



加码布局储能锂电池赛道，铅酸、锂离子电池业务主辅分明

——天能股份（688819SH）投资价值分析报告

核心观点

◎主业符合国家“双碳”战略下绿色经济发展政策

电池制造行业是我国绿色经济产业的重要组成部分，在电动轻型车、电动特种车、新能源汽车、可再生能源以及新材料等行业的发展过程中起着举足轻重的作用。公司专业从事电池制造多年，其主要产品为铅蓄电池和锂离子电池，广泛应用于各种交通运输工具和便携式消费类电子产品上。公司铅蓄电池在国内市场的占有率排名第一，全球市占率排名前三。其中在国内电动轻型车铅蓄动力电池的市占率超过40%，是国内电池制造行业的领军企业之一。2022年度上半年实现营收172.27亿元，同比增长5.98%，实现归母净利润7.52亿元，同比增长11.95%。公司所从事电池制造的主业符合国家“双碳”战略下的绿色经济的发展纲要。

◎坚持铅酸电池主业，大力发展锂电产品和储能业务

2022年度上半年公司实现锂电业务收入7.95亿元，同比上升86.86%。适用于两轮车动力领域的26700磷酸铁锂系列及26700锰系复合产品相继量产，并与头部锂电两轮车企业形成了紧密的合作伙伴关系。上半年，两轮车锂电业务实现收入4.25亿元，同比增长21.59%。公司着力发展储能锂电业务。上半年不但实现已和大型能源企业如大唐、华能、国网等开展战略合作。同时也依托于产品技术实力，广泛获得了工商业储能客户认可。上半年，公司共实现锂电储能业务收入2.23亿元。

◎布局氢燃料电池技术和业务，不断加筑主业护城河

在氢燃料电池领域，公司持续加大研发投入，以系统、电堆为重点，加强关键材料和核心零部件研究，提升技术开发水平，提升产品核心竞争力，扩大科技影响力。上半年，在系统开发领域已完成500（套/年）产能的中试组装线，其自研的T70系统已通过强制检验。与此同时，年产3,000套燃料电池发动机系统的江苏沭阳基地建设稳步推进过程中。公司通过开展氢燃料电池技术攻关和产业布局，不断加筑主业护城河。

◎公司盈利预测与估值

预计公司2022-2024年每股收益（EPS）分别为1.70元、2.21元、3.00元，未来三年归母净利润将保持28%的复合增长率。绝对估值模型下，对应每股合理内在价值为57.95元。相对估值模型下：目前行业可比公司2022年平均PE为36倍；考虑公司的竞争优势和未来成长空间，考虑近期在科创板上市公司的估值水平，给予公司2022年31-41倍PE，对应每股合理估值区间在52.70-69.70元之间。

◎投资风险提示

新产能不达预期风险、市场竞争风险、主要原材料金属铅价格或大幅波动的风险以及新产品技术替代风险。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	38,716	42,181	47,390	55,115
(+/-) (%)	10.3%	8.95%	12.35%	16.30%
归母净利润	1,369	1,657	2,154	2,924
(+/-) (%)	-39.9%	21.1%	30.0%	35.7%
每股收益（元）	1.42	1.70	2.21	3.00
P/E	30	19	15	11

数据来源：华通证券研究部

请务必阅读正文之后的法律声明及风险提示项下所有内容

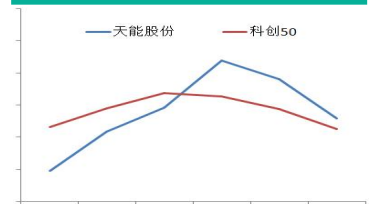
公司深度报告

研究部
电力设备与新能源行业组
SFC:AAK004
Email:yjb@huatongzq.com

主要数据 2022.10.10

收盘价（元）	32.09
一年中最低/最高	22.39/50.49
总市值（亿元）	311.9
总股本（亿元）	9.72
流通股本（亿元）	1.30
ROE（TTM）	5.65%
PE（TTM）	21.52

股价相对走势



数据来源：东方财富网



正文目录

一、国内领先的动力电池厂商	3
1. 坚守铅蓄电池主业市场，不断实现主业拓展	3
2. 公司技术成果强大，着重存量替换市场	3
二、响应国家绿色经济目标	3
1. 电池行业发展概况	3
(1) 中国铅酸动力电池行业持续快速发展	3
(2) 铅蓄电池产品存在存量替换巨大市场空间	4
2. 新能源行业发展情况	4
(1) 全球新能源动力电池行业持续高速发展	4
(2) 中国锂离子电池行业的发展情况	5
(3) 微型乘用车用锂电池迎来机遇	5
三、坚守铅蓄电池主业，加码储能电池业务	6
1. 坚持铅蓄电池主业	6
2. 加码储能锂电池业务	7
四、坚持锂电池业务先行，积极布局氢燃料电池技术	7
1. 坚持锂电池业务先行	7
2. 积极布局氢燃料电池技术	8
五、盈利预测与估值分析	8
1. 盈利预测	8
2. 估值分析	9
(1) 绝对估值	9
(2) 相对估值	9
六、风险提示	9

图表目录

图一：2016年-2022年中国铅蓄电池供求统计情况及预测	4
图二：全球动力电池需求预测	5
图3：最近六年国内锂电池产量及出货量	5
图4：2017-2026E国内纯电动汽车销量及同比（单位：万辆，%）	6
图5：2022-2026年微型电动车领域锂电池市场空间预测	6
图6：2017-2021年公司铅蓄电池自产产量、自产销量及产销率	6
图7：2020-2021年同行业公司铅蓄电池收入对比	7
图8：2017-2021年公司锂电池自产产量、销量及产销率	7
表1：收入预测表	8
表2：DCF估值模型	9
表3：可比公司估值表	9
表附录：财务报表预测与比率分析	11



一、国内领先的动力电池厂商

公司是一家以电动轻型车动力电池业务为主，集电动特种车动力电池、新能源汽车动力电池、汽车起动启停电池、储能电池、3C 电池、备用电池、燃料电池等多品类电池的研发、生产、销售为一体的国内电池行业领先企业。截至目前，公司已在浙、苏、皖、豫、黔五省建成十大生产基地，下属子公司 60 多家，是中国新能源动力电池行业领军企业，综合实力位居全球新能源企业 500 强、中国企业 500 强、中国民营企业 500 强、中国电池工业 10 强。

1. 坚守铅蓄电池主业市场，不断实现主业拓展

公司现已形成了铅蓄电池为主，锂电池为辅的产品体系，应用领域涵盖动力、起动启停、储能、3C 及备用。铅蓄电池具备可回收率高、性价比高、安全稳定等优势，是目前国内电动轻型车、电动特种车及汽车起动启停等交通工具、设备的主配电池，报告期内市场需求量总体稳定增长。截至目前，铅蓄动力电池依然是公司收入的主要来源，公司主营业务收入以铅蓄电池（电动二轮车、电动三轮车等电动轻型车动力电池）为主，各期占主营业务收入比例超过 95%。

公司在坚守传统铅蓄电池业务基础上，拓展锂电池业务，积极研发锂电池和氢燃料电池技术，目前已掌握了多种核心技术。公司 2021 年锂电池业务实现销售收入 9.97 亿元，与下游知名厂商雅迪、爱玛、台铃等合作密切，在电动两轮车领域的品牌效应较强。

2. 公司技术成果强大，着重存量替换市场

依托于公司“总部研究院+技术中心+生产基地技术部”三级研发机制及持续加大研发投入，公司积累了铅蓄电池、锂离子电池及以燃料电池为主的新型电池技术的多项核心专利，公司科技创新能力突出。截至 2021 年 12 月 31 日，公司共获得 2790 项专利及软件著作权，其中，发明专利 555 项，共计有 13 项专利荣获国家级、省级专利奖项，其中 8 项发明专利荣获中国专利优秀奖。2021 年，公司新增知识产权 644 项，其中包含发明专利 124 项，实用新型专利 499 项，外观设计专利 9 项和软件著作权 12 项。

同时，电动摩托车、电动轻便摩托车、电动三轮车、微型电动汽车以及电动特种车等在各行各业均拥有大量的应用。每年持续新增的车辆带来的电池配套需求以及庞大保有量带来的存量替换需求，共同推动了国内铅蓄动力电池需求量的稳步增长。

二、响应国家绿色经济目标，动力电池行业前景广阔

在中国“3060 双碳目标”的驱动下，绿色经济成了中国经济的转型重要方向。公司总目标：“成为全球领先的绿色能源解决方案商”也是紧紧围绕中国双碳目标而制定。并依托全球科技创新平台、柔性智能制造平台、大数据云驱动平台以及聚智众筹创新的四大平台，致力实现智能化、平台化和全球化的企业战略。公司所处的电池制造行业发展前景较为良好。

1. 电池行业发展概况

2011 年以来，环境和气候变化已经成为全世界关注的焦点，各国政府都承担了加快减排温室气体的历史责任，由此制定了加速优化能源结构的政策，特别是加快了可再生能源的开发和利用，从而推动了可再生能源行业产业化与市场化的进程，而电池在这个进程中扮演着不可或缺的角色。各类型的电池在通信、交通、工业、医疗、家用电器乃至航天与军事等装备及装置有着越来越广泛的应用，已成为国民经济不可或缺的组成部分。因此，无论在我国还是世界各地，电池领域的技术与产业发展始终保持快速并持续发展的势头。

我国在“十二五”、“十三五”发展规划期间，电池产业规模发展迅猛，多数产品产量已处于世界同类产业的前列，其中，铅蓄电池、锂离子电池等产业规模更位列世界之首，该产业内的企业亦获得了长足的发展。

（1）中国铅酸动力电池行业持续快速发展

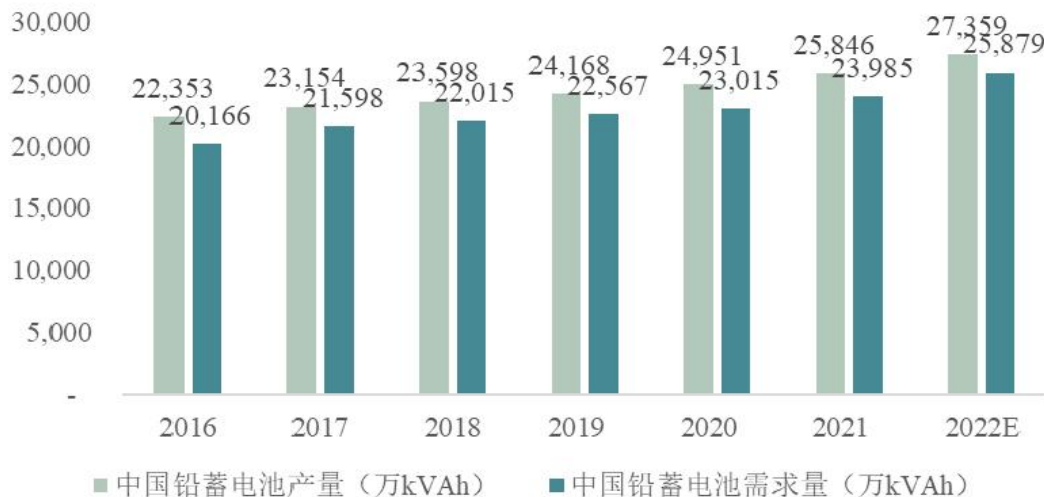
目前，铅蓄电池产业已是我国国民经济的重要组成部分，与工业、交通、通信、金融、国防军工、航海航天、新能源储能和人民日常生活等方面的发展与利益密切相关，在经济和国防建设事业中发挥了不可或缺的重要作用。基于此，我国铅蓄动力电池市场规模持续稳定增长，已成为世界最大的铅蓄电池生产国、出口国和消费国。

2015-2021 年，我国铅蓄电池产量呈现先降后升的态势，在 2018 年降至最低。2018-2021 年，我国铅蓄电池产量由 1.81 亿 KVAh 持续增长至 2.52 亿 KVAh，3 年 CAGR 为 11.6%。我国已成为全球最大的铅蓄电池生产国、消费国和出口国。2018 年起，人们更加倾向采用电动自行车等个性化交通工具出行，导致电动自行车及配套的动力电池市场需求快速增加，叠加

汽车销量回暖和汽车保有量逐年增加，启动启停电池市场需求稳步上升，未来铅蓄电池市场空间广阔。

根据前瞻产业研究院数据统计，2018年我国铅蓄电池产量为23,598万kVAh，国内铅蓄电池需求量为22,015万kVAh。在我国“十三五”发展规划期间，铅蓄电池产量复合增长率将达到10.76%，预计到2022年国内铅蓄电池产量将达27,359万kVAh，国内铅蓄电池需求量将达25,879万kVAh。

图一：2016年-2022年中国铅蓄电池供求统计情况及预测



资料来源：前瞻产业研究院

（2）铅蓄电池产品存在存量替换巨大市场空间

随着电动自行车保有量不断增加，存量更换市场需求较高。铅蓄动力电池的下游市场主要为电动自行车市场，分为新车配套市场与存量更换市场，动力电池的销量与电动自行车销量和保有量紧密相关。2017年-2021年4年间，我国电动自行车销量由3,050万辆增加至4,100万辆，4年CAGR约为7.68%。此四年间我国电动自行车保有量也由27,000万辆增加至33,500万辆，4年CAGR为5.5%。

根据艾瑞咨询《中国两轮电动车行业白皮书》，我国两轮锂电池销量占比从2016年的5.4%上升至2021年的23.4%，随着两轮锂电池渗透率不断提高，预计至2023年铅蓄电动自行车保有量占比将降至88%，2023年中国电动自行车铅蓄电池市场空间达到688亿元，其中新增安装市场空间容量为135亿元。电动自行车的使用的铅蓄电池的平均更换周期为1-2年，以2年为更换周期进行计算，每年约有1/2的电动自行车需要更换铅蓄电池，国内存量替换市场空间容量约为555亿元。

2. 新能源行业发展情况

随着经济的迅速发展和传统能源的日益枯竭，以动力电池、光伏发电为代表的新能源行业正在蓬勃发展。动力电池即提供动力来源的蓄电池，一般用于新能源汽车，近年来随着新能源汽车的快速发展，带动了动力电池的高速增长。在全球环保管控趋严的大背景下，全球主要国家均设定了电动化目标。新能源汽车替代传统燃油汽车的进程已成为汽车产业发展的必然方向。

（1）全球新能源动力电池行业持续高速发展

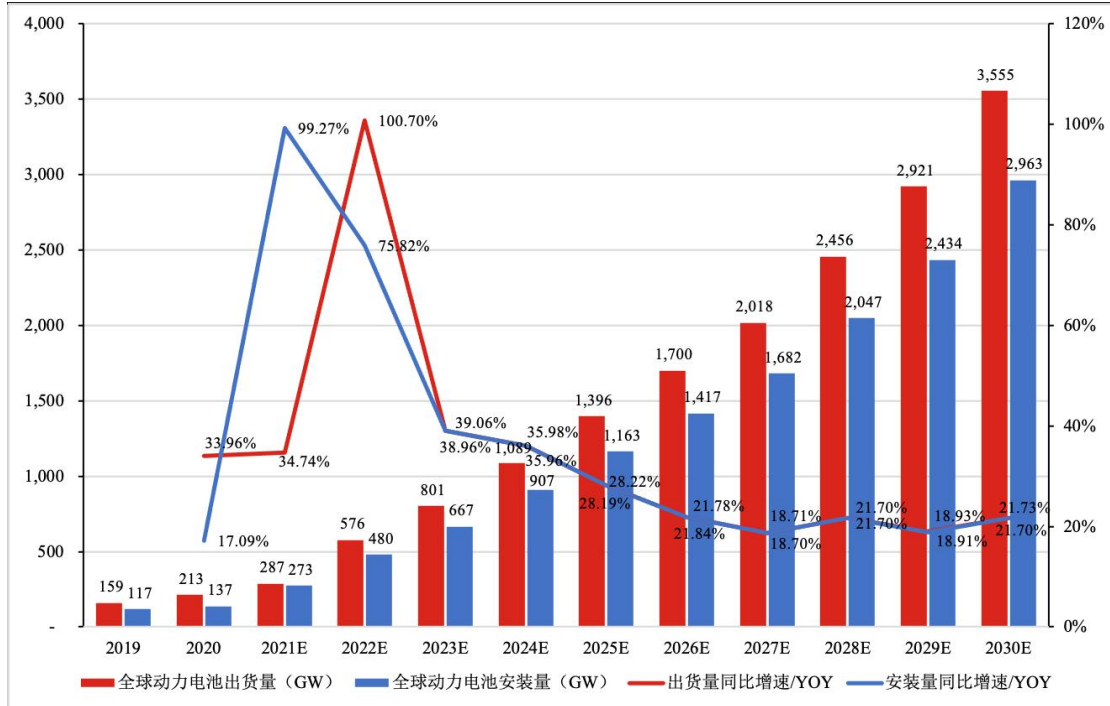
得益于3C消费类电子产品消费量的快速增长以及新能源汽车的不断普及，全球锂电池行业发展迅猛。根据中国电子信息产业发展研究院编写的《锂离子电池产业发展白皮书(2019年)》，截至2018年，全球锂电池市场规模达到412亿美元，2015年至2018年每年均保持着15%以上的增速。未来，在新能源汽车产业规划方面，挪威、芬兰、德国、英国、法国分别宣布在2025年、2025年、2030年、2040年、2040年开始全面禁售燃油车；全球各大车企也在纷纷发布新能源汽车发展战略，预计全球动力电池市场将保持高增长的态势。

新能源汽车替代传统燃油汽车的进程已成为汽车产业不可逆转的发展方向。从发展趋势角度看，新能源车产品力已经呈现超越传统燃油车的势头。在全球能源转型的大背景下，汽车电动化、智能化、网联化、共享化等趋势已十分明确，全球新能源汽车销量持续增长。

根据SNE Research的预测到2025年，动力电池出货量和安装量为1,396GW和1,163GW，到2030年，动力电池出货量和安装量为3,555GW和2,963GW。2021-2025年动力电池需求年

均复合增速 40.42%，2026-2030 动力电池需求年均复合增速 18.29%。

图二：全球动力电池需求预测



数据来源：SNE Research

（2）中国锂离子电池行业的发展情况

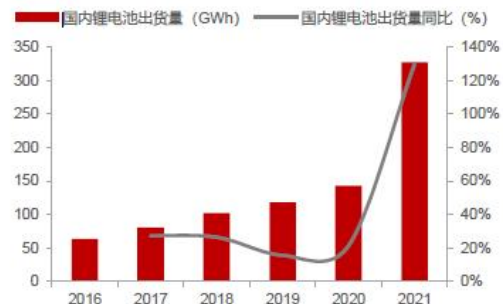
中国锂电市场快速发展，市场体量庞大。中国目前是全球最大的锂离子电池生产和消费国家，2016-2021 年我国锂电池产量由 78.42 亿只增长至 232.64 亿只，5 年 CAGR 为 24.29%，2016-2021 年我国锂电池市场出货量由 63GWh 上升至 327GWh，5 年 CAGR 为 39%。2021 年，全球锂电池出货量为 601GWh，国内锂电池出货量为 327GWh，中国锂电池出货量占全球半数以上，市场体量庞大。

图 3：最近六年国内锂电池产量及出货量

2016-2021 年国内锂电池产量（单位：百万只，%）



2016-2021 年国内锂电池出货量（单位：GWh，%）

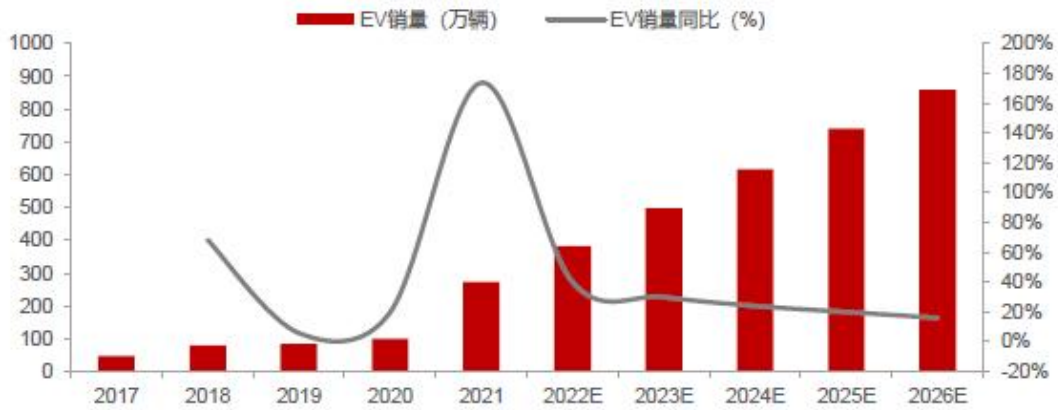


资料来源：国家统计局、GGII、华通证券研究部

（3）微型乘用车用锂电池迎来机遇

微型电动车领域锂电池市场空间潜力巨大。根据乘联会数据统计，2017-2021 年，国内 EV 乘用车销量占 EV 比重由 71.78% 上升至 93.80%，呈逐年上升趋势，因此我们假设 2021 年以后纯电动车销量中乘用车占比均为 90%。同时我们假设 2021 年以后 A00 级电动车占 EV 乘用车比重为 30%。A00 级电动车中的代表车型为宏光 Mini，其单车带电量约为 10KWh，将其作为单车带电量估计值。根据上述假设进行测算，预计 2022 年 A00 级乘用车销量为 140 万辆，对应锂电池需求量为 14GWh，市场空间达 168 亿元。预计 2026 年市场空间将达 449 亿元。

图 4：2017-2026E 国内纯电动汽车销量及同比（单位：万辆，%）



资料来源：中汽协、乘联会、弗若斯特沙利文、华通证券研究部

图5：2022-2026年微型电动车领域锂电池市场空间预测（单位：万辆，%，KWh/辆，GWh，元/KWh，亿元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
国内纯电动汽车销量（万辆）	100	273	520	680	880	1160	1512
EV乘用车占比（%）	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
EV乘用车销量（万辆）	90	246	468	612	792	1044	1361
A00级乘用车占EV乘用车比重（%）	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
A00级乘用车销量（万辆）	27	74	140	184	238	313	408
A00级乘用车单车带电量（KWh/辆）	10	10	10	10	10	10	10
A00级乘用车锂电池需求（GWh）	3	7	14	18	24	31	41
动力电池单价（元/KWh）	620	800	1200	1100	1100	1100	1100
A00级乘用车领域锂电池市场空间（亿元）	17	59	168	202	261	345	449

资料来源：中汽协、乘联会、弗若斯特沙利文、华通证券研究部

三、坚守铅蓄电池主业，加码储能电池业务

公司坚持科技创新驱动绿色发展理念，深耕电池行业，现已形成了铅蓄电池和锂离子电池协同发展及氢燃料电池等新材料电池储备发展的电池产品体系。

1. 坚持铅蓄电池主业

铅蓄电池业务是公司营业收入的主要来源。2021年，公司铅蓄电池业务收入335.04亿元，同比增长13%，主要系下游市场需求旺盛带动公司产品销量增长。2021年锂电池等业务收入9.97亿元，同比下降2.35%，主要系原材料价格持续上涨。公司营业收入包括铅蓄电池、锂电池等和其他业务，2021年占比分别为86.54%、2.57%和10.89%，其中铅蓄电池是公司收入的主要来源。

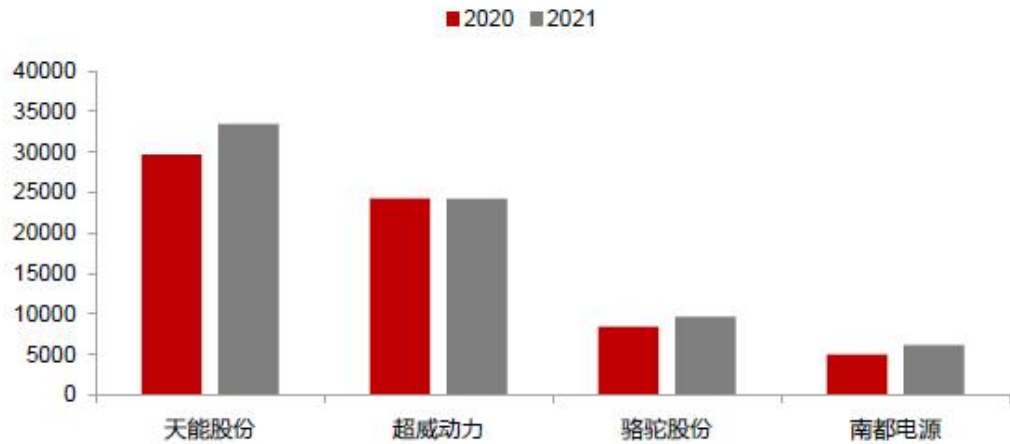
2017年-2021年间，公司铅蓄电池产量由5,168.85万KVAh上升至10,158.78万KVAh，4年CAGR为18.4%；同期公司铅蓄电池销量由4,691.42万KVAh上升至9,264.92万KVAh，4年CAGR为18.5%。公司自产铅蓄电池产销率稳定在90%以上，铅蓄电池业务产销两旺，实现了高速增长。

图6：2017-2021年公司铅蓄电池自产产量、自产销量及产销率（单位：万KVAh，%）



资料来源：公司公告、华通证券研究部

图7：2020-2021年同行业公司铅蓄电池收入对比（单位：百万元）



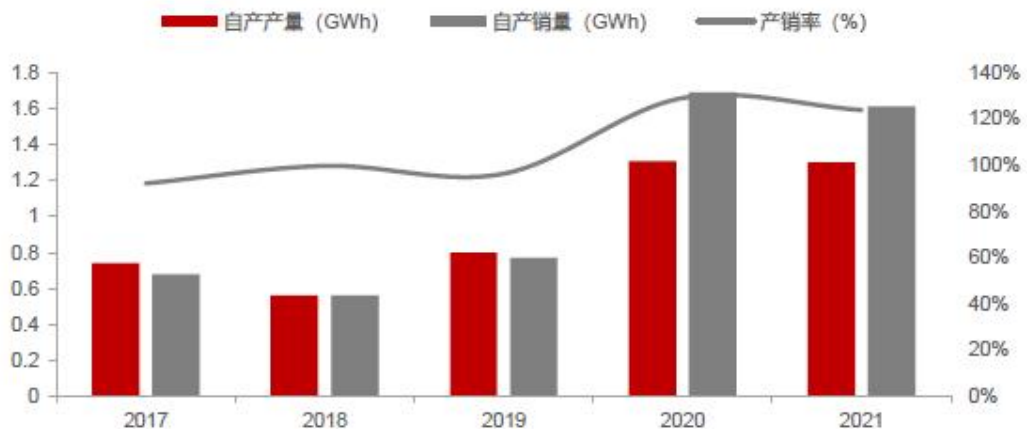
资料来源：WIND、华通证券研究部

2.加码储能锂电池业务

公司积极研发锂电池技术，锂电池技术路径多元化，承担了“电动汽车用（EV高性能动力型磷酸铁锂离子电池产业化”、“动力型磷酸铁锂离子电池产业化”、“汽车用高性能磷酸铁锂动力电池研发与应用”、“基于高容量镍钴铝（NCA）三元材料锂离子动力电池的开发”等多个重要项目，同时走磷酸铁锂和三元路线。

公司未来坚定发力锂电储能，2021年/2022年分别投资40/51.7亿建设锂电池产能10/15GWh，预计到2025年可达到30GWh。其中储能2022-2024年销量预计达0.8/4/7GWh。公司的储能业务国内外同时发力，国外户储由合资企业帅福得负责出货，国内重点发展工商业储能。目前公司已经在威海市投建高能锂离子储能电池综合产业园，包括电芯、PACK生产线、产业链上下游材料及零部件等配套产业项目，此举将进一步助力公司做大做强储能产业。

图8：2017-2021年公司锂电池自产产量、销量及产销率（单位：万KVAh，%）



资料来源：WIND、华通证券研究部

预计到2022年底，公司锂电池产能将达到7GWh/年，对应2023年出货预期为7GWh。如果两轮车锂电业务维持同比20%左右的较低速增长，预计2023年度公司储能锂电池销量将达到5GWh水平，公司也因此将会充分享受储能锂电业务的高毛利水平。

四、坚持锂电池业务先行，积极布局氢燃料电池技术

在国家积极推进乡村振兴战略，城乡一体化发展，提倡减排环保，优化能源结构，规范产业链的大背景下，先后出台了《新国标》等多项相关政策法规，对公司这样的头部龙头企业存在较大利好。

1. 坚持锂电池业务先行

随着技术进步，锂电池等其他技术路线的电池近几年亦获得了快速发展，应用领域不断拓展，锂电池在国内电动自行车的装配量也得到提升。2021年以来，磷酸铁锂凭借其成本优势及性能改善，产销量均保持高速增长速度，产量及装机量超越三元。2022年磷酸铁锂仍



将保持高市场占比，将进一步渗透三元应用领域。

从技术迭代和规模优势的角度考虑，高镍三元仍将是未来动力电池的主要技术路线之一。就电动轻型车而言，消费者会更倾向于具有成本优势和安全信任的磷酸铁锂和锰铁锂电池。目前，公司正积极扩大锂电池产能，至 2025 年产能将会达到 30GWh，复合增速超过 100%。未来随着公司产能的逐步释放，锂电业务的增长有望快速提升和实现盈利。

2. 积极布局氢燃料电池技术

公司在坚持锂电池业务先行的基础上，积极布局氢燃料电池业务。燃料电池作为符合我国双碳目标的理想能源，近年来，在国家 and 地方产业政策引导及叠加技术升级，产业链不断完善等因素下，我国燃料电池行业正在从技术研发向产业化方向发展。未来伴随着技术迭代升级，氢能可实现移动化、轻量化和大规模普及，可广泛用于交通、建筑、工业等应用场景。

公司目前已实现氢燃料电池业务产业化落地。具体为燃料电池产品已量产出货，实现收入，标志着产业化进程的深化、稳步推进。公司在成立了氢燃料电池相关公司的基础上，积极开展产学研合作，先后获得专利 23 项。在产业化落地方面，公司与南京金龙、徐工集团、吉利汽车等厂商签订战略合作协议。其中合作生产的开沃客车及远程牌客车已上榜工信部产品目录，标志着公司氢燃料电池已成功实现商业化落地，预计未来公司将会在氢燃料电池业务上进一步受益。

五、盈利预测与估值分析

1. 盈利预测

关键假设：

假设 1：新建投资产能如期释放并顺利推动业绩增长；

假设 2：锂电池业务获得规模优势，单位成本逐年下降；

假设 3：2022 年、2023 年、2024 年公司铅酸电池市占率达到 43%、45%、49%。

基于上述假设我们预测公司 2022-2024 年销售收入分别为 422 亿、474 亿、551 亿，归属于母公司所有者的净利润分别为 16.57 亿元、21.54 亿、29.24 亿元，对应 EPS 分别为 1.70 元、2.21 元和 3.00 元。

表 1：收入预测表

单位：百万元、%、万 KVAh、元/KVAh、GWh、百万元/GWh

	2021A	2022E	2023E	2024E
收入（百万元）	33,504	36,479	40,740	47,345
收入增长率（%）	12.99%	8.88%	11.68%	16.21%
成本（百万元）	27,576	30,055	33,496	39,040
毛利额（百万元）	5,928	6,424	7,243	8,305
毛利率（%）	17.69%	17.61%	17.78%	17.54%
铅蓄电池				
销量（万 KVAh）	9,265	10,088	11,266	13,093
产量（万 KVAh）	10,159	11,061	12,353	14,356
产能（万 KVAh）	10,200	11,106	12,403	14,414
单价（百元/KVAh）	362	362	362	362
单位成本（百元/KVAh）	298	298	297	298
单位毛利（百元/KVAh）	64	64	64	63
锂电池等				
收入（百万元）	997	1,109	1,490	1,768
收入增长率（%）	-2.35%	11.20%	34.40%	18.65%
成本（百万元）	1,033	1,106	1,429	1,335
毛利额（百万元）	-36	3	61	433
毛利率（%）	-3.61%	0.25%	4.08%	24.49%
销量（GWh）	1.6	1.8	2.5	3
产量（GWh）	1.3	2.2	2.8	3.2
产能（GWh）	3	4	5	6
单价（百万元/GVAh）	619	616	596	589
单位成本（百万元/GVAh）	641	614	572	445
单位毛利（百万元/GVAh）	-22	2	24	144



	收入（百万元）	4,216	4,593	5,161	6,002
	收入增长率（百万元）	-4.79%	8.95%	12.35%	16.30%
其他业务	成本（百万元）	4,077	4,347	4,815	5,616
	毛利额（百万元）	139	246	346	386
	毛利率（%）	3.30%	5.36%	6.71%	6.43%

资料来源：WIND、华通证券研究部

公司已形成铅蓄电池+锂离子电池协同发展及氢燃料电池储备发展的产品体系，业务范围也拓展至电动轻型车动力电池、汽车起动启停电池、储能电池、备用电池等领域，未来锂电储能业务将成为公司业绩增长的重要驱动。我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 421.8、473.9、551.2 亿元，同比增长 8.95%、12.35%、16.3%，归母净利润分别为 16.6、21.5、29.2 亿元同比增长 21.1%、30%、35.7%，对应 EPS 分别为每股 1.7、2.21、3.00 元，当前股价对应 PE 分别为 19、15、11 倍。

2. 估值分析

(1) 绝对估值

我们以预测的 2022 年-2024 年 EPS 分别为 1.70 元、2.21 元和 3.00 元为基础，进行绝对估值，对应每股合理的内在价值为 57.95 元。

表 2：DCF 估值模型

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8%	3.50%	5.85	54.81	60.66
组合二	8%	4.00%	5.85	61.96	67.81
组合三	9%	3.50%	5.74	43.62	49.36
组合四	9%	4.00%	5.74	48.22	53.95
平均					57.95

资料来源：WIND、华通证券研究部

估值说明：(1). 永续增长率采用略低于 GDP 增长率；
(2). DCF 模型中以 EPS 代替自由现金流量进行测算；
(3). 预测期间为 2022 年-2024 年，永续期自 2025 年开始；
(4). 考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价。

(2) 相对估值

我们选取铅酸电池、锂离子动力电池和储能业务相关可比公司，2022 年行业平均 PE 为 36 倍。综合考虑公司业绩的复苏和成长性，我们给予公司 2022 年 PE 估值 31-41 倍，对应每股合理估值区间在 52.70-69.70 元之间，对应当前市价有 60%-111% 的上涨空间。

表 3：可比公司估值表（截止 2022 年 9 月 30 日）

证券代码	证券简称	最新收盘价(元)	EPS (元/股)				PE (倍)			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
601311.SH	骆驼股份	8.43	0.71	0.81	1.02	1.36	16	14	11	9
002245.SZ	蔚蓝锂芯	13.9	0.65	0.88	1.36	1.76	29	21	14	11
600406.SH	国电南瑞	24.87	1.02	1.01	1.18	1.37	28	29	24	21
300014.SZ	亿纬锂能	84.6	1.53	1.71	3.11	4.49	64	58	32	22
300274.SZ	阳光电源	110.6	1.07	2.12	2.93	3.72	120	61	44	34
平均							36	25	19	

资料来源：WIND、东方财富网、华通证券研究部

我们认为公司每股合理价值为 57.95 元，每股合理估值区间为 52.70-69.70 元。

六、风险提示

1. 新产能消化不达预期风险

公司基于行业高速增长及下游客户的合作情况，通过募投项目对现有产能进行升级。如果公司销售拓展未能实现预期目标，或者市场环境变化导致需求不及预期，新增产能可能无法及时转化为市场销量，影响公司整体业绩。

2. 市场竞争风险

公司是国内电动轻型车动力电池龙头企业，该行业目前仍有较多的全国性或者区域性的竞争性品牌。如果该等竞争性品牌通过产品、服务以及渠道创新与优化，不断扩大自身经营规模，而公司在产品、服务以及渠道上不能以有力的条件进行有效竞争，或者部分竞争性品牌实施恶性价格竞争等特殊竞争手段，公司未能进行有效应对，则公司存在着市场份额下降、经营业绩增速放缓甚至下滑的风险。

3. 主要原材料金属铅价格或大幅波动风险

公司主营的铅蓄电池产品主要原材料为金属铅及铅制品，占产品成本比例超过 70%，公司产品终端销售价格与主要原材料价格存在一定的联动机制。但实际经营过程中，产品销售时所参考的铅价往往无法与铅采购价格完全对应，故存在一定的价格风险敞口。同时若铅价短期大幅波动，下游客户可能因此调整采购方案或降低采购需求，导致公司无法有效的通过铅价的联动机制将铅价变动风险转移至下游客户，将可能对公司经营业绩带来较大不利影响。

4. 新产品技术替代风险

目前，铅蓄动力电池依然是公司收入的主要来源，各期占主营业务收入比例超过95%。铅蓄电池具备可回收率高、性价比高、安全稳定等优势。但随着技术进步，锂电池等其他技术路线的电池近几年亦获得了快速发展，应用领域不断拓展，若未来出现如锂离子电池价格全面降低或安全性大幅提升等重大技术突破，而铅蓄电池未能在能量密度、循环寿命等性能指标上有重提升等重大技术突破，而铅蓄电池未能在能量密度、循环寿命等性能指标上有重大突破，公司将面临铅蓄电池被锂电池技术替代进而对经营业绩产生不利影响的大突破，公司将面临铅蓄电池被锂电池技术替代进而对经营业绩产生不利影响的风险。

表附录：财务报表预测与比率分析

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	38,716.17	42,181.08	47,390.45	55,115.09
营业成本	32,685.34	35,508.30	39,740.09	45,991.00
营业税金及附加	1,449.84	1,579.60	1,774.68	2,063.95
销售费用	1,105.82	1,155.31	1,226.65	1,326.62
管理费用	777.01	811.78	861.91	932.16
财务费用	41.22	43.06	45.72	49.45
投资收益	95.30	99.57	105.72	114.33
公允价值变动损益	2.00	2.09	2.22	2.40
信用减值损失	-53.32	-55.71	-59.15	-63.97
资产减值损失	-12.89	-13.46	-14.30	-15.46
营业利润	1,551.72	1,930.45	2,517.64	3,428.41
其他非经营损益	27.19	28.41	30.16	32.62
利润总额	1,578.91	1,958.85	2,547.80	3,461.03
所得税	254.05	307.18	399.54	542.75
净利润	1,324.86	1,651.67	2,148.27	2,918.29
少数股东损益	-44.51	-5.45	-5.62	-5.82
归属母公司股东净利润	1,369.37	1,657.12	2,153.88	2,924.10

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,324.86	1,651.67	2,148.27	2,918.29
折旧与摊销	433.99	677.03	684.62	693.43
财务费用	41.22	43.06	45.72	49.45
资产减值损失	-12.89	-13.46	-14.30	-15.46
经营营运资本变动	245.60	-776.24	-176.90	989.00
其他	1,418.98	4,593.76	3,843.75	3,139.43
经营活动现金流净额	3,451.76	6,175.83	6,531.16	7,774.13
资本支出	14,639.62	15,624.14	16,245.23	17,024.73
其他	-17,566.96	-22,188.25	-24,056.22	-24,633.29
投资活动现金流净额	-2,927.34	-6,564.12	-7,810.99	-7,608.56
短期借款	4,540.70	4,701.00	4,864.90	371.07
长期借款	-305.54	28.56	10.85	12.60
股权融资	5,000.56	5,448.11	5,618.13	5,815.65
支付股利	583.36	495.50	644.48	875.49
其他	-6,747.16	-6,861.29	-7,341.04	-3,352.34
筹资活动现金流净额	3,071.92	3,811.88	3,797.32	3,722.48
现金流量净额	3,596.34	3,423.59	2,517.49	3,888.05

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	10,273.48	10,705.56	13,223.05	17,111.10
应收和预收款项	1,634.44	2,920.91	3,561.72	3,633.02
存货	3,709.08	4,041.05	4,167.15	4,313.66
其他流动资产	4,012.33	4,373.27	4,509.75	4,668.30
长期股权投资	15.18	15.18	15.18	15.18
其他权益工具投资	45.34	49.40	50.94	52.73
固定资产和在建工程	5,356.71	6,891.80	6,961.88	7,043.30
无形资产和开发支出	958.13	1,043.88	1,076.46	1,114.30
其他非流动资产	672.38	732.56	755.42	781.98
资产总计	26,677.08	30,773.60	34,321.55	38,733.58
短期借款	1,030.35	1,122.57	1,157.60	1,198.30
应付和预付款项	2,872.16	3,129.22	3,226.87	3,340.32
长期借款	319.06	347.62	358.47	371.07
其他负债	9,716.40	11,732.85	12,919.26	14,145.77
负债合计	13,937.98	16,332.25	17,662.20	19,055.47
股本	972.10	972.10	972.10	972.10
资本公积	5,753.49	5,753.49	5,753.49	5,753.49
未分配利润	5,114.65	6,606.06	8,544.55	11,176.24
归属母公司股东权益	12,271.99	13,932.43	16,087.58	19,013.14
少数股东权益	467.11	508.92	571.77	664.97
所有者权益合计	12,739.10	14,441.35	16,659.35	19,678.11
负债和股东权益合计	26,677.08	30,773.60	34,321.54	38,733.58

财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
获利能力				
毛利率	18.45%	18.79%	19.25%	19.84%
三费率	4.97%	4.77%	4.50%	4.19%
净利率	3.42%	3.92%	4.53%	5.29%
ROE	10.40%	11.44%	12.90%	14.83%
ROA	4.97%	5.37%	6.26%	7.53%
ROIC	10.15%	11.17%	12.62%	14.56%
EBITDA/销售收入	5.65%	6.65%	7.20%	7.88%
成长能力				
销售收入增长率	10.30%	8.95%	12.35%	16.30%
营业利润增长率	-42.79%	24.41%	30.42%	36.18%
净利润增长率	-42.87%	24.67%	30.07%	35.84%
EBITDA 增长率	-34.62%	28.29%	21.53%	27.36%
营运能力				
总资产周转率	1.67	1.47	1.46	1.51
固定资产周转率	2.16	1.96	1.93	2.23
应收账款周转率	3.05	3.10	2.67	2.85
存货周转率	9.99	10.89	11.55	13.00
收现比	1.08	1.07	1.07	1.07
资本结构				
资产负债率	0.52	0.53	0.51	0.49
带息债务/总负债	0.10	0.09	0.09	0.08
流动比率	1.54	1.46	1.56	1.69
速动比率	1.20	1.15	1.27	1.41
股利支付率	0.44	0.30	0.30	0.30
每股指标				
每股收益	1.42	1.70	2.21	3.00
每股净资产	13.10	14.86	17.14	20.24
每股经营现金	3.55	6.35	6.72	8.00
每股股利	0.60	0.51	0.66	0.90

业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
EBITDA	2,187.42	2,806.29	3,410.45	4,343.49
PE	30.00	36.00	25.00	19.00
PB	3.25	4.12	3.22	2.82
PS	1.07	1.41	1.13	1.01
EV/EBITDA	0.63	0.59	0.63	0.67
股息率	0.01	0.01	0.01	0.02

数据来源：华通证券研究部



法律声明及风险提示

本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。

本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。

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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

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，投资者需自行承担风险。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。