电池品质稳定, 市场反馈优异, 未来有望进入国内外更多的 TWS 下游企业, 带来业绩增量。

■ **储能、轻型业务有望成为新的增长极。** 轻型动力类, 公司实现向小牛电动、超威集团、钧正网络等行业一线客户批量出货, 增长较快; 储能业务方面, 短期看, 公司已与中国铁塔等通信储能领域客户建立稳定合作关系, 基站电源销售有比较明显的增长, 20 年国内 5G 基站建设加速进行, 公司具备技术产品先发优势与成本优势, 有望迎来快速增长。中长期看, 公司与天合光能成立合资公司, 布局光伏储能, 绑定下游需求, 有望成为新的增长极。

■ **风险因素:** 新能源汽车政策不及预期, 新能源汽车销量不达预期, TWS 耳机销量增长不及预期。

鹏辉能源	300438
评级	买入 (维持)
当前价	19.38 元
总股本	420 百万股
流通股本	317 百万股
52 周最高/最低价	31.85/14.32 元
近 12 月绝对涨幅	43.80%

■ **投资建议：**维持公司 2020/21/22 年净利润预测 3.85/5.05/5.99 亿元，对应 EPS 预测为 0.92/1.20/1.43 元。当前股价 19.38 元，对应 2020/21/22 年 PE 分别为 21/16/14 倍。公司通过国际电动工具龙头审核，叠加下游 TWS 耳机与电子烟等产品销售高增，公司消费电池业务有望迎来爆发式增长。同时公司动力电池产品已经进入上汽通用五菱并开始批量供货，补贴退坡导致行业对高性价比电池需求提升，公司兼具技术和成本优势，有望迎来高确定性成长。公司布局储能多年，有望直接受益于 20 年 5G 基站加速建设红利。维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,569	3,308	3,815	5,465	7,007
营业收入增长率	22.4%	28.8%	15.3%	43.3%	28.2%
净利润(百万元)	265	168	385	505	599
净利润增长率	5.3%	-36.5%	129.0%	31.0%	18.8%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.63	0.40	0.92	1.20	1.43
毛利率%	23.2%	23.7%	24.2%	23.7%	23.0%
净资产收益率 ROE%	11.9%	7.2%	14.2%	15.8%	15.9%
每股净资产 (元)	5.29	5.54	6.46	7.61	8.99
PE	20	32	21	16	14
PB	3.7	3.5	3.0	2.5	2.2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 7 月 7 日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,569	3,308	3,815	5,465	7,007	货币资金	450	457	810	1,383	2,296
营业成本	1,972	2,523	2,890	4,170	5,395	存货	910	898	940	1,028	1,176
毛利率	23.24%	23.75%	24.23%	23.70%	23.00%	应收账款	1,552	1,516	1,712	2,099	2,330
营业税金及附加	17	16	22	31	38	其他流动资产	183	286	392	407	500
销售费用	88	142	145	219	294	流动资产	3,095	3,157	3,854	4,916	6,301
营业费用率	3.42%	4.29%	3.80%	4.00%	4.20%	固定资产	1,217	1,479	1,623	1,861	2,069
管理费用	85	120	137	197	259	长期股权投资	61	44	44	44	44
管理费用率	3.31%	3.63%	3.60%	3.60%	3.70%	无形资产	38	138	137	136	134
财务费用	7	25	36	60	63	其他长期资产	631	580	560	427	276
财务费用率	0.26%	0.74%	0.96%	1.10%	0.91%	非流动资产	1,948	2,242	2,365	2,469	2,523
投资收益	20	2	13	12	9	资产总计	5,043	5,398	6,219	7,385	8,824
营业利润	314	202	443	587	701	短期借款	408	579	1,150	859	1,097
营业利润率	12.22%	6.11%	11.60%	10.74%	10.01%	应付账款	1,463	1,376	1,729	2,620	3,186
营业外收入	2	3	2	3	3	其他流动负债	589	714	224	299	350
营业外支出	1	4	2	2	3	流动负债	2,459	2,668	3,102	3,778	4,633
利润总额	315	201	443	587	701	长期借款	71	19	7	-8	-34
所得税	42	20	45	59	71	其他长期负债	148	206	206	206	206
所得税率	13.38%	10.07%	10.07%	10.07%	10.07%	非流动性负债	220	225	213	198	171
少数股东损益	8	13	13	23	31	负债合计	2,679	2,893	3,315	3,976	4,805
归属于母公司股东的净利润	265	168	385	505	599	股本	281	281	420	420	420
净利率	10.31%	5.09%	10.10%	9.24%	8.55%	资本公积	1,088	1,072	933	933	933
						归属于母公司所有者权益合计	2,224	2,328	2,714	3,196	3,775
						少数股东权益	139	177	190	213	244
						股东权益合计	2,363	2,505	2,904	3,409	4,019
						负债股东权益总计	5,043	5,398	6,219	7,385	8,824

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	315	201	443	587	701
所得税支出	-42	-20	-45	-59	-71
折旧和摊销	94	187	208	238	269
营运资金的变化	-315	-383	-529	424	113
其他经营现金流	76	207	72	101	87
经营现金流合计	128	191	149	1,291	1,100
资本支出	-455	-312	-324	-332	-310
投资收益	20	2	13	12	9
其他投资现金流	-66	-14	-8	-10	-14
投资现金流合计	-501	-324	-318	-330	-315
发行股票	0	22	0	0	0
负债变化	678	1,241	559	-306	212
股息支出	-28	-17	0	-23	-21
其他融资现金流	-477	-1,172	-36	-60	-63
融资现金流合计	174	74	522	-388	128
现金及现金等价物净增加额	-199	-58	353	573	913

**主要财务指标**

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	22.41%	28.80%	15.30%	43.27%	28.21%
营业利润增长率	8.71%	-35.59%	118.85%	32.65%	19.42%
净利润增长率	5.33%	-36.46%	129.02%	30.98%	18.75%
毛利率	23.24%	23.75%	24.23%	23.70%	23.00%
EBITDA Margin	16.42%	12.55%	17.67%	15.78%	14.31%
净利率	10.31%	5.09%	10.10%	9.24%	8.55%
净资产收益率	11.90%	7.23%	14.20%	15.79%	15.88%
总资产收益率	5.25%	3.12%	6.20%	6.83%	6.79%
资产负债率	53.13%	53.59%	53.31%	53.84%	54.45%
所得税率	13.38%	10.07%	10.07%	10.07%	10.07%
股利支付率	6.39%	0.00%	5.86%	4.08%	3.31%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH00001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义的“机构投资者”提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。