天能动力

原材料涨价致盈利承压，业绩低于我们预期

王颖东
SAC 执证编号：S0080120080126
yingdong.wang@cicc.com.cn

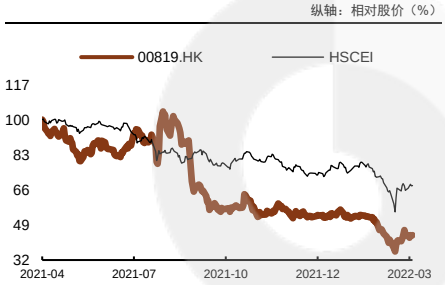
曾韬
SAC 执证编号：S0080518040001
SFC CE Ref：BRQ196
tao.zeng@cicc.com.cn

蒋昕昊
SAC 执证编号：S0080519020002
SFC CE Ref：BOE414
xinhao.jiang@cicc.com.cn

维持跑赢行业

股票代码	股票评级	目标价
00819.HK	→ 跑赢行业	港币 9.00

股票代码	00819.HK
最新收盘价	港币 6.77
52 周最高价/最低价	港币 16.42-5.50
总市值(亿)	港币 76



(人民币 百万)	2020A	2021A	2022E	2023E
营业收入	53,525	85,617	93,686	102,916
增速	31.8%	60.0%	9.4%	9.9%
归属母公司净利润	2,477	1,301	1,886	2,107
增速	47.3%	-47.5%	44.9%	11.8%
扣非后净利润	2,477	1,301	1,886	2,107
增速	47.3%	-47.5%	44.9%	11.8%
每股净利润	2.20	1.16	1.67	1.87
每股净资产	7.77	11.53	12.88	14.28
每股股利	0.33	0.32	0.47	0.53
每股经营现金流	1.87	1.87	3.65	2.69
市盈率	2.6	4.8	3.5	3.1
市净率	0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	1.2	1.6	0.6	0.3
股息收益率	5.9%	5.9%	8.1%	9.0%
平均总资产收益率	11.7%	4.7%	5.6%	5.8%
平均净资产收益率	32.1%	12.0%	13.7%	13.8%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

业绩回顾

公司 2021 年业绩低于我们预期

公司公布 2021 年业绩：收入 856.2 亿元，同增 60.0%，归母净利润 13.0 亿元，同降 47.5%；其中，2H21 收入 492.0 亿元，同增/环增 58.9%/35.1%，归母净利润 6.4 亿元，同降/环降 61%/3.3%，受上游辅料价格上涨影响，公司 2021 年业绩低于我们预期。

发展趋势

传统铅酸业务稳增，循环业务表现亮眼。2021 年公司制造业实现营收 379.2 亿元，同增 18.8%，贸易及其他业务营收合计达 477.0 亿元，同增 60.0%。制造业分业务看，1) 铅酸电池业务营收同增 12.3%至 318.2 亿元。其中电动两轮/三轮车铅酸电池我们预计全年出货 3.44 亿只、同增 10.8%，市场份额维持 45-50%，受益终端价格上涨、营收同增 14.1%至 291.5 亿元；起动启停电池受益新订单释放营收同增 185.6%至 5.1 亿元；特种电动特种车电池营收同增 12.3%至 5.9 亿元；2)锂电池业务营收微降 6.8%至 9.87 亿元，主要受共享单车需求放缓以及锂电成本增长、公司减少接单；3)循环业务受益产能全面释放和外供比例提升，营收同比高增 121.8%至 26.8 亿元。公司 2021 年底形成铅酸、锂电回收产能 70 万吨/年、7000 吨/年，未来计划进一步提升至 100 万吨/年、10 万吨/年，我们预计将驱动循环业务保持较高增速。

原材料价格上涨致毛利率下滑，公司积极传导成本压力，2022 年毛利率有望回升。受原材料价格上涨影响，公司制造业综合毛利率同比下滑 5ppt至 12.1%，分业务看：1)铅酸电池受辅材如硫酸、塑壳等原材料大幅涨价，我们预计公司 21 年毛利率同比下滑 4.4ppt至 13.3%；2)锂电业务同样受上游锂、钴等金属涨价影响毛利率有所下滑。公司 4Q21 逐步向下游传导铅酸辅材成本压力、同时锂电将进一步聚焦高端客户，我们预计 2022 年公司综合毛利率有望企稳回升。

加码锂电产能，发力储能业务。公司 21 年底锂电产能约 3GWh，并计划未来 2-3 年新增 10GWh产能，重点布局储能业务。公司目前已成功开发批量供货 180Ah和 280Ah的风冷储能标准箱和液冷储能标准箱，并积极拓展国内外客户，我们认为受益全球储能需求高景气，储能业务有望成为公司新增长极。

加强费用控制，降本增效显著。2021 年公司销售、管理、财务费用率分别为 1.21%、1.16%、0.30%，同比下降 0.54ppt、0.32ppt、0.10ppt。

盈利预测与估值

考虑下游两轮车需求增长放缓以及原材料价格上涨，我们下调 2022 年盈利预测 34%至 18.86 亿元，并引入 2023 年盈利预测 21.07 亿元；对应我们下调目标价 47%至 9.0 港元；当前股价和目标价对应 22/23 年 3.5x/3.1x P/E 以及 4.4x/3.9x P/E，有 32.9%上行空间，维持跑赢行业评级。

风险

国内电动两/三轮车销量不及预期，上游原材料价格上涨超预期。

财务报表和主要财务比率

财务报表（百万元）	2020A	2021A	2022E	2023E
利润表				
营业收入	53,525	85,617	93,686	102,916
营业成本	-48,033	-80,995	-87,846	-96,476
营业费用	-938	-1,037	-1,021	-1,122
管理费用	-791	-989	-974	-1,070
其他	10	1	0	0
营业利润	3,163	2,095	3,015	3,275
财务费用	-212	-254	-351	-298
其他利润	-1	-3	0	0
利润总额	2,950	1,838	2,664	2,977
所得税	-445	-286	-414	-463
少数股东损益	-28	-251	-364	-406
归属母公司净利润	2,477	1,301	1,886	2,107
EBITDA	3,633	2,622	3,640	3,952
扣非后净利润	2,477	1,301	1,886	2,107
资产负债表				
货币资金	4,455	8,698	10,939	12,143
应收账款及票据	2,363	3,402	3,154	3,465
存货	4,486	4,485	4,865	5,343
其他流动资产	4,370	6,502	5,748	6,039
流动资产合计	15,674	23,087	24,706	26,990
固定资产及在建工程	5,455	6,504	6,779	7,002
无形资产及其他长期资产	2,071	3,148	3,248	3,348
非流动资产合计	7,526	9,652	10,027	10,350
资产合计	23,200	32,739	34,733	37,340
短期借款	919	2,875	2,375	2,075
应付账款	4,965	6,282	6,283	6,579
其他流动负债	6,548	6,130	6,739	7,367
流动负债合计	12,432	15,287	15,397	16,020
长期借款	719	1,409	1,409	1,409
其他非流动负债	590	666	666	666
非流动负债合计	1,309	2,075	2,075	2,075
负债合计	13,741	17,362	17,472	18,095
股本	110	110	110	110
未分配利润	8,636	12,871	14,391	15,969
归母所有者权益	8,746	12,981	14,501	16,079
少数股东权益	713	2,396	2,760	3,166
负债及股东权益合计	23,200	32,739	34,733	37,340
现金流量表				
税前利润	2,477	1,301	1,886	2,107
折旧和摊销	470	526	625	677
营运资本变动	-91	-2,102	1,233	-157
其他	-834	2,289	364	406
经营活动现金流	2,102	2,107	4,107	3,034
资本开支	-1,304	-2,356	-1,000	-1,000
其他	205	-2,522	0	0
投资活动现金流	-1,099	-4,878	-1,000	-1,000
股权融资	0	0	0	0
银行借款	-304	2,630	-500	-300
其他	1,307	-5,401	3,607	2,334
筹资活动现金流	1,003	-2,771	3,107	2,034
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0
现金净增加额	302	4,240	2,241	1,204

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	31.8%	60.0%	9.4%	9.9%
营业利润	32.8%	-33.7%	43.9%	8.6%
EBITDA	29.3%	-27.8%	38.8%	8.6%
净利润	47.3%	-47.5%	44.9%	11.8%
扣非后净利润	47.3%	-47.5%	44.9%	11.8%
盈利能力				
毛利率	10.3%	5.4%	6.2%	6.3%
营业利润率	5.9%	2.4%	3.2%	3.2%
EBITDA 利润率	6.8%	3.1%	3.9%	3.8%
净利润率	4.6%	1.5%	2.0%	2.0%
扣非后净利率	4.6%	1.5%	2.0%	2.0%
偿债能力				
流动比率	1.26	1.51	1.60	1.68
速动比率	0.90	1.22	1.29	1.35
现金比率	0.36	0.57	0.71	0.76
资产负债率	59.2%	53.0%	50.3%	48.5%
净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率分析				
总资产收益率	11.7%	4.7%	5.6%	5.8%
净资产收益率	32.1%	12.0%	13.7%	13.8%
每股指标				
每股净利润（元）	2.20	1.16	1.67	1.87
每股净资产（元）	7.77	11.53	12.88	14.28
每股股利（元）	0.33	0.32	0.47	0.53
每股经营现金流（元）	1.87	1.87	3.65	2.69
估值分析				
市盈率	2.6	4.8	3.5	3.1
市净率	0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	1.2	1.6	0.6	0.3
股息收益率	5.9%	5.9%	8.1%	9.0%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

天能动力是中国最大的电动车动力电池供货商之一，以自有品牌「天能(TIANNENG)」研发、生产、销售电动车用动力电池、风能太阳能储能电池，以及发展旧电池回收再生业务。公司 2019 年 11 月同法国道达尔集团旗下帅福得（SAFT）签署协议，成立合资企业天能帅福得，加快锂电布局。公司是 2021 年中国民营企业 500 强的第 37 位。

图表 1：公司年度业绩一览

（人民币百万元）	2017A	2018A	2019A	2020	2021A	2021A YoY	2021E	vs CICC estimate	2022E	2022E YoY
收入	26,904	34,552	40,614	53,525	85,617	60.0%	64,499	32.7%	93,686	9.4%
毛利	3,507	4,086	4,688	5,492	4,622	-15.8%	6,398	-27.8%	5,840	26.3%
营业利润	1,555	1,780	2,381	3,163	2,095	-33.7%	2,899	-27.7%	3,015	43.9%
净利润	1,178	1,253	1,682	2,477	1,301	-47.5%	2,204	-41.0%	1,886	44.9%
全面摊薄每股收益（元）	**1.05**	**1.11**	**1.49**	**2.20**	**1.16**	-47.5%	**1.96**	-41.0%	**1.67**	44.9%
毛利率	13.0%	11.8%	11.5%	10.3%	5.4%	-4.9ppt	9.9%	-4.5ppt	6.2%	0.8ppt
营业利润率	5.8%	5.2%	5.9%	5.9%	2.4%	-3.5ppt	4.5%	-2ppt	3.2%	0.8ppt
净利润率	4.4%	3.6%	4.1%	4.6%	1.5%	-3.1ppt	3.4%	-1.9ppt	2.0%	0.5ppt

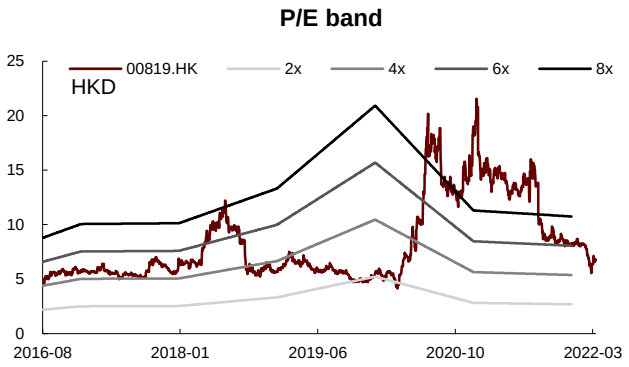
资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

图表 2：盈利预测变更表

利润表（百万元）	2022E 调整前	2022E 调整后	2022E 变化	2023E
营业收入	70,229	93,686	33%	102,916
营业成本	-62,504	-87,846	41%	-96,476
毛利	7,725	5,840	-24%	6,440
营业利润	3,726	3,015	-19%	3,275
归母净利润	2,864	1,886	-34%	2,107

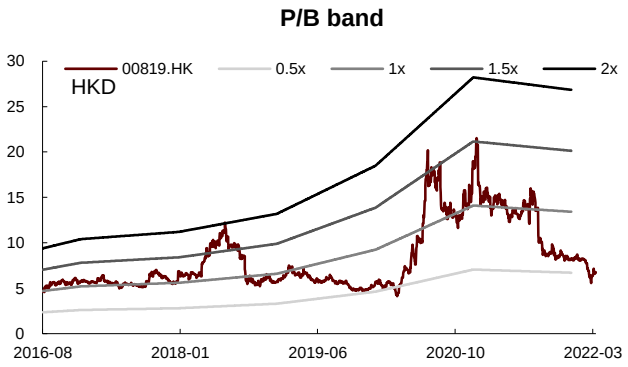
资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

图表 3：历史 P/E



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 4：历史 P/B



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 5：可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	市值（百万元）	净利润（财报货币 百万）		市盈率		收盘价
				2022E	2023E	2022E	2023E	
601311.SH	骆驼股份*	CNY	13,210	1,353	1,624	9.8	8.1	11.26
00819.HK	天能动力*	CNY	6,170	1,886	2,107	3.5	3.1	6.77
00951.HK	超威动力	CNY	1,528	772	786	2.0	1.9	1.71

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

002580.SZ 收盘于北京时间 2022-03-31；601311.SH, 300068.SZ 收盘于北京时间 2022-04-01；港股收盘于北京时间 2022-04-01

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从https://research.cicc.com/footer/disclosures 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：金灿

北京
中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号
国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505 1166
传真：(86-10) 6505 1156

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路 5033 号
平安金融中心 72 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319-5000
传真：(86-755) 8319-9229

香港
中国国际金融（香港）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

东京
中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内３丁目２番３号 丸の内二重橋ビル２１階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

旧金山
CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

纽约
CICC US Securities, Inc
32nd Floor, 280 Park Avenue
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1278

伦敦
China International Capital Corporation (UK) Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福
China International Capital Corporation (Europe) GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560