

电气设备

2020 年 09 月 02 日

南都电源 (300068)

——5G 带动基站储能发展，铅回收规模大幅提升

报告原因：强调原有的投资评级

增持（维持）

市场数据：2020 年 09 月 01 日

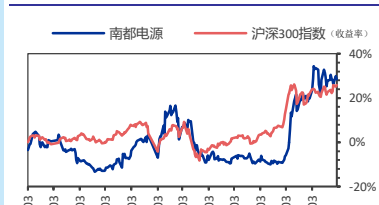
收盘价（元）	14.98
一年内最高/最低（元）	16.16/10.06
市净率	2.0
息率（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	12350
上证指数/深证成指	3410.61/13849.66

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020 年 06 月 30 日

每股净资产（元）	7.64
资产负债率%	54.60
总股本/流通 A 股（百万）	860/824
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

张雷 A0230519100003
zhanglei@swsresearch.com

研究支持

陈明雨 A0230120040001
chenmy@swsresearch.com
黄华栋 A0230120050002
huanghd@swsresearch.com

联系人

黄华栋
(8621)23297818x转
huanghd@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司是国内传统电池及再生资源的龙头供应商。**公司成立于 1994 年，主要从锂离子电池及系统、铅蓄电池及系统、燃料电池及铅、锂资源再生产品的研发、制造、销售及服务，广泛应用于通信及数据、智慧储能、绿色出行、资源再生四大应用领域。2019 年公司实现营业收入 90.08 亿元，同比增长 11.72%；实现归母净利润 3.69 亿元，同比增长 52.35%。2020 年上半年，公司实现营业收入 41.09 亿元，同比增长 3.18%；实现归母净利润 3.03 亿元，同比增长 20.27%。
- **全球铅酸蓄电池市场规模巨大，公司多项实力突出。**铅酸蓄电池具有价格低、安全性高、可回收性好等优势，广泛应用于通信及数据、电动自行车等领域。近年来 5G 基站和 IDC 的快速投资建设，叠加电动自行车近 3 亿辆的存量更换需求，作为其主要电源的铅酸蓄电池有望迎来新一轮爆发期。公司作为铅酸蓄电池行业的龙头企业，研发体系完善，产品性能过硬，客户资源丰富，铅蓄电池业务营收有望搭上行业发展顺风车。
- **锂电储能趋势明显，公司受益 5G 建设爆发。**全球及中国的储能产业发展迅速，近五年 CAGR 超过 60%，2019 年锂电储能累计装机占比为 80.6%，对应 1.38GW 装机规模。公司作为全球储能领域的绝对龙头，同时得益于电动自行车锂电化加速，其锂电业务有望实现大踏步前进。2020 年全球 5G 开始进入大规模建设阶段，各国纷纷加快 5G 的建设部署。公司早在 2011 年成功开发了通信后备用磷酸铁锂电池，目前与多家主流 5G 通信设备系统集成商形成深度合作，有望受益 5G 基站建设爆发。
- **再生铅规模再扩张，公司龙头地位巩固。**目前我国再生铅的使用率约为 45%，远低于发达国家 90%的水平，再生铅行业仍存在着非常大的发展空间。政府出台多项政策规范资源再生行业，将进一步提高行业集中度。公司是再生铅行业龙头，金属回收率达 99%以上，新建的 120 万吨/年的废铅蓄电池处理产能有望巩固公司地位。
- **维持盈利预测，维持“增持”评级：公司是国内铅酸电池龙头，受益全球 5G 基站建设。**预计公司 20-22 年归母净利润分别为 5.47、6.87 和 8.68 亿元，暂不考虑定增带来的股本摊薄影响，对应 20-22 年 EPS 分别为 0.64、0.80、1.01 元/股，对应当前股价 23、19、15 倍，可比公司 2021 年平均 PE 为 22 倍。综合考虑公司的成长性和安全边际，我们给予公司 2021 年 22 倍估值，对应当前股价有 16%涨幅，维持“增持”评级。
- **风险提示：**5G 基站建设不及预期；电动自行车渗透率提升不及预期；原材料价格波动风险。

财务数据及盈利预测

	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万元）	9,008	4,109	11,367	14,032	16,619
同比增长率（%）	11.7	3.2	26.2	23.4	18.4
归母净利润（百万元）	369	303	547	687	868
同比增长率（%）	52.4	20.3	48.4	25.5	26.5
每股收益（元/股）	0.42	0.35	0.64	0.80	1.01
毛利率（%）	13.5	12.4	14.3	15.2	15.3
ROE（%）	5.7	4.6	7.7	8.8	10.1
市盈率	35		23	19	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

维持盈利预测，维持“增持”评级：公司是国内铅酸电池龙头，受益全球 5G 基站建设。预计公司 20-22 年归母净利润分别为 5.47、6.87 和 8.68 亿元，暂不考虑定增带来的股本摊薄影响，对应 20-22 年 EPS 分别为 0.64、0.80、1.01 元/股，对应当前股价 23、19、15 倍，可比公司 2021 年平均 PE 为 22 倍。综合考虑公司的成长性和安全边际，我们给予公司 2021 年 22 倍估值，对应当前股价有 16% 涨幅，维持“增持”评级。

关键假设点

2020-2022 年公司阀控密封电池产品出货量分别为：1038KVAh、1187KVAh、1366 万 KVAh；

2020-2022 年公司锂电产品出货量分别为：8.5 亿 Ah、11.2 亿 Ah、14.6 亿 Ah；

2020-2022 年公司再生铅产品出货量分别为：40 万吨、54 万吨、62 万吨。

有别于大众的认识

市场认为铅酸电池性能和环境友好问题存在天然劣势，未来市场存在萎缩的可能性。我们认为铅酸电池价格较低，具有技术成熟、高低温性能优异、稳定可靠、安全性高、资源再利用性好等比较优势，存量电动自行车的换电及新建数据中心仍选择铅酸电池为主要电源，铅酸电池市场仍有进一步增长空间。

市场认为过往锂电产品在公司营收占比较低，公司在锂电领域可能缺乏技术及销售渠道等储备，进而在未来的锂电市场竞争中处于劣势。我们认为公司前瞻性布局锂电业务近十年，5G 通信在手订单充足，同时瞄准即时配送市场、外卖、共享出行领域大力推进民用动力锂电化，目前与多家知名主机厂及多个新零售配送及共享出行平台达成合作，受益 5G 基站建设加速和电动自行车渗透率提升，公司锂电业务有望快速发展。

股价表现的催化剂

海外及国内 5G 基站建设逐步落地；电动自行车渗透率逐步提升；储能系统装机放量。

核心假设风险

5G 基站建设不及预期；电动自行车渗透率提升不及预期；原材料价格波动风险。

目录

1. 铅炭电池龙头，战略布局锂电	6
2. 技术研发塑造领先性能优势，铅电业务受益 IDC 需求提升	11
2.1 铅蓄电池优势明显，存量市场稳定增长	11
2.2 受益新基建，IDC 需求提升明显	12
2.3 客户结构优良，研发引领发展	14
3. 收购华铂科技，扩产巩固公司再生铅龙头地位	17
3.1 多项政策规范行业标准，再生铅使用率亟待提高	17
3.2 扩张华铂科技产能，巩固龙头地位	18
4. 锂电产能快速放量，下游应用渗透提升	19
4.1 锂电应用大势所趋，储能与动力市场提供巨额空间	19
4.1.1 储能产业支持政策出台，锂电产品需求有望实现大幅提升	19
4.1.2 新国标加速电动自行车锂电化，龙头供应商优先受益	21
4.2 全球储能领域绝对龙头，公司锂电业务发展渐入佳境	22
5. 盈利预测与估值	24
6. 风险提示	28

图表目录

图 1：公司主要产品展示图	6
图 2：公司发展历程	7
图 3：2015-2020H1 公司营业收入情况（单位：百万元，%）	8
图 4：2015-2020H1 公司归母净利润情况（单位：百万元，%）	8
图 5：2015-2020H1 公司主要业务营业收入情况（单位：百万元）	8
图 6：2019 年公司分行业具体业务营收占比情况（单位：%）	8
图 7：2015-2020H1 公司毛利率情况（单位：%）	9
图 8：2015-2020H1 公司主要业务毛利情况（单位：百万元）	9
图 9：公司股权结构图（截至 2020 年 6 月 30 日）	10
图 10：铅酸蓄电池按用途领域分类	11
图 11：主要的二次电池的性能对比	11
图 12：2010-2019 年全球铅酸蓄电池市场规模（单位：亿美元，%）	12
图 13：2011-2019 年全球铅酸电池出货量（单位：亿 kWh，%）	12
图 14：2015-2022E 中国 IDC 业务市场规模及预测（单位：亿元，%）	13
图 15：2012-2019 年中国电动自行车产量及增速（单位：百万辆，%）	13
图 16：2012-2019 年电动自行车保有量及增速（单位：百万辆，%）	13
图 17：2013-2019 年我国电动自行车的电池类型占比（单位：%）	14
图 18：公司各领域的重要客户情况	14
图 19：2015-2020H1 公司研发投入及占比（单位：百万元，%）	15
图 20：2015-2019 年公司研发人员数量及增速（单位：人，%）	15
图 21：2015-2020H1 公司铅蓄电池营收及增速（单位：百万元，%）	16
图 22：2015-2020H1 公司综合毛利率与铅蓄电池毛利率情况（单位：%）	16
图 23：铅矿含铅量和废铅酸蓄电池含铅量对比（单位：%）	17
图 24：世界国家/地区的精炼铅原料构成对比（单位：%）	17
图 25：2015-2020H1 公司再生铅营收及增速（单位：百万元，%）	18
图 26：2015-2020H1 公司综合毛利率与再生铅毛利率情况（单位：%）	18
图 27：2014-2019 年全球电化学储能累计装机规模（单位：MW，%）	19
图 28：2019 年全球新增投运电化学储能装机规模 TOP10 国家（单位：MW）	19

图 29 : 2014-2019 年中国电化学储能累计装机规模 (单位: MW, %)	20
图 30 : 2019 年中国电化学储能累计装机电池构成 (单位: %)	20
图 31 : 2019-2024E 中国 5G 基站建设规模及预测 (单位: 万台)	21
图 32 : 2019-2020E 三大运营商与中国铁塔的 5G 建设投资情况 (单位: 亿元)	21
图 33 : 2019-2022E 中国锂电自行车产量及锂电装机量 (单位: 百万辆, GWh, %)	21
图 34 : 2015-2020H1 公司锂电产品营收及增速 (单位: 百万元, %)	23
图 35 : 2015-2020H1 公司综合毛利率与锂电毛利率情况 (单位: %)	23
表 1 : 公司主营业务、主要产品及其应用领域	6
表 2 : 公司主要子公司情况 (截至 2020 年 6 月 30 日) (单位: %, 百万元)	7
表 3 : 理成南都资产管理计划的出资情况 (单位: 万元, 截止 2016 年 6 月)	10
表 4 : 公司募投项目及部分在建项目具体情况 (截至 2019 年 12 月 31 日) (单位: 万元, %)	11
表 5 : 公司主要客户及部分研发技术/项目情况 (单位: MWh)	15
表 6 : 公司部分主要产品性能与竞争对手的对比 (单位: V, Ah, kg)	16
表 7 : 2019 年以来国家关于铅蓄电池回收的相关政策	18
表 8 : 新国标政策具体内容 (单位: km/h, kg, V, W)	21
表 9 : 2018 年中国储能技术提供商和系统集成商排名 (单位: WM)	22
表 10 : 公司拟募集资金所投项目情况 (单位: 万元)	24
表 11 : 关键假设表 (单位: 百万元, %)	24
表 12 : 利润表 (单位: 百万元)	25
表 13 : 资产负债表 (单位: 百万元)	26
表 14 : 现金流量表 (单位: 百万元)	26
表 15 : 可比公司分业务营收占比 (单位: %)	27
表 16 : 可比公司估值 (单位: 亿元、元/股、倍)	28

1. 铅炭电池龙头，战略布局锂电

公司是传统电池及其再生资源的龙头供应商。公司主营产品为锂离子电池及系统、铅蓄电池及系统、燃料电池及铅、锂资源再生产品的研发、制造、销售及服务，能为通信后备能源、储能换电、数据中心和电动自行车等领域提供相应的电源及系统集成产品的应用与技术、运维服务。经过多年的发展，公司已形成“原材料-产品应用-系统解决方案-运营服务-资源再生-原材料”的全封闭绿色产业链，广泛应用于通信及数据、智慧储能、绿色出行、资源再生四大应用领域。公司的储能业务处于绝对的龙头地位，其传统电池及其再生业务同时处于快速增长阶段。

图 1：公司主要产品展示图



资料来源：公司官网，申万宏源研究

表 1：公司主营业务、主要产品及其应用领域

主营业务	产品系列	应用领域
锂离子电池及系统	磷酸铁锂、三元材料锂电池系列产品及系统集成产品	通信后备电源领域，新能源储能配套，电力调频及削峰填谷储能；民用电动自行车主机厂配套及相关新零售和共享出行领域换电市场；新能源汽车
铅蓄电池及系统	阀控密封铅蓄电池及民用动力电池系列产品	通信后备电源，大型互联网企业、运营商、银行金融机构等数据中心，新能源发电、工商业企业及充电站储能，轨道交通及核电站备用电源；电动自行车一级主机厂配套和二级替换市场

资源再生产品

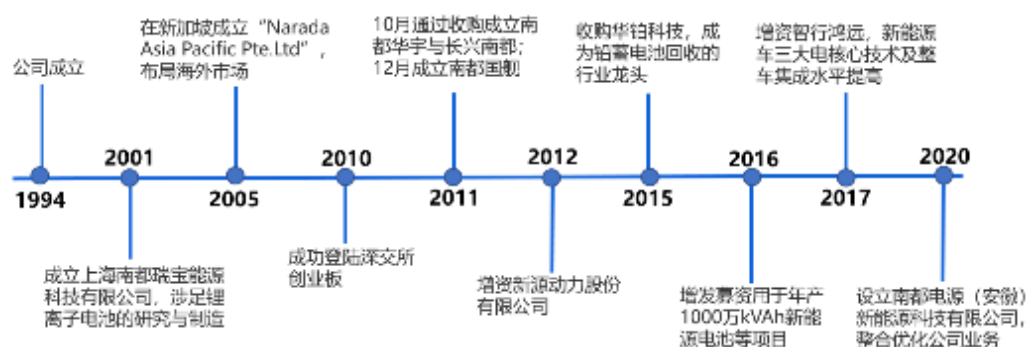
粗铅、成品铅及合金铅；碳酸锂和镍钴锰

混合盐；前驱体和正极材料等；铜、铁、 铅蓄电池的原材料应用；锂离子电池材料等
铝和塑料等有价值资源

资料来源：公司公告，申万宏源研究

业务布局不断完善，全封闭绿色产业链成型。公司成立于 1994 年，从 2001 年成立上海南都瑞宝能源科技有限公司开始涉足锂离子电池的研究与制造，在近十年的时间里陆续成立南都电源销售、Narada Asia Pacific Pte.Ltd、南都能源、南都动力等公司，并于 2010 年成功登陆创业板；从 2011 年开始，先后设立南都华宇、长兴南都和南都国舰等子公司，其铅酸、锂电等业务成为公司营收的核心来源；2012 年公司增资新源动力，后者为国内燃料电池电堆环节龙头，公司则正式进军燃料电池领域；2015 年开始公司收购再生资源行业龙头企业——华铂科技，正式形成“原材料-产品应用-系统解决方案-运营服务-资源再生-原材料”的全封闭绿色产业链；2016 年以来，公司通过增发募资新建项目、增资智行鸿远、设立南都电源（安徽）子公司等方式布局新能源汽车动力与电控系统，公司业务进一步优化整合。

图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

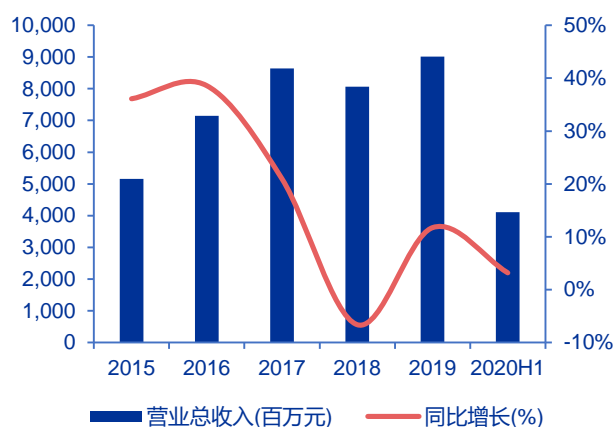
表 2：公司主要子公司情况（截至 2020 年 6 月 30 日）（单位：% ，百万元）

序号	参控公司	持股比例 (%)	营业收入(百万元)	净利润(百万元)	主营业务
1	杭州南都动力科技有限公司	100.00	601.35	45.49	铅酸、锂电产品生产
2	界首市南都华宇电源有限公司	51.00	890.32	5.04	铅酸动力产品生产
3	四川南都国舰新能源股份有限公司	51.00	228.06	-23.53	铅酸产品生产
4	浙江长兴南都电源有限公司	51.00	1,024.01	-28.81	铅酸动力产品销售
5	武汉南都新能源科技有限公司	100.00	270.38	-29.45	铅酸产品生产
6	安徽华铂再生资源科技有限公司	100.00	1,772.35	87.22	再生铅生产
8	长春孔辉汽车科技股份有限公司	17.07			制造业
9	北京智行鸿远汽车有限公司	35.00			新能源汽车动力、电控系统的研发、生产、销售

资料来源：choice，申万宏源研究

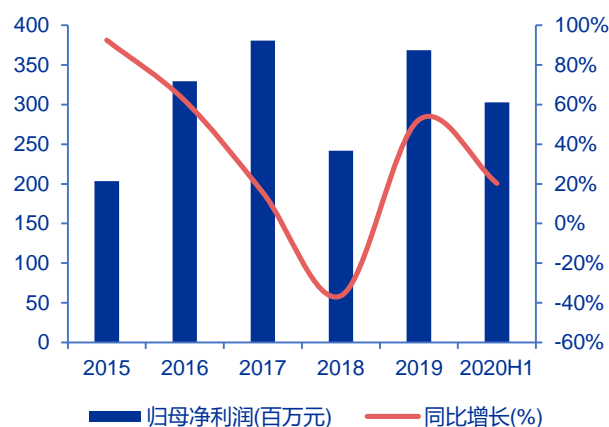
受益下游需求提升，2019 年公司营收与净利润大幅增长。2019 年公司实现营业收入 90.08 亿元，同比增长 11.72%；实现归母净利润 3.69 亿元，同比增长 52.35%，主要系公司业务布局逐渐成熟，叠加通信、储能等领域的需求空间不断扩大所致。2020 年上半年，公司实现营业收入 41.09 亿元，同比增长 3.18%；实现归母净利润 3.03 亿元，同比增长 20.27%，业绩增长主要系通信后备电源产品出货量增长、毛利率提升，同时安徽华铂再生资源科技有限公司未完成业绩承诺，补偿收益比去年同期大幅增加所致。

图 3：2015-2020H1 公司营业收入情况（单位：百万元，%）



资料来源：choice，申万宏源研究

图 4：2015-2020H1 公司归母净利润情况（单位：百万元，%）

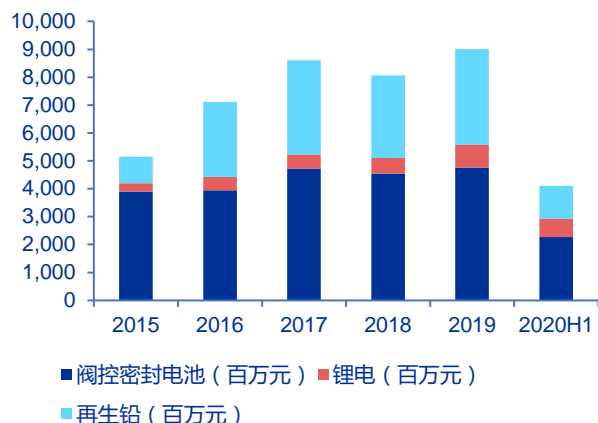


资料来源：choice，申万宏源研究

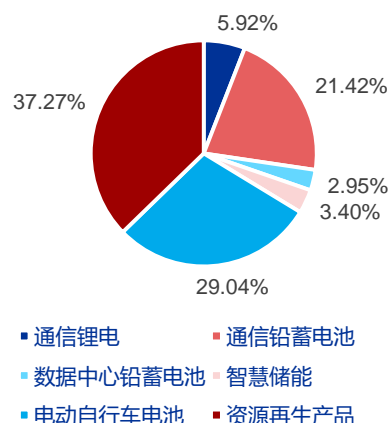
再生铅产能逐步释放，锂电业务进展顺利。从产品结构上来看，阀控密封电池是公司的第一大业务，产品营收从 2015 年的 39.03 亿元增长到 2019 年的 47.55 亿元，2019 年营收占比为 52.79%，其中通信铅蓄电池占比为 21.42%；再生铅产品是公司近年增速最快的业务，产品营收从 2015 年的 9.51 亿元增长到 2019 年的 34.22 亿元，四年 CAGR 为 37.73%，期间营收占比从 18.45%提高到 37.99%，主要系公司收购了华铂科技进行业务整合，同时华铂科技二期项目产能逐步释放，再生铅产品销售收入提升所致；受益于锂电储能系统销售增长及锂电自行车渗透率逐步提高，公司的锂电营收逐年增长，从 2015 年的 2.99 亿元增长到 2019 年的 8.31 亿元，四年 CAGR 为 29.07%。

图 5：2015-2020H1 公司主要业务营业收入情况（单位：百万元）

图 6：2019 年公司分行业具体业务营收占比情况（单位：%）



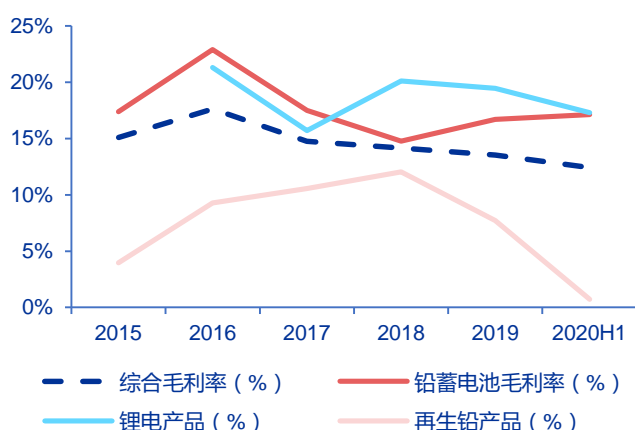
资料来源：choice，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

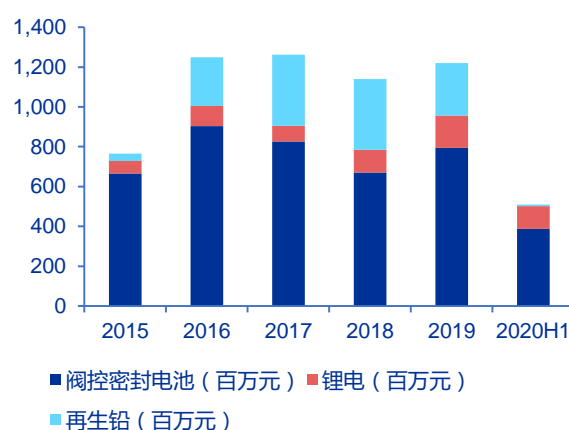
业务整合拓展 毛利率有望继续提升。2016-2019年 公司综合毛利率分别为17.63%、14.74%、14.15%和13.54%，总体保持稳定，存在小幅下跌，主要系公司近年在进行业务整合优化，不断拓展锂电自行车、新能源车电池和海外储能等市场，盈利能力尚处于蓄能期。受益于华铂科技超预期的业绩表现及通信行业后备电源销售的增长，2016年阀控密封电池、锂电和再生铅的毛利分别同比增长35.66%、63.83%和550.38%，带动公司综合毛利率较去年同期提高2.54个百分点；由于动力电池市场竞争加剧，2018年阀控密封电池的毛利同比下降18.86%，进而导致综合毛利率较去年同期下降0.59个百分点；受铅价下降影响，2019年再生铅的毛利同比下降25.74%，公司综合毛利率较去年同期下降0.61个百分点。

图7：2015-2020H1 公司毛利率情况 (单位：%)



资料来源：choice，申万宏源研究

图8：2015-2020H1 公司主要业务毛利情况 (单位：百万元)

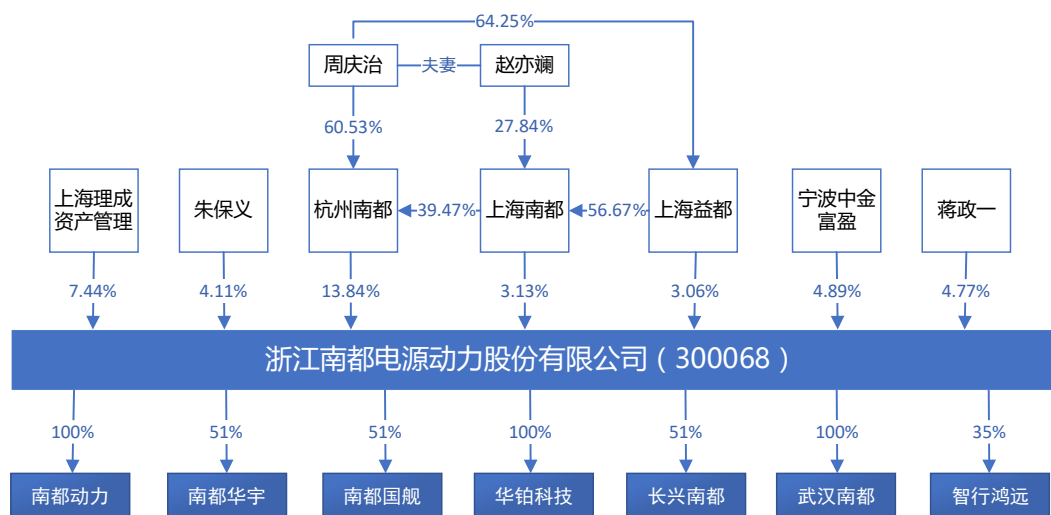


资料来源：wind，申万宏源研究

公司控股股东为三家关联公司，实际控制人为周庆治先生。公司联合控股股东为杭州南都电源公司、上海南都集团有限公司及上海益都实业投资有限公司，这三家公司为关联企业，属于同一实际控制人，持股比例分别为13.84%、3.13%和3.06%。周庆治先生通过控制上述三家关联企业，合计控制公司20.03%的股权，是公司实际控制人。上海理成资产

管理有限公司 - 理成南都资产管理计划为公司员工持股平台，主要份额持有者为公司核心员工，并于 2016 年以参与定增方式成为公司主要股东。

图 9：公司股权结构图（截至 2020 年 6 月 30 日）



资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

表 3：理成南都资产管理计划的出资情况（单位：万元，截止 2016 年 6 月）

序号	委托人	认购份额（万元）	与公司关系
1	王海光	35,000	南都电源董事长
2	王岳能	15,400	南都电源董事、副总经理
3	王红	280	南都电源高级项目经理
4	李东	1,120	南都电源职工监事、子公司总经理
5	陈建	140	南都电源研究院副院长
6	李小平	140	南都电源研究院副院长
7	张华	210	南都电源客户服务中心总经理
8	吴晗青	2,100	南都电源海外事业部总经理
9	徐根才	280	南都电源子公司总经理
10	王路	280	南都电源子公司副总经理
11	赵清江	2,030	南都电源子公司副总经理
12	陈晓君	420	南都电源子公司总经理
13	孙力	140	南都电源子公司总经理
14	陈军	140	南都电源子公司总工程师
15	郭峰	140	南都电源子公司总工程师
16	黄建平	5,600	南都电源控股子公司总经理
17	阮宜祥	140	南都电源高级项目经理
18	朱保义	11,200	南都电源关联企业总经理
19	郭劲松	14,840	非关联自然人
合计		89,600	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

募投打造全封闭产业链，新建项目造就公司长远发展动力。2016 年公司通过定向增发股票收购了朱保义持有的华铂科技 49% 股权，华铂科技成为公司的全资子公司，公司正式形成“原材料-产品应用-系统解决方案-运营服务-资源再生-原材料”的全封闭绿色环保产业链；2016 与 2017 年，公司通过发行公司债募集资金共计 8.93 亿元，扣除发行费用及偿还银行贷款后用于收购建设“基于云数据管理平台的分布式能源网络建设项目”和“年产 1000 万 kVAh 新能源电池项目”等。截至 2019 年底，公司共有 14 项在建项目，业务涉及新能源锂电池、CAP1400 超大容量 1E 级铅酸蓄电池、电网调频储能系统、铅锂资源回收等，项目完成后将为公司提供强大的产能支撑和更加优化合理的业务结构。

表 4：公司募投项目及部分在建项目具体情况（截至 2019 年 12 月 31 日）（单位：万元，%）

项目名称	累计实际投入金额（万元）	资金来源	项目进度（%）	项目介绍
基于云数据管理平台的分布式能源网络建设项目	112,792.06	募集资金和金融贷款	85%	
年产 1000 万 kVAh 新能源电池项目	55,890.09	募集资金	50%	项目达产后 年产新能源电池 1000 万 kVAh
发行股份购买华铂科技 49% 的股权	1,960.00	募集资金和自有资金	100%	全资收购华铂科技，形成全封闭产业链
年产 2300MWh 动力锂离子电池技术改造项目	22,265.76	自有资金和金融贷款	20%	项目完成后，公司锂电池总产能将提升至 3500MWh
废旧铅蓄电池高效绿色处理暨综合回收再利用示范项目	113,677.45	自有资金和金融贷款	95%	产能全部释放后废旧铅蓄电池的总处理能力将达到 120 万吨
动力科技通信锂电项目	19,337.44	自有资金和金融贷款	50%	

资料来源：公司公告，巨潮资讯网，申万宏源研究

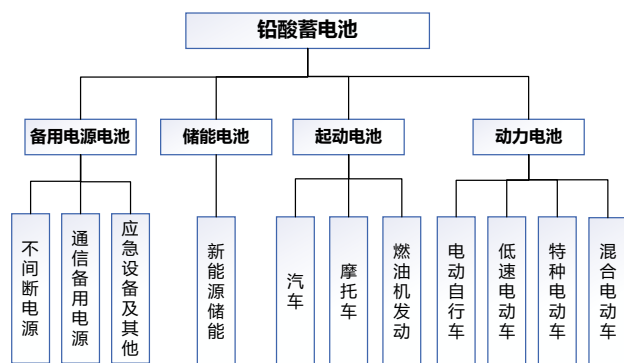
2. 技术研发塑造领先性能优势，铅电业务受益 IDC 需求提升

2.1 铅蓄电池优势明显，存量市场稳定增长

铅酸蓄电池比较优势突出，应用广泛。铅酸蓄电池价格较低，具有技术成熟、高低温性能优异、稳定可靠、安全性高、资源再利用性好等比较优势，市场竞争优势明显，广泛应用在通信、储能、新能源车等领域，可用作后备电源，起动电池以及电动自行车、低速电动车、特种电动车等动力电池。

图 10：铅酸蓄电池按用途领域分类

图 11：主要的二次电池的性能对比



资料来源：中国产业信息网，申万宏源研究

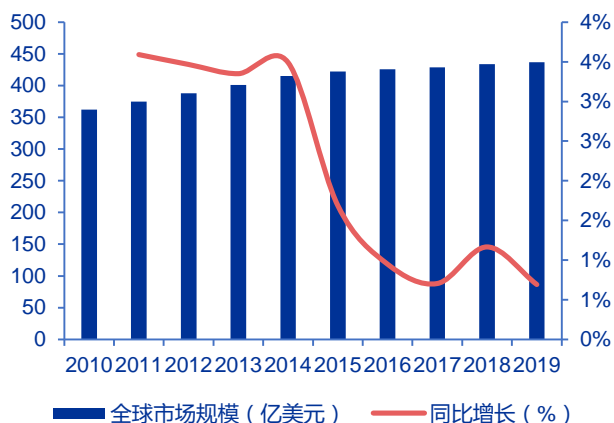
电池类别	低温特性	安全性	寿命	可维护性	价格
铅酸蓄电池	●	●	▲	●	●
锂离子电池	▲	▲	●	●	▲
氢镍电池	●	●	●	●	▲

注：● 较好；▲ 较差

资料来源：维基百科，申万宏源研究

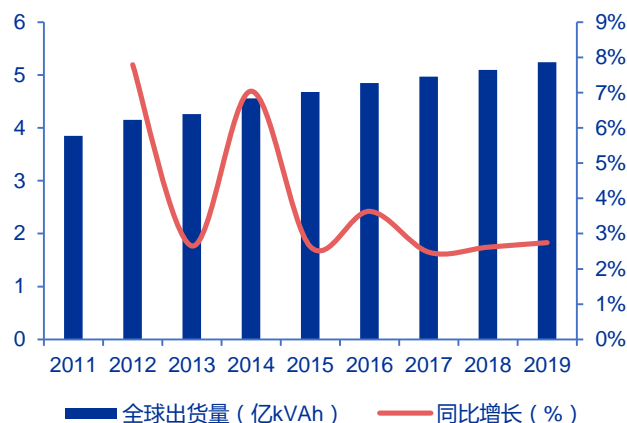
铅蓄电池全球市场规模巨大，存量市场增幅趋于平稳。2010-2019 年，全球铅酸蓄电池市场规模从 362 亿美元持续增长到 437 亿美元，9 年 CAGR 为 2.1%；2011-2019 年，全球铅酸电池出货量从 3.85 亿 kVAh 增长至 5.24 亿 kVAh，8 年 CAGR 为 3.9%。铅酸电池的规模与出货量一直保持着小幅稳定增长，主要系铅蓄电池具有安全性、大容量、价格低廉等优势，在全球市场具有较高的占有率，短期内依然具有不俗的需求量。

图 12 2010-2019 年全球铅酸蓄电池市场规模（单位：亿美元，%）



资料来源：前瞻产业研究院，申万宏源研究

图 13 2011-2019 年全球铅酸电池出货量（单位：亿 kVAh，%）



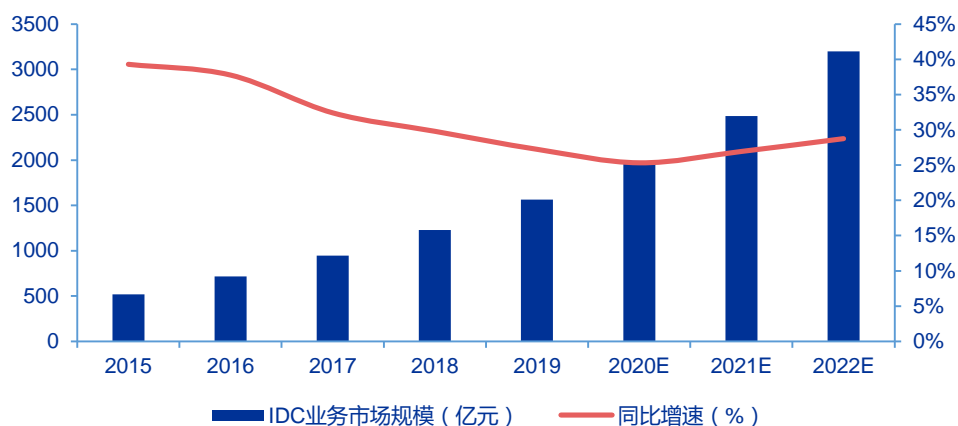
资料来源：前瞻产业研究院，申万宏源研究

2.2 受益新基建，IDC 需求提升明显

数据中心产业迎来市场与政策双重机遇，铅蓄电池市场有望进入新一轮爆发期。受益于云计算发展，5G、物联网、VR/AR 等新应用的广泛兴起，腾讯、百度等类运营商崛起，大量频繁的数据处理及信息交互推动 IDC 市场规模的增长。2015-2019 年，我国 IDC 业务市场规模由 518.6 亿元增长至 1562.5 亿元，4 年 CAGR 达 31.8%；2020 年以来，国家对新基建给予高度关注，3 月 4 日中央政治局常委会会议明确指示加快数据中心等“新基建”进度，数据中心作为新基建的重要部分，在行业政策支持的背景下，将不断推进数据中心

建设。根据中国 IDC 圈的预计,到 2022 年,中国 IDC 业务市场规模将超过 3200.5 亿元,同比增长 28.8%;而铅蓄电池作为数据中心的主要后备电池,预计全球每年总需求为 300 亿元,年复合增长率超过 20%,随着我国 IDC 业务市场不断发展,中国铅蓄电池市场有望进入新一轮爆发期。

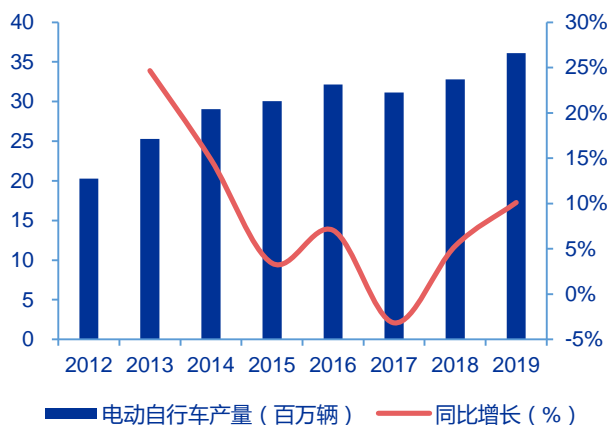
图 14 : 2015-2022E 中国 IDC 业务市场规模及预测 (单位:亿元,%)



资料来源：IDC 圈，申万宏源研究

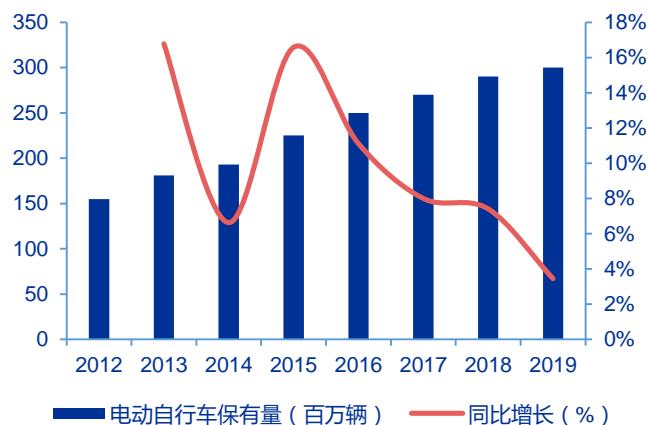
电动自行车日益普及，产业规模持续提升。电动自行车属于绿色环保，贴近民生的交通工具，现已成为国内重要交通工具，几乎全覆盖公共服务领域。2012-2019 年，我国电动自行车产量规模稳定增长，由 2028.5 万辆增长至 3609.3 万辆，7 年 CAGR 为 8.6%；2012-2019 年，我国电动自行车存量市场巨大，保有量由 1.6 亿辆增长至 3.0 亿，7 年 CAGR 为 9.9%。

图 15 : 2012-2019 年中国电动自行车产量及增速 (单位:百万辆,%)



资料来源：中商产业研究院，申万宏源研究

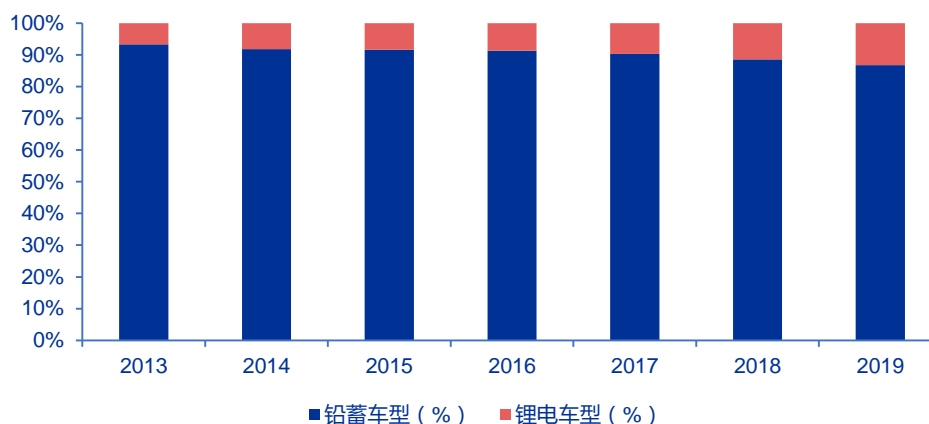
图 16 : 2012-2019 年电动自行车保有量及增速 (单位:百万辆,%)



资料来源：国家自行车质量监督检验中心，申万宏源研究

铅蓄电池占据市场绝对主体地位，电池更换提供巨量需求。电动自行车使用的蓄电池主要有铅蓄电池和锂电池。得益于铅蓄电池显著的价格优势，2013-2019 年，我国铅蓄电动自行车始终占据市场份额 90%左右，充分占据市场主体地位。目前中国电动自行车社会保有量已经逼近 3 亿，铅酸蓄电池的平均寿命在 1.5 年-2.5 年之间，铅酸蓄电池的更换将是一个巨大的市场空间。

图 17：2013-2019 年我国电动自行车的电池类型占比（单位：%）



资料来源：《2019 年中国电动车产业发展白皮书》，申万宏源研究

2.3 客户结构优良，研发引领发展

公司铅蓄电池品牌优势领先，与海内外重要客户深度合作。在通信数据领域，公司自 2017 年起进入国内主流网络运营商的数据中心后备蓄电池设备供应商体系；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，同时，公司成功进入亚太、拉美等大型数据管理中心高端市场。在电动自行车领域，公司与雅迪、美团等多家知名主机厂及多个新零售配送平台达成合作，公司渠道、技术及品牌效益优势进一步巩固。

图 18：公司各领域的重要客户情况

通信	 中国电信 CHINA TELECOM	 中国移动 China Mobile	 HUAWEI	...
IDC	 GDS 万国数据	 世纪互联® www.21vianet.com		...
动力自行车		 雅迪		...

资料来源：公司公告，申万宏源研究

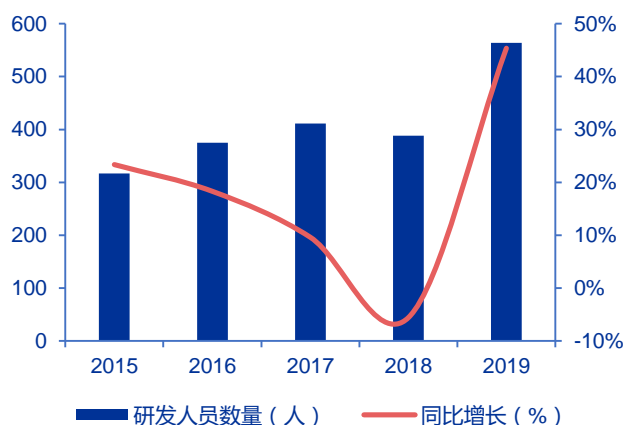
研发投入持续加大，形成技术研发储备。公司在传统电池领域深耕二十多年，把握市场机遇，加速培育新业务技术研发，促进业务转型。2015-2019 年，公司研发投入由 1.58 亿元持续增长至 2.74 亿元，四年 CAGR 为 14.77%，且研发费用占总营业收入的比例保持在 3% 以上；2020 年上半年，公司研发投入为 1.31 亿元，研发投入占比达 3.20%。2015-2019 年，公司研发人员数量从 317 人持续增长至 564 人，2019 年研发人员数量占比达到 7.92%。截至 2020 年中，公司及下属子公司共拥有专利 1000 余项，其中发明专利 400 多项，主导相关产品国家标准、行业标准的编制 19 项，在同行业中具有较强的技术领先优势。

图 19：2015-2020H1 公司研发投入及占比(单位：百万元，%)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 20：2015-2019 年公司研发人员数量及增速(单位：人，%)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

研发项目陆续落地，不断夯实技术领先优势。近年来，公司技术成果产出及转化等呈现加速趋势，在高温型节能电池、铅炭电池、锂离子电池、分布式微网储能系统、电池材料等核心技术方面形成了显著的技术优势。公司还将持续打造锂电再生、铅蓄电池再生及新材料的综合利用平台，打通动力、储能、通信及资源回收产业链，形成绿色环保的可持续发展模式，提升公司核心竞争力。

表 5：公司主要客户及部分研发技术/项目情况(单位：MWh)

领域	主要客户	研发技术/项目	所处阶段	合作单位	2019 年获得奖项
通信	中国电信、中国移动、中国铁塔、万国数据、华为等	5G 通信系统用智能磷酸铁锂电池	已为多家主流 5G 通信设备系统集成商供货	国外运营商	“2019 年度中国制造业上市公司价值创造 500 强”、“中国通信网络运维服务商百强企业”、“中国十大储能集成商”、“中国储能产业最具影响力企业”、
储能	中能硅业、德国 Upside、华润电力、三峡建信、红豆实业等	无锡新加坡工业园区 160MWh 电力储能电站项目 德国调频服务储能系统项	已建成投运 已承载了德国电	国网江苏省电力公司 德国 Upside	

动力	雅迪、美团等主机厂， 荷兰、英国等海外公司	目	网辅助调频功能		“中国储能产业最佳国际商业储能工程企业奖”、“轻工业新能源电池行业十强”、安徽省“智能工厂”等
		电池储能调峰调频工况下的性能特征和优化策略研究项目	项目结题报告阶段	国际先进铅酸电池联合会	
		CAP1400 超大容量 1E 级铅酸蓄电池自主化研制项目	电池鉴定试验研究阶段	上海核工程研究院设计院	
	资源再生	固态锂电池生产关键技术	基础性研究阶段	浙江大学	
		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	研发完成	华铂科技	
		首期年处理 2.5 万吨废旧锂离子电池回收项目	设备招投标阶段	华铂科技	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

受益先进完善的研发体系，公司铅蓄电池性能优势领先。公司拥有长期伴随企业成长的具有丰富理论与实践经验的强大研发团队，设有国家认定企业技术中心、行业内首个国家认可实验室、国家级博士后科研工作站、院士专家工作站等先进的研发平台，技术创新能力卓越。公司的产品性能优越，广泛应用在电动汽车、电动公交车、巡逻车等新能源车领域和通信及数据后备电源领域，与同类产品相比，公司铅酸电池关键指标的参数范围更广、重量更轻。

表 6：公司部分主要产品性能与竞争对手的对比（单位：V，Ah，kg）

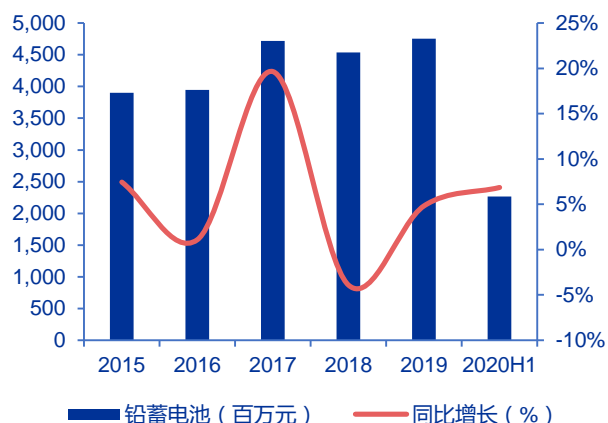
电池类型	产品型号	生产企业	额定电压(V)	额定容量(Ah)	重量(kg)	应用领域
铅酸电池	DC(6-EVF)系列	南都电源	12V	110-175Ah	46-51kg	电动汽车，电动公交车，旅游观光车等
	6-EVF 系列	骆驼股份	12V	80-150Ah	26-52kg	
	DT1275	理士国际	12V	120-150Ah	35.7kg	
	GFMJ-200	南都电源	12V	200Ah (C10)	20kg	储能领域，通信、电力等后备电源
	6-FMJ-13	骆驼股份	12V	130Ah (C10)	47kg	

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

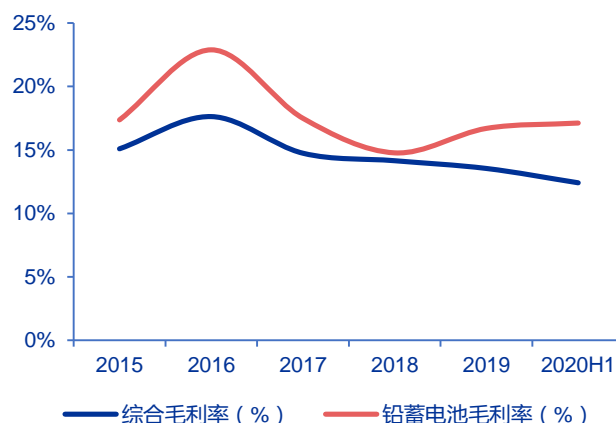
铅蓄电池业务增长稳定，毛利率水平高于综合水平。2019 年公司铅酸蓄电池产品实现营收 47.55 亿元，同比增长 4.83%，毛利率为 16.7%，比综合毛利率高出 3.16 个百分点，主要系铅蓄电池产品为公司优势产品，技术领先，市场资源良好，盈利能力较强。2020 年上半年，公司铅蓄电池产品实现营收 22.66 亿元，同比增长 6.86%，毛利率为 17.12%，比综合毛利率高出 4.71 个百分点。

图 21：2015-2020H1 公司铅蓄电池营收及增速（单位：百万元，%）

图 22：2015-2020H1 公司综合毛利率与铅蓄电池毛利率情况（单位：%）



资料来源：choice，申万宏源研究



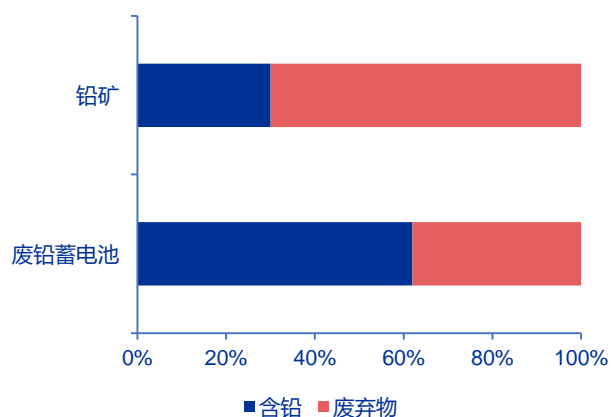
资料来源：choice，申万宏源研究

3. 收购华铂科技，扩产巩固公司再生铅龙头地位

3.1 多项政策规范行业标准，再生铅使用率亟待提高

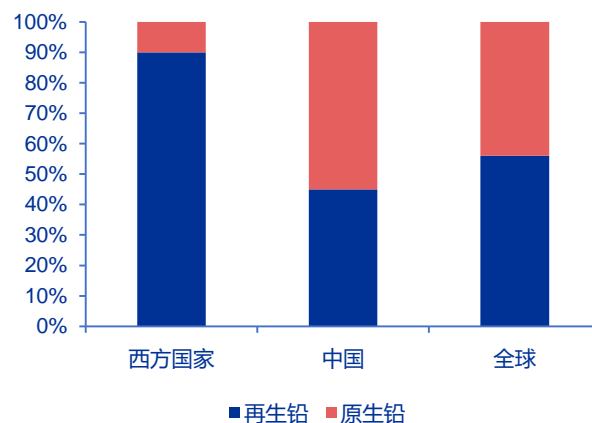
再生铅优势明显，我国再生铅市场空间巨大。近年来我国铅酸电池产销量维持总体稳定态势，2019 年我国废铅蓄电池产生量约为 400 万吨，其中铅含量约 280 万吨，按照 2019 年铅现货价 1.6 万元/吨计算，2019 年废铅蓄电池中铅的价值量高达 448 亿元。而原生铅矿中铅的比例仅占 30% 左右，铅酸蓄电池的含铅量高达 62%，绝大部分是可用的金属，且环保的风险比原生的小；相比原生铅，再生铅的能耗仅为 25.1%-31.4%，且生产成本低 38%，生产过程中的污染也更容易控制。目前我国再生铅的使用率约为 45%，远低于发达国家 90% 的水平，再生铅行业仍存在着非常大的发展空间。

图 23：铅矿含铅量和废铅酸蓄电池含铅量对比（单位：%）



资料来源：中国报告网，申万宏源研究

图 24：世界国家/地区的精炼铅原料构成对比（单位：%）



资料来源：中国报告网，申万宏源研究

多项政策规范废旧电池回收行业，资源进一步向龙头企业集中。2019 年以来，国家发改委等部分发布多项废铅蓄电池回收方案和技术规范，严格限制年处理量及排污指标的发放，对收集、转运、贮存、处理等重要环节进一步严格规范和审核，废旧电池回收行业资源将进一步向资质齐全、环保措施完善的大型再生铅企业集中。

表 7：2019 年以来国家关于铅蓄电池回收的相关政策

发布时间	发布机构	文件名称	主要内容
2019/1/22	生态环境部、国家发展和改革委员会等	《废铅蓄电池污染防治行动方案》	重点整治废铅蓄电池非法收集处理环境污染，落实生产者责任延伸制度，提高废铅蓄电池规范收集处理率。到 2020 年，铅蓄电池生产企业通过落实生产者责任延伸制度实现废铅蓄电池规范收集率达到 40%
2019/3/25	国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会	《废铅酸蓄电池回收技术规范》	规定了废铅酸蓄电池的收集、贮存、运输、转移过程的处理方法及管理措施，有利于规范生产企业对废铅酸蓄电池的回收利用，防止二次污染
2019/8/14	国家发展和改革委员会	《铅蓄电池回收利用管理暂行办法(征求意见稿)》	国家实行铅蓄电池回收目标责任制，制定发布铅蓄电池规范回收率目标。到 2025 年底，规范回收率要达到 60%以上，国家根据行业发展情况适时调整回收目标
2020/6/2	国家发展和改革委员会	《铅蓄电池回收利用管理暂行办法(征求意见稿)》	国家实行铅蓄电池回收目标责任制，到 2025 年底，铅蓄电池回收率要达到 70%以上

资料来源：发改委，国家市场监督管理总局，申万宏源研究

3.2 扩张华铂科技产能，巩固龙头地位

华铂科技技术领先，新建产能巩固龙头地位。子公司华铂科技的铅回收产业基地位于安徽省首田营循环经济产业园，该园区作为国家“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，区位优势明显。华铂科技铅蓄电池回收工艺、技术、装备全球领先，废旧电池回收实现全过程绿色、环保、无害化处理，金属回收率达 99%以上。目前华铂科技二期项目产能已逐步释放，待全部释放后废旧铅蓄电池的年总处理能力将达到 120 万吨，规模居全球前列，行业龙头地位将进一步巩固。

再生铅业务营收短期承压，毛利率易受铅价影响。2019 年公司再生铅产品实现营收 34.22 亿元，同比增长 15.76%；受铅价下行影响，再生铅毛利率为 7.72%，比综合毛利率%低 5.82 个百分点。2020 年上半年，公司再生铅产品实现营收 11.88 亿元，同比下降 24.39%，铅价下行致使再生铅毛利率下降到 0.73%。在资源回收领域，公司持续打造锂电再生、铅蓄电池再生及新材料的综合利用平台，打通动力、储能、通信及资源回收产业链，形成绿色环保的可持续发展模式，提升公司核心竞争力。

图 25：2015-2020H1 公司再生铅营收及增速（单

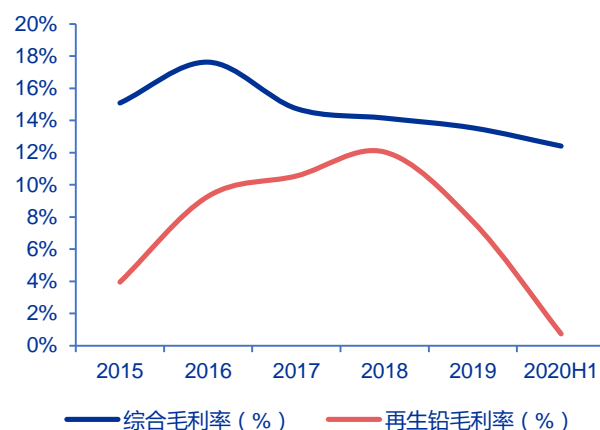
图 26：2015-2020H1 公司综合毛利率与再生铅毛

位：百万元，%)



资料来源：choice，申万宏源研究

利率情况 (单位：%)



资料来源：choice，申万宏源研究

4. 锂电产能快速放量，下游应用渗透提升

4.1 锂电应用大势所趋，储能与动力市场提供巨额空间

4.1.1 储能产业支持政策出台，锂电产品需求有望实现大幅提升

全球电化学储能装机规模涨势迅猛，储能领域潜力巨大。电化学储能是应用范围最为广泛、发展潜力最大的储能技术，2014-2019 年，全球电化学储能累计装机规模从 893.5MW 增长至 9520.5MW，5 年 CAGR 达到 60.51%。全球储能市场快速增长，一方面得益于各国政府对储能建设的大力支持，另一方面得益于锂电池降本带来的储能系统经济性提升，用户侧家庭储能等领域的需求进一步提高。从新增装机规模来看，2019 年中国新增装机排名全球第一，较 2018 年排名上升一位，排名前十国家的合计新增装机规模占全球总规模的 91.6%。

图 27：2014-2019 年全球电化学储能累计装机规模 (单位：MW，%)

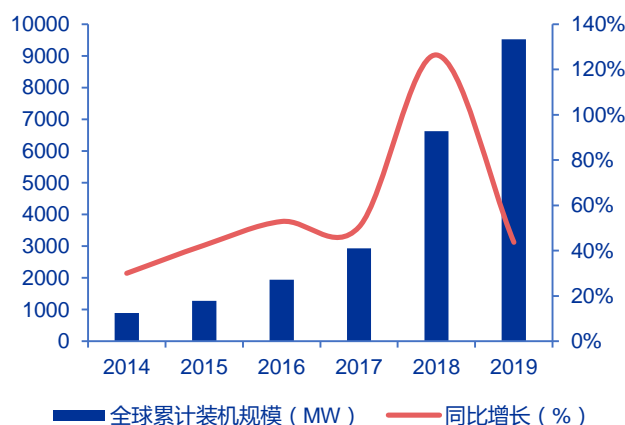
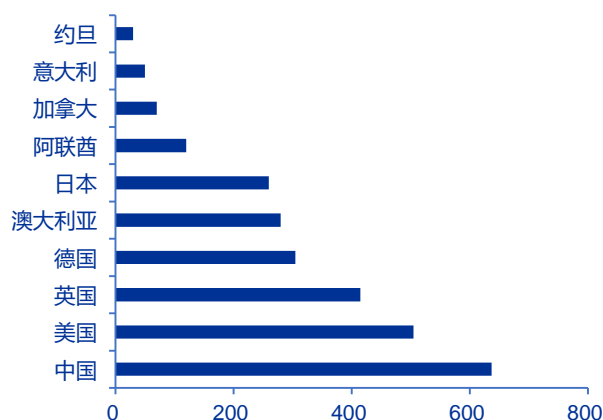


图 28：2019 年全球新增投运电化学储能装机规模 TOP10 国家 (单位：MW)

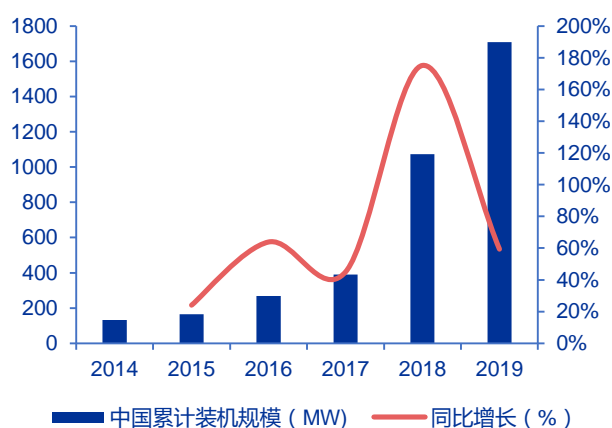


资料来源：CNESA，申万宏源研究

资料来源：CNESA，申万宏源研究

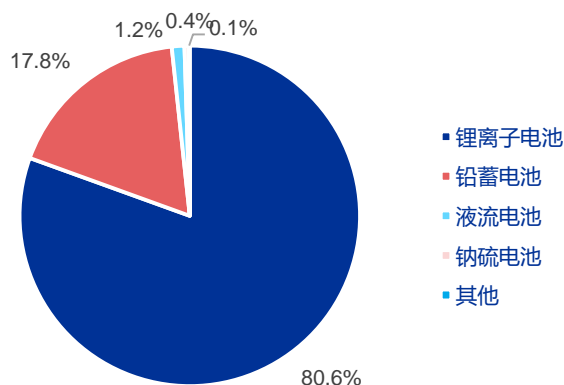
多项政策支持电化学储能发展，促进锂电需求连带提升。2014-2019年，中国电化学储能累计装机规模从132.3MW增长至1709.6MW，5年CAGR为66.83%。近几年，我国密集出台了一系列政策支持储能产业化发展与储能技术突破。2019年发改委发布的《产业结构调整指导目录》中鼓励大容量电能储存技术开发与应用、传统能源与新能源发电互补技术开发及应用；《关于促进储能技术与产业发展的指导意见（2019-2020年行动计划）》中提到加强先进储能技术研发、加大储能项目研发实验验证力度，鼓励储能产业相关企业积极利用智能制造新模式转型升级，推动配套政策落地。中国电化学储能的装机电池结构以锂离子电池为主，2019年累计装机占比为80.6%，对应锂电储能装机规模约为1.38GW，储能产业的发展潜力将提高对锂电的需求。

图 29：2014-2019 年中国电化学储能累计装机规模
(单位：MW，%)



资料来源：CNESA，申万宏源研究

图 30：2019 年中国电化学储能累计装机电池构成
(单位：%)

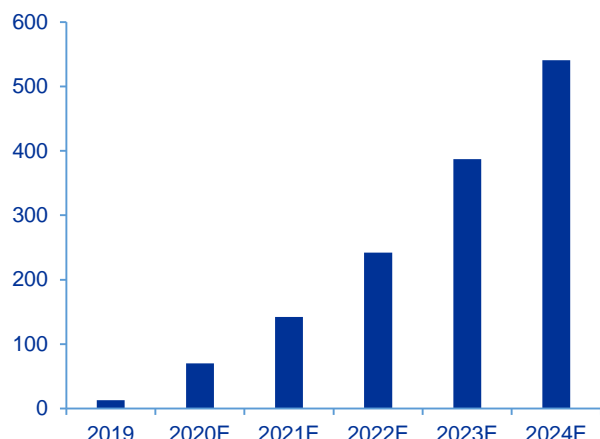


资料来源：CNESA，申万宏源研究

5G 投资建设势头迅猛，通信锂电再添巨额需求。2019 年是全球 5G 商用的元年，2020 年开始进入大规模建设阶段，全球各国纷纷加快 5G 的建设部署。随着商用牌照的发放，我国政府迅速推进 5G 网络建设。2020 年，我国基础电信运营商 5G 投资预算接近 2000 亿元，全国 5G 基站数量将超过 60 万个；GGII 调研统计，到 2025 年，我国将建设超过 500 万个宏基站、上千万个微基站。

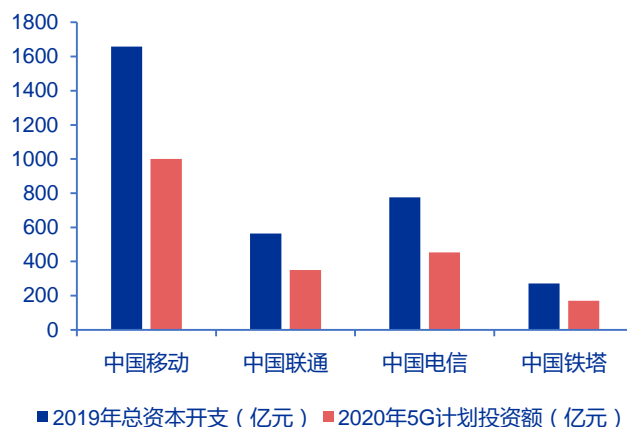
相较于 4G 基站采用的铅酸电池，磷酸铁锂在安全性、循环寿命、快速充放等方面具备明显优势，可有效降低运营成本，更加适合用于 5G 基站储能电池。中国铁塔自 2018 年起即停止采购铅酸电池，新增和替换电池转为车载梯次利用电池或全新磷酸铁锂电池；中国移动于 2020 年 4 月发布采购招标公告，计划采购通信用磷酸铁锂电池合计 6.102 亿 Ah（规格 3.2V），采购需求满足期为 1 年。按 5G 宏站典型功率 3500W 测算，预计到 2025 年，我国 5G 基站的锂电池总需求将达 17.5GW 以上。

图 31 :2019-2024E 中国 5G 基站建设规模及预测
(单位:万台)



资料来源: 中国产业信息网, GGII, 申万宏源研究

图 32 :2019-2020E 三大运营商与中国铁塔的 5G 建设投资情况 (单位:亿元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 申万宏源研究

4.1.2 新国标加速电动自行车锂电化, 龙头供应商优先受益

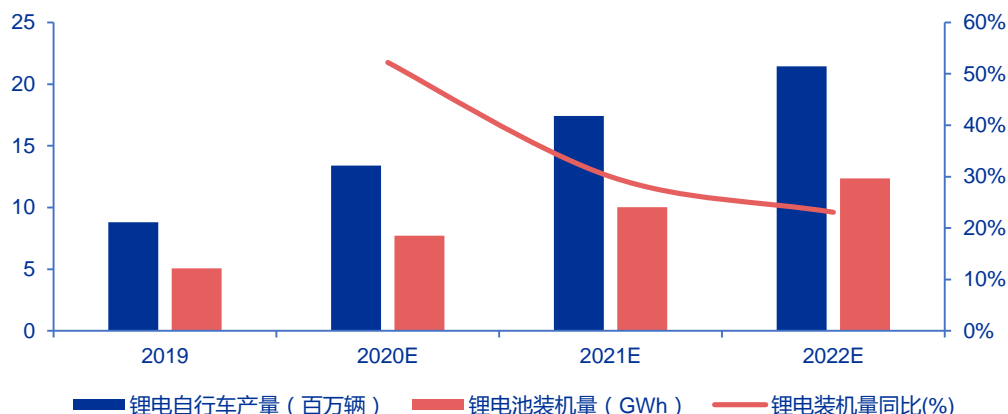
新国标倒逼自行车锂电化加速, 门槛提高有望提升行业集中度。目前我国锂电自行车的渗透率仍较低, 2019 年全国自行车产量中锂电自行车的渗透率仅约 13.2%。随着电动自行车行业的新国标、3C 认证等多项新政从 2019 年开始实施, 锂电池凭借高能量密度、重量轻、长寿命等优势, 符合新国标的输出功率、输出电压、整车质量等要求和市场发展需要, 电动自行车的锂电化进程加速, 预计未来三年内, 锂电自行车的渗透率有望达到 30% 以上。各项门槛的提高有望提升电动自行车的行业集中度, 拥有高端生产工艺技术与优质产能的企业将脱颖而出, 整车厂商以及供应链中高端零部件如锂电池的生产商将因此受益。以热销车型对应 48V、12Ah 电池容量为依据, 预计 2022 年我国锂电自行车产量约为 2144 万辆, 同期自行车锂电装机量约为 12.35GWh。

表 8 : 新国标政策具体内容 (单位: km/h, kg, V, W)

参数	新国标	指标性质	旧国标	指标性质
具有脚踏车骑行能力	是		是	推荐性指标
最高车速	≤25km/h		≤20km/h	强制性指标
装配完整的电动自行车的整车质量	≤55kg	强制性指标	≤40kg	推荐性指标
蓄电池标称电压	≤48V		≤48V	推荐性指标
电动机额定连续输出功率	≤400W		≤240W	推荐性指标
蓄电池最大输出电压	≤60V			

资料来源: 工信部, 申万宏源研究

图 33 :2019-2022E 中国锂电自行车产量及锂电装机量 (单位: 百万辆, GWh, %)



资料来源：Wind，申万宏源研究

4.2 全球储能领域绝对龙头，公司锂电业务发展渐入佳境

全球储能领域龙头，前瞻布局通信锂电。目前，公司在全球储能装机规模超过1000MWh，遥遥领先于同行。根据中关村储能产业技术联盟统计，公司2017年、2018年连续两年国内新增电化学储能项目中装机规模、功率规模均列第一；根据彭博新能源财经（BNEF）统计，公司2017年投运规模位列全球第二，龙头地位显著。公司对通信基站的锂电应用有前瞻性预判，早在2011年，公司已成功开发了通信后备用磷酸铁锂电池，并在海外实现大规模应用，目前全球累计销售量超过2GWh。2017年起，公司与国外某知名运营商联合开发高安全、高可靠性的5G通信系统用智能磷酸铁锂电池，在电池能量密度、安全性、散热及集成便捷性、成组技术等方面均领先于市场同类产品，并与多家主流5G通信设备系统集成商已形成深度合作。

受益全球5G建设加速，公司中标多个通信项目，在手订单充足。2020年上半年，基于公司在通信后备领域的优势地位，公司中标多个通信锂电标杆项目，在手订单充足。公司中标“中国铁塔2020年备用电用磷酸铁锂蓄电池组产品集约化电商采购项目”，中标份额为28%，排名第二，中标金额约为3.31亿元人民币（含税）；中标“中国移动2020年通信用磷酸铁锂电池产品集中采购项目”，中标份额为11.59%，中标金额为约1.58亿元人民币（不含税）；此外，公司还中标中国电信多个省份通信锂电项目。同时，公司持续推进全球通信业务拓展，作为多个全球知名通信运营商及集成商的5G通信锂电产品合作伙伴，中标多个项目，海外市场业务规模进一步提升。

表9：2018年中国储能技术提供商和系统集成商排名（单位：WM）

排名	储能技术提供商	装机规模（MW）	储能系统集成商	功率规模（WM）
1	南都电源	850	南都电源	105
2	宁德时代	135	科陆电子	77
3	中天科技	88	中天科技	31
4	力信能源	77	-	-
5	双登集团	73	阳光电源	19
6	-	-	瑞能世纪	18

7	科陆电子	37	圣阳电源	7
8	信义电源	33	欣旺达	2.6
9	圣阳电源	28	煦达新能源	2.6
10	中航锂电	17	库博能源	2.6

资料来源：CNESA，申万宏源研究

切入外卖、共享新赛道，民用动力业务快速发展。公司瞄准即时配送市场、外卖、共享出行领域大力推进民用动力锂电化的契机，与多家知名主机厂及多个新零售配送及共享出行平台达成合作，行业占有率快速提升。公司开发的磷酸铁锂电池安全性好、续航里程长，已经得到雅迪等主机厂的高度认可，并与即时配送、外卖、新零售、共享出行换电等领域客户达成合作，业务进入发展快车道。

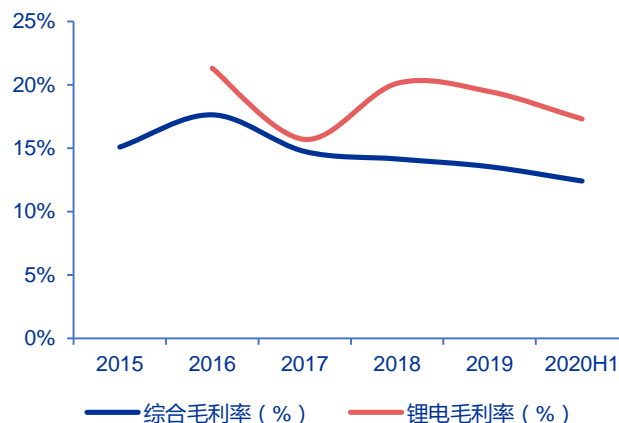
锂电业务营收高速增长，毛利率水平高于综合水平。2019 年公司锂电产品实现营收 8.31 亿元，同比增长 45.59%，毛利率为 19.46%，比综合毛利率高出 5.92 个百分点，主要系通信锂电业务拓展顺利，独家中标多个项目，海外市场业务规模及盈利能力显著提升所致。2020 年上半年，公司锂电产品实现营收 6.55 亿元，同比增长 125.50%，毛利率为 17.30%，比综合毛利率高出 4.89 个百分点。

图 34 :2015-2020H1 公司锂电产品营收及增速(单位：百万元，%)



资料来源：choice，申万宏源研究

图 35 :2015-2020H1 公司综合毛利率与锂电毛利率情况(单位：%)



资料来源：choice，申万宏源研究

募投加码锂电业务，产能扩张助力维持市场领先地位。公司于 2020 年 7 月发布股份定增预案，并于 8 月获深圳证券交易所受理。本次定增拟发行不超过 2.58 亿股，募集资金不超过 14.16 亿元，扣除发行费用后拟将全部用于“年产 2000MWh 5G 通信及储能锂电池建设项目”、“年产 2000MWh 高能量密度动力电池建设项目”等 4 个项目。后续随着项目的实施，公司 5G 通信及储能用锂离子电池的生产效率与生产规模有望得到有效提升，从而抓住市场机遇，占领市场份额，继续保持公司在国内市场的领先地位；同时，项目有助于公司更好地满足市场和客户对于高端动力锂离子电池的需求，推动动力业务实现新发展。

表 10：公司拟募集资金所投项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	总投资额	拟使用募集资金额
1	年产 2000MWh 5G 通信及储能锂电池建设项目	65,124.39	56,844.00
2	年产 2000MWh 高能量密度动力锂电池建设项目	81,606.00	30,000.00
3	新能源电池研发中心项目	15,167.20	14,725.44
4	补充流动资金	40,000.00	40,000.00
	合计	201,897.59	141,569.44

资料来源：公司公告，申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

维持盈利预测，维持“增持”评级：公司是国内铅酸电池龙头，受益全球 5G 基站建设。预计公司 20-22 年归母净利润分别为 5.47、6.87 和 8.68 亿元，暂不考虑定增带来的股本摊薄影响，对应 20-22 年 EPS 分别为 0.64、0.80、1.01 元/股，对应当前股价 23、19、15 倍，可比公司 2021 年平均 PE 为 22 倍。综合考虑公司的成长性和安全边际，我们给予公司 2021 年 22 倍估值，对应当前股价有 16% 涨幅，维持“增持”评级。

公司是国内铅蓄电池龙头，客户结构优良，铅酸电池板块受益于数据中心后备电池需求提升，锂电板块受益于 5G 基站建设推进、电动自行车需求提升，再生铅业务随着华铂科技二期项目产能逐步释放，供货能力将进一步增强。我们假设 2020-2022 年公司阀控密封电池产品出货量分别为：1038 万 KVAh、1187 万 KVAh、1366 万 KVAh；2020-2022 年公司锂电产品出货量分别为：8.5 亿 Ah、11.2 亿 Ah、14.6 亿 Ah；2020-2022 年公司再生铅产品出货量分别为：40 万吨、54 万吨、62 万吨。

表 11：关键假设表（单位：百万元，%）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8637	8063	9008	11367	14032	16619
阀控密封电池产品	4721	4536	4755	4976	5498	6238
再生铅业务	3378	2956	3422	3640	5103	6076
锂电产品	504	571	831	2751	3430	4305
其他业务	34					
营业成本（百万元）	7364	6923	7788	9742	11894	14084
阀控密封电池产品	3895	3866	3961	4126	4439	5049
再生铅业务	3021	2600	3158	3360	4685	5560
锂电产品	425	456	669	2256	2771	3475
其他业务	23					
毛利（百万元）	1273	1141	1220	1625	2137	2536

阀控密封电池产品	826	670	794	850	1060	1189
再生铅业务	356	356	264	280	418	516
锂电产品	79	115	162	495	659	830
其他业务	12					
毛利率(%)	15%	14%	14%	14%	15%	15%
阀控密封电池产品	17%	15%	17%	17%	19%	19%
再生铅业务	11%	12%	8%	8%	8%	9%
锂电产品	16%	20%	19%	18%	19%	19%
其他业务	35%					

资料来源：Wind，申万宏源研究

预计 2020-2022 年公司营业收入为 113.67、140.32 和 166.19 亿元，归母净利润为 5.47、6.87 和 8.68 亿元，暂不考虑定增带来的股本摊薄影响，对应的 EPS 分别为 0.64、0.80 和 1.01 元/股。

表 12：利润表（单位：百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业总收入	8,637	8,063	9,008	11,367	14,032	16,619
其中：营业收入	8,637	8,063	9,008	11,367	14,032	16,619
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0	0
二、营业总成本	8,510	8,300	9,194	11,396	13,731	16,066
其中：营业成本	7,364	6,923	7,788	9,742	11,894	14,084
其他类金融业务成本	0	-0	0	0	0	0
税金及附加	262	228	249	318	393	465
销售费用	427	540	476	568	631	665
管理费用	180	231	231	284	323	332
研发费用	157	191	251	318	337	366
财务费用	120	128	199	165	152	154
加：其他收益	291	368	449	420	420	420
投资收益	-0	-32	39	200	50	50
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	-1	1	0	0	0
信用减值损失（损失以“-”填列）	0	0	-30	-6	-3	-2
资产减值损失（损失以“-”填列）	1	-60	-24	0	0	0
资产处置收益	-6	-1	1	0	0	0
汇兑收益及其他	0	0	-0	0	0	0
三、营业利润	412	98	249	585	768	1,021
加：营业外收入	11	1	0	0	0	0
减：营业外支出	6	7	9	7	8	8
四、利润总额	418	92	241	578	760	1,013
减：所得税	-1	-30	-18	57	107	144
五、净利润	419	122	258	521	654	868
持续经营净利润	419	122	258	521	654	868

终止经营净利润	0	0	0	0	0	0
少数股东损益	38	-120	-111	-26	-33	0
归属于母公司所有者的净利润	381	242	369	547	687	868
六、其他综合收益的税后净额	-2	1	2	0	0	0
七、综合收益总额	417	123	260	521	654	868
归属于母公司所有者的综合收益总额	379	243	371	547	687	868
八、基本每股收益	0.44	0.28	0.42	0.64	0.80	1.01
全面摊薄每股收益	0.44	0.28	0.43	0.64	0.80	1.01

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 13：资产负债表（单位：百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	6,793	6,977	8,447	9,955	11,575
现金及等价物	899	707	909	1,123	1,330
应收款项	2,156	2,674	3,229	3,727	4,329
存货净额	3,279	2,872	3,608	4,405	5,216
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	459	724	700	700	700
长期投资	467	489	489	489	489
固定资产	4,607	4,839	5,034	5,168	5,153
无形资产及其他资产	813	885	872	860	848
资产总计	12,681	13,189	14,842	16,472	18,064
流动负债	5,195	5,712	6,691	7,568	8,192
短期借款	2,857	3,545	3,980	4,345	4,475
应付款项	2,167	2,040	2,564	3,050	3,521
其它流动负债	171	127	148	173	196
非流动负债	1,332	1,134	1,234	1,334	1,434
负债合计	6,527	6,845	7,925	8,902	9,625
股本	878	871	860	860	860
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	3,947	3,881	3,943	3,943	3,943
其他综合收益	-1	1	1	1	1
盈余公积	123	147	182	225	281
未分配利润	1,229	1,576	2,088	2,731	3,544
少数股东权益	-22	-131	-157	-190	-190
股东权益	6,154	6,344	6,917	7,571	8,439
负债和股东权益合计	12,681	13,189	14,842	16,472	18,064

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 14：现金流量表（单位：百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	122	258	521	654	868
加：折旧摊销减值	316	402	424	480	530

财务费用	128	198	165	152	154
非经营损失	-11	-60	-200	-50	-50
营运资本变动	-309	-522	-774	-812	-944
其它	3	5	45	25	23
经营活动现金流	248	282	181	450	581
资本开支	1,668	837	600	600	500
其它投资现金流	-85	-77	200	50	50
投资活动现金流	-1,754	-915	-400	-550	-450
吸收投资	39	1	52	0	0
负债净变化	1,298	354	535	465	230
支付股利、利息	384	245	165	152	154
其它融资现金流	161	271	0	0	0
融资活动现金流	1,114	381	422	313	76
净现金流	-376	-245	203	213	207

资料来源：Wind，申万宏源研究

公司业务主要分为铅酸电池、再生铅和锂电三大板块，2019 年营收占比分别为 52.79%、37.99%和 9.23%。我们选取骆驼股份、雄韬股份、天能动力、亿纬锂能和欣旺达作为行业可比公司，其中骆驼股份主要业务包括铅酸电池和再生铅，2019 年营收占比分别为 86.11%和 13.17%；雄韬股份主要业务包括铅酸电池和锂电池，2019 年营收占比分别为 74.23%和 20.51%；天能动力主要业务包括铅酸动力电池、再生铅和镍氢及锂电池，2019 年营收占比分别为 68.31%、2.32%、1.54%；亿纬锂能主要业务为锂电池，2019 年营收占比为 100%；欣旺达主要业务为锂电池，2019 年营收占比为 76.84%。

公司目前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 23、19 和 15 倍，可比公司 2021 年平均 PE 为 22 倍。综合考虑公司的成长性和安全边际，我们给予公司 2021 年 22 倍估值，对应当前股价有 16%涨幅，维持“增持”评级。

表 15：可比公司分业务营收占比（单位：%）

公司	业务板块	营收占比		
		2017	2018	2019
骆驼股份	铅酸电池	95.34%	92.15%	86.11%
	再生铅	-	5.08%	13.17%
雄韬股份	铅酸电池	88.50%	77.20%	74.23%
	锂电池	6.36%	16.12%	20.51%
天能动力	铅酸动力电池	80.68%	83.19%	68.31%
	再生铅	5.55%	5.92%	2.32%
	镍氢及锂电池	4.55%	1.60%	1.54%
亿纬锂能	锂电池	100.00%	100.00%	100.00%
欣旺达	锂电池	87.14%	78.23%	76.84%
南都电源	铅酸电池	54.66%	56.26%	52.79%
	再生铅	39.11%	36.66%	37.99%

锂电池

5.83%

7.08%

9.23%

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 16：可比公司估值（单位：亿元、元/股、倍）

代码	简称	最新收盘价	总市值	EPS（元/股）				PE			
		2020/9/1	（亿元）	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
601311.SH	骆驼股份	8.22	92	0.68	0.58	0.70	0.85	12	14	12	10
0819.HK	天能动力	16.02	180	1.47	1.82	2.16	2.81	11	9	7	6
002733.SZ	雄韬股份	20.78	73	0.49	0.19	0.74	0.84	42	110	28	25
300014.SZ	亿纬锂能	49.74	915	1.64	1.07	1.48	1.90	30	46	34	26
300207.SZ	欣旺达	23.93	375	0.49	0.49	0.82	1.12	49	49	29	21
								平均值	46	22	18
300068.SZ	南都电源	14.98	129	0.42	0.64	0.80	1.01	36	23	19	15

资料来源：wind，申万宏源研究

6. 风险提示

5G 基站建设不及预期：当前全球 5G 基站建设如火如荼，但消费端 5G 通信成本相比 4G 仍较高，运营端尚未形成清晰的商业价值链。若后续运营商 5G 资本开支不及预期，将导致 5G 基站出货量不及预期，使得公司通信基站后备电源需求量下降。

电动自行车渗透率提升不及预期：国内电动自行车渗透率仍较低，提升空间巨大，但电动自行车相比传统自行车价格较高，且未形成完善的管理制度，目前仍是以商业用途为主，生活用途的渗透率存在难度。随着海外健康出行的推广，电动自行车需求剧增，但未来仍存在需求反复的可能。

原材料价格波动风险：铅及其合金占公司主要产品铅蓄电池生产成本的 60%以上，同时再生铅也是公司主要产品之一。铅属于大宗商品，相关产品价格在国内和国际市场均具有较高波动性。若未来铅价出现短期大幅波动，而公司无法建立并维持有效的铅采购、销售的价格传导机制，公司经营业绩可能受到影响。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhy.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhy.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。