

## 收购浙储能源正式落地，新能源布局持续完善

2023年03月10日

➤ **事件:** 公司 2023 年 3 月 8 日公告，拟以自有资金 2.28 亿元对浙储能源进行增资，其中新增注册资本 2692.31 万元，剩余计入资本公积，同时出资 5209.30 万元收购浙储能源 8% 股权，对应浙储能源 615.38 万元的出资额，交易完成后浙储能源将成为公司的参股公司，公司合计持有浙储能源 43% 股权。

➤ **收购浙储股权比例超预期，年内有望取得控股权。**

公司 23 年 1 月 3 日公告，拟通过股权转让及增资方式获得浙储能源不低于 35% 的股权，预计交易价格区间 2.4-3.2 亿元，实际收购 43% 股权，持股比例超预期。经《增资及股权转让协议》确认，公司有权选择在协议签订之日起半年内以本次股权转让价格受让浙储能源股东所持有的 15%-30% 的股份，即公司有望于 23 年内取得控制权。

➤ **浙储深度绑定比亚迪/江淮。**

浙储能源主要业务领域为动力电池系统和储能系统的设计、集成及制造，深耕 BMS 多年，其于 2022 年 9 月 6 日同江淮汽车、弗迪电池（比亚迪全资子公司）、安凯汽车签订《合资框架协议》确定共同成立合资公司，建设新能源动力电池生产工厂（生产规模为 10GWh-20GWh），开展动力电池生产，浙储能源拟持有合资公司 23% 的股份。同时浙储能源计划投资设立电池系统工厂，建设锂离子电池 PACK 与储能系统产线，开展电池管理系统及电池模组梯次利用的研发、生产和销售；项目建成后具备 10Gwh 锂离子电池与储能系统的生产能力。

➤ **在手订单充足，协议锚定远期业绩。**

浙储能源近期已经承接了重点客户涵盖轻卡、大巴、重卡、皮卡、乘用车等多款新车型的应用刀片电池系统的动力电池系统开发，目前开发进展顺利，相关车型后续陆续上市，2023 年度公司正在洽谈的框架协议预计为交付 2.77Gwh 相关动力系统与 1GW 的储能系统。中贝与浙储协定业绩承诺指标：浙储 23-25 年税后净利润与扣非归母净利润较低者分别不低于 4000 万元、7000 万元、1 亿元，营业收入不低于 10 亿元、15 亿元、30 亿元。

➤ **投资建议:** 考虑到 22 年部分订单因疫情影响延迟交付、23 年海外 5G 新基建加速拓展，我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 1.20 亿元/1.89 亿元/2.32 亿元，当前市值对应 PE 为 37 倍/24 倍/19 倍。公司近 5 年估值中枢为 42 倍。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 项目交付不及预期；交易实施存在不确定性。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,641	2,467	2,914	3,323
增长率 (%)	27.8	-6.6	18.1	14.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	182	120	189	232
增长率 (%)	219.1	-34.1	57.9	22.8
每股收益 (元)	0.54	0.36	0.56	0.69
PE	25	37	24	19
PB	2.6	2.5	2.3	2.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 3 月 9 日收盘价)

**推荐**
**维持评级**
**当前价格:**
**13.33 元**

**分析师 马天诣**

执业证书: S0100521100003

电话: 021-80508466

邮箱: matianyi@mszq.com

**分析师 于一铭**

执业证书: S0100522090005

电话: 021-80508468

邮箱: yuyiming@mszq.com

### 相关研究

1. 中贝通信 (603220.SH) 2021 年年度报告  
 点评: 布局智慧城市+光电子器件, 第二成长  
 曲线可期-2022/04/15

2. 中贝通信(603220): 大份额中标移动管线集  
 采, 彰显公司核心竞争力-2021/12/07

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,641	2,467	2,914	3,323
营业成本	2,115	2,024	2,357	2,679
营业税金及附加	12	10	12	13
销售费用	62	67	73	80
管理费用	110	116	134	150
研发费用	109	111	128	143
EBIT	231	140	221	270
财务费用	8	5	7	8
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	2	5	6	7
<b>营业利润</b>	<b>225</b>	<b>140</b>	<b>219</b>	<b>269</b>
营业外收支	-0	-3	-3	-3
<b>利润总额</b>	<b>224</b>	<b>137</b>	<b>216</b>	<b>266</b>
所得税	23	11	17	21
净利润	202	126	199	244
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>182</b>	<b>120</b>	<b>189</b>	<b>232</b>
EBITDA	265	182	281	341

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	771	573	518	584
应收账款及票据	1,871	1,722	1,804	1,857
预付款项	35	61	66	67
存货	394	360	368	374
其他流动资产	224	263	282	293
<b>流动资产合计</b>	<b>3,294</b>	<b>2,979</b>	<b>3,038</b>	<b>3,176</b>
长期股权投资	26	31	37	43
固定资产	198	312	417	522
无形资产	22	22	21	21
<b>非流动资产合计</b>	<b>839</b>	<b>1,027</b>	<b>1,135</b>	<b>1,251</b>
<b>资产合计</b>	<b>4,134</b>	<b>4,006</b>	<b>4,173</b>	<b>4,427</b>
短期借款	221	221	221	221
应付账款及票据	1,617	1,459	1,469	1,521
其他流动负债	365	331	325	334
<b>流动负债合计</b>	<b>2,203</b>	<b>2,010</b>	<b>2,015</b>	<b>2,076</b>
长期借款	135	135	135	135
其他长期负债	10	9	8	12
<b>非流动负债合计</b>	<b>145</b>	<b>144</b>	<b>143</b>	<b>147</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,348</b>	<b>2,154</b>	<b>2,158</b>	<b>2,223</b>
股本	338	336	336	336
少数股东权益	76	82	92	104
<b>股东权益合计</b>	<b>1,786</b>	<b>1,852</b>	<b>2,015</b>	<b>2,204</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4,134</b>	<b>4,006</b>	<b>4,173</b>	<b>4,427</b>

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	27.82	-6.61	18.11	14.04
EBIT 增长率	260.36	-39.61	57.95	22.41
净利润增长率	219.08	-34.14	57.95	22.84
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	19.92	17.95	19.12	19.38
净利率	6.88	4.85	6.49	6.99
总资产收益率 ROA	4.39	2.99	4.53	5.24
净资产收益率 ROE	10.62	6.76	9.82	11.06
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.50	1.48	1.51	1.53
速动比率	1.23	1.18	1.19	1.22
现金比率	0.35	0.28	0.26	0.28
资产负债率 (%)	56.80	53.76	51.71	50.22
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	257.62	255.00	225.00	203.00
存货周转天数	67.95	65.00	57.00	51.00
总资产周转率	0.67	0.61	0.71	0.77
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.54	0.36	0.56	0.69
每股净资产	5.08	5.26	5.72	6.24
每股经营现金流	0.18	0.30	0.52	0.94
每股股利	0.16	0.11	0.17	0.21
<b>估值分析</b>				
PE	25	37	24	19
PB	2.6	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	15.46	23.52	15.39	12.50
股息收益率 (%)	1.20	0.79	1.25	1.54

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	202	126	199	244
折旧和摊销	33	43	61	71
营运资金变动	-193	-84	-94	-10
<b>经营活动现金流</b>	<b>59</b>	<b>103</b>	<b>176</b>	<b>316</b>
资本开支	-68	-152	-160	-177
投资	-109	-34	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-180</b>	<b>-221</b>	<b>-160</b>	<b>-177</b>
股权募资	0	0	0	0
债务募资	179	-1	-14	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>72</b>	<b>-80</b>	<b>-71</b>	<b>-73</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-58</b>	<b>-198</b>	<b>-55</b>	<b>66</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

### 投资建议评级标准

	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026