

证券研究报告

2020年3月30日

公司研究 | 中国 | 汽车零部件

评级: 买入(维持)

目标价(港币): 12.00

林志轩 +86 21 2897 2090
研究员 zhixuan.lin@htsc.com
邢重阳 +86 21 3847 6205
研究员 xingchongyang@htsc.com
丁嘉文 +86 21 2897 2090
研究员 dingjiawen@htsc.com

基本数据

目标价(港币)	12.00
收盘价(港币 截至 03月27日)	4.83
升幅 +/- (%)	148
市值(百万美元)	719
6个月平均日成交额(百万美元)	2.22
52周价格范围(港币)	8.21/4.45
BVPS(人民币)	5.92

股价走势图



资料来源: FactSet

2019年铅价下降推升利润率

2019年业绩强劲: 净利润同比增长29%

天能动力(天能)3月27日公布了2019年业绩: 总收入同比增长18%至人民币406亿元, 归母净利润同比增长29%至人民币16.8亿元, 分别较华泰预测/彭博一致预期高15/22%。我们认为盈利增长强劲源于电池生产业务毛利率改善, 主因2019年铅价下降。总体来看, 鉴于公司在铅酸电池生产领域的龙头地位, 我们认为天能将受益于电动自行车铅酸电池需求的增长和市场整合。我们将2020/2021年盈利预测分别上调6/3%, 并维持目标价12.00港币不变。

铅价下降利好电池业务

2019年铅成本在铅酸电池总生产成本中的占比超过了70%, 在此期间铅价同比下降了约13%, 导致天能电池生产分部的平均售价下降。因此, 电池生产业务的销售收入同比下降4%至人民币306亿元。但天能略受益于铅价下降, 电池生产毛利率上升了2.7个百分点至15.4%, 成为公司利润率改善和净利润增长的一大主要驱动力。

天能持续受益于市场整合

根据公司资料, 天能是国内电动自行车和三轮车用铅酸电池的最大生产商。近几年对为防止环境污染, 铅酸电池的生产受到了严格管控, 因此该行业的竞争者从2010年前的3,000余家下降到了2018年的30-60家左右。整体来看, 我们认为管理趋严将利好市场龙头, 主因这些企业拥有更多资源, 可以用于投资生产设备升级。我们认为天能将继续维持市场领导者的地位, 并在未来几年提升市场份额, 实现小幅利润增长。

天能市场地位稳固, 维持“买入”

天能2017-2019年期间实现了稳健的销售和利润增长, 产生了强劲的现金流。公司公布2019年每股派息0.39港币, 对应股息收益率为8.1%(基于3月27日收盘价)。整体来看, 我们认为天能够创造稳健的股东回报, 我们维持“买入”评级。公司当前股价对应3.0倍2020年预测PE以及0.6倍2020年预测PB, 我们认为该估值具备吸引力。

英文报告全文: [Tianneng Power \(819 HK\): BUY \(Maintained\) — Margins boosted by declined lead prices in 2019](#)

财务数据

年结于12月31日	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
收入(人民币百万)	34,751	40,614	42,231	43,941	45,726
同比%	29.2	16.9	4.0	4.0	4.1
净利润(人民币百万)	1,301	1,682	1,716	1,773	1,829
同比%	10.4	29.3	2.0	3.3	3.2
EPS(摊薄, 人民币)	1.128	1.465	1.495	1.545	1.593
PE(倍)	3.9	3.0	3.0	2.9	2.8
PB(倍)	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5
EV EBITDA(倍)	1.5	1.1	0.8	0.8	0.5
股息率(%)	7.5	7.6	10.3	10.7	11.0
自由现金流收益率(%)	28.0	12.5	19.7	12.4	31.0

资料来源: 公司资料, 华泰香港研究预测

华泰金融控股(香港)有限公司在此研究报告中简称华泰香港

谨请参阅尾页重要声明及华泰香港股票和行业评级标准

财务报表

损益表 (人民币百万)

年结于 12月31日	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
收入	34,751	40,614	42,231	43,941	45,726
销售成本	(30,665)	(35,926)	(37,397)	(38,851)	(40,368)
毛利润	4,086	4,688	4,833	5,090	5,358
销售及分销成本	(890)	(897)	(929)	(1,011)	(1,143)
管理费用	(1,678)	(1,817)	(1,858)	(2,021)	(2,103)
其他经营收入/费用	(41)	(16)	(84)	(88)	(91)
经营利润	1,476	1,958	1,962	1,970	2,020
财务成本净额	(178)	(255)	(236)	(241)	(247)
应占联营公司利润及亏损	3	(0)	0	0	0
其他收入/支出	303	423	435	460	485
税前利润	1,605	2,126	2,162	2,189	2,258
税费开支	(304)	(400)	(411)	(416)	(429)
少数股东权益/其他	(0)	(44)	(35)	0	0
净利润	1,301	1,682	1,716	1,773	1,829
折旧及摊销	(470)	(481)	(526)	(575)	(681)
EBITDA	2,252	2,862	2,923	3,005	3,186
EPS (RMB basic)	1.155	1.493	1.523	1.574	1.623

现金流量表 (人民币百万)

年结于 12月31日	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
EBITDA	2,252	2,862	2,923	3,005	3,186
融资成本	(178)	(255)	(236)	(241)	(247)
营运资本变动	306	(259)	(179)	(612)	34
税费	(304)	(400)	(411)	(416)	(429)
其他	1	(209)	0	0	0
经营活动现金流	2,077	1,739	2,098	1,736	2,544
资本开支	(685)	(1,118)	(1,118)	(1,118)	(1,000)
其他投资活动	(1,431)	(100)	(180)	(180)	(180)
投资活动现金流	(2,116)	(1,218)	(1,298)	(1,298)	(1,180)
负债增加量	471	(166)	264	94	100
权益增加量	0	0	(0)	0	0
派发股息	(341)	(375)	(376)	(515)	(532)
其他融资活动	(130)	433	62	103	111
融资活动现金流	(0)	(108)	(51)	(318)	(321)
现金变动	(39)	413	750	120	1,043
年初现金	3,872	3,834	4,154	4,997	5,117
汇率波动影响	0	0	0	0	0
年末现金	3,834	4,247	4,904	5,117	6,160

资产负债表 (人民币百万)

年结于 12月31日	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
存货	3,130	3,740	3,893	3,513	3,650
应收账款和票据	1,250	1,514	1,736	3,612	3,758
现金及现金等价物	3,834	4,154	4,997	5,117	6,160
其他流动资产	3,157	3,357	3,359	3,359	3,359
总流动资产	11,371	12,765	13,985	15,600	16,927
固定资产	4,114	4,783	5,230	5,678	6,078
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	1,156	1,581	1,330	1,605	1,704
总长期资产	5,270	6,365	6,560	7,283	7,781
总资产	16,641	19,130	20,545	22,883	24,709
应付账款	6,131	6,746	6,942	7,825	8,143
短期贷款	1,857	1,260	1,323	1,390	1,459
其他负债	2,310	3,066	2,428	2,462	2,498
总流动负债	10,298	11,072	10,694	11,677	12,100
长期债务	69	253	278	306	336
其他长期负债	501	519	850	850	850
总长期负债	570	771	1,128	1,156	1,186
股本	110	110	110	110	110
储备/其他项目	5,430	6,555	7,929	9,188	10,485
股东权益	5,540	6,665	8,039	9,297	10,594
少数股东权益	233	622	684	753	828
总股本	5,773	7,287	8,723	10,050	11,422
BVPS (人民币基本)	4.92	5.92	7.14	8.25	9.40

估值指标

年结于 12月31日 (倍)	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
PE (倍)	3.9	3.0	3.0	2.9	2.8
PB (倍)	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5
EV EBITDA	1.5	1.1	0.8	0.8	0.5
股息率 (%)	7.5	7.6	10.3	10.7	11.0
自由现金流收益率 (%)	28.0	12.5	19.7	12.4	31.0

业绩指标

年结于 12月31日	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
增长率 (%)					
收入	29.2	16.9	4.0	4.0	4.1
毛利润	16.5	14.7	3.1	5.3	5.3
经营利润	6.0	32.6	0.2	0.4	2.5
净利润	10.4	29.3	2.0	3.3	3.2
EPS	10.4	29.3	2.0	3.3	3.2
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	11.8	11.5	11.4	11.6	11.7
息税折旧摊销前利润率	6.5	7.0	6.9	6.8	7.0
净利润率	3.7	4.1	4.1	4.0	4.0
ROE	25.0	27.6	23.3	20.5	18.4
ROA	8.5	9.4	8.7	8.2	7.7
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(33.1)	(36.2)	(38.9)	(34.0)	(38.2)
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
营运能力 (天)					
总资产周转率 (倍)	2.1	2.1	2.1	1.9	1.9
应收账款	13	13	15	30	30
应付账款	72	68	67	73	73
存货	37	37	37	33	33
现金转换周期	(22)	(17)	(15)	(10)	(10)

资料来源: 公司资料, 华泰香港研究预测

估值方法和风险提示

我们 12.00 港币的目标价是 DCF 估值法和 PE 估值法的平均数。

我们基于 DCF 估值法得出的天能目标价为 15.60 港币。我们在 DCF 估值模型中假设 WACC 为 9.5%，权益成本为 13.2%，无风险利率为 3.0%，市场风险溢价为 8.0%，贝塔值为 1.27。税后债务成本假设为 3.7%，税率为 19%，目标净资产负债率为 40.4%。我们假设永续增长率为 0%，以反映铅酸电池需求零增长的潜在风险。我们此前基于 DCF 模型对天能的估值为 17.00 港币，假设 WACC 为 8.8%。

天能自 2017 年上市以来，平均股价对应约 5.1 倍远期 PE，显著低于其他制造业股票。较低的估值可能源于：1) 与锂电池相比，铅酸电池能源密度较低，因此部分人认为未来铅酸电池将会被替代，忽视了其低成本，高安全性以及高可回收性；2) 2014 年以前铅酸电池市场分散程度较高，非理性的价格竞争导致价格和利润率大幅下降，盈利波动较大。然而，2016 年以来行业龙头的利润率已经有所回升和企稳。

我们 PE 估值模型下对天能的估值为 8.40 港币，基于 5 倍 2020 年预测 PE 的审慎估值（此前为 7.60 港币，基于 5 倍 2019 年预测 PE）。考虑到该股票的内含价值以及历史交易模式，我们得出 12.00 港币的目标价，基于 DCF 估值法（15.60 港币）和 PE 估值法（8.40 港币）的平均值。

图表 1. 天能：DCF 估值法

[illegible]

资料来源：公司资料，华泰香港研究预测

下行风险：1) 电动自行车需求大幅下降；2) 铅价大幅上涨；3) 利润率弱于预期。

分析师声明

以下分析员、经济学家及/或策略分析员主要责任本报告的制作和内容。本报告所表述的所有观点准确地反映了其对标的证券或发行人及/或任何其他适当事项的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。林志轩；邢重阳；丁嘉文

重要披露**香港**

本报告由华泰金融控股 (香港) 有限公司 (简称HFHL) 制作和分发。华泰金融控股 (香港) 有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为HTSC的全资子公司 (HTSC是一间于中华人民共和国注册成立的股份有限公司，中文公司名称为华泰证券股份有限公司)。

美国

本研究报告非华泰证券 (美国) 有限公司编制，但在美国由其分发。华泰证券 (美国) 有限公司是美国证券交易委员会 (SEC) 注册经纪商和美国金融业监管局 (FINRA) 成员。华泰证券 (美国) 有限公司根据《1934年证券交易法》(修订版) 第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。任何收到此报告并希望就本报告所述信息进行证券或相关金融工具买卖交易的美国人士/实体，应直接联系华泰证券 (美国) 有限公司。在任何情况下，本研究报告的任何接收人都不应通过 HFHL 进行证券或相关金融工具的买卖交易。

华泰金融控股 (香港) 有限公司及/或其联营公司已经、正在及/或可能会充当本报告中提及或推荐的公司所发行之证券/债券或其他债务性证券的做市商或市场流通量提供者。

华泰金融控股 (香港) 有限公司和华泰证券 (美国) 有限公司及/或其子公司和联营公司不时会以自身或代理形式向客户出售及购买 HFHL 研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券 (包括衍生品)。

华泰金融控股 (香港) 有限公司和华泰证券 (美国) 有限公司及/或其子公司和联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中提到的任何证券 (或任何相关投资) 头寸，并可能不时进行增持或减持该证券 (或投资)。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

上述所列之部分披露也为遵守非美国司法管辖区的适用法规。

华泰金融控股 (香港) 有限公司投资评级标准

华泰金融控股 (香港) 有限公司的投资评级基于分析员对报告发布日后6个月内股价表现的预期，具体如下：

公司评级

买入： 分析员预计股票的绝对回报不低于15%

持有： 分析员预计股票的绝对回报在-10%~15%之间

卖出： 分析员预计股票的绝对回报在-10%或以下

暂停评级： 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级： 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

行业评级

增持： 分析员预计其所覆盖行业股票池的表现可观

中性： 分析员预计其所覆盖行业股票池的表现平淡

减持： 分析员预计其所覆盖行业股票池的表现不佳

如有需要，可向华泰金融控股 (香港) 有限公司索取进一步资料。

一般披露**仅发送予《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者客户。**

本文件仅发送予阁下供参考，不得翻印或分发给其他人士。

本文件所载资料由华泰金融控股 (香港) 有限公司编制和发表，而且是仅给收件人的严格保密资料。本文件旨在为华泰金融控股 (香港) 有限公司、其客户或准客户、子公司、分支机构、HTSC和其子公司而刊发。若未事先获华泰金融控股 (香港) 有限公司的书面同意，不得翻印、分发或传达本文件 (无论整份或部份) 给其他人士。若获华泰金融控股 (香港) 有限公司准许转发，收件人须在转发前获取独立的法律意见，以确定该转发符合当地适用法规的要求。

华泰金融控股 (香港) 有限公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

本文件(i)供阁下作个人参考之用，我们并非以此作任何招揽；(ii)若要约发行在任何司法管辖区为违法，本文件不应诠释为出售证券的要约或招揽购买证券的要约；(iii)本文件的资料可能基于来自我们认为可靠的第三方来源但并未获华泰金融控股 (香港) 有限公司独立核实。本文件仅提供一般参考资料，并非为提供个人投资建议，也没有考虑个别人士的具体投资目的、财务状况和特定需要。本文件可能含有来自第三方的资料，包括信贷评级机构的评级；除非事先获第三方的书面许可，不得以任何形式分发该第三方材料。第三方材料供应者不保证任何资料 (包括评级) 的准确性、完整性、及时性或是否可以使用，华泰金融控股 (香港) 有限公司和第三方材料供应者无论什么原因也不会就误差或遗漏 (无论是不是因为疏忽) 承担责任，同时也不会就因使用该材料而产生的结果承担责任。第三方材料供应者并无作出任何明确或隐含的保证，包括但不限于某一特殊目的或用途的可销性或适用性保证。第三方材料供应者毋须就使用这些材料 (包括评级) 负上任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应损害赔偿、讼费、开支、法律费用或损失 (包括失去的收入或利润及机会成本) 的法律责任。信贷评级为意见陈述，并非事实陈述，或购买、持有或销售证券的推荐意见，也并非就证券的适当性或证券投资的适当性的引导，不应作为投资意见般倚赖。

本文件所载数据可能提述过往表现或根据过往表现作出的模拟情况，这些过往表现或模拟情况并非未来表现的可靠指标。若数据含有未来表现的指引，该预测不可作为未来表现的可靠指标。此外，模拟情况乃基于模型及简化的假设推断，当中可能有过分简化的情况，也不反映未来回报的分派。

本文件所述的事实以及当中表达的意见、估计、预测和推测以本文件的日期为准，并可以在没有通知的情况下有所更改。华泰金融控股 (香港)

有限公司并无就本文件所载数据发表声明或作出明确或隐含的保证，阁下亦不应倚赖本文件所载数据。华泰金融控股（香港）有限公司概不就因使用或倚赖本文件或其材料而产生或引致的直接、间接或相应损失或损害而赔偿或承担任何法律责任。本文件并非为提供专业意见(包括但不限于会计、法律或税务意见或投资的推荐意见)，阁下也不应作为专业意见般倚赖；亦不可取代阁下的判断。华泰金融控股（香港）有限公司非阁下的顾问，也不就财务或其它后果承担受信责任或法律责任。投资者须考虑本文件的资料或推荐意见是否适合他的特定情况，若适用，应寻求专业意见，包括税务意见。

投资者在作出投资决定时，应了解本文件的资料仅为其中一项阁下考虑的因素，因此本报告不应被视为与任何投资决定相关的所有直接或间接风险之阐明或建议。华泰金融控股（香港）有限公司出版很多不同种类的研究产品，其中包括基本面分析、量化分析和短期买卖意见；一类研究产品所含的推荐意见有别于其它种类的研究产品所含的推荐意见，不论是因为不同时间性、方法或其它因素。

华泰金融控股（香港）有限公司及/或其高级管理层、董事和雇员在适用法规容许下可以其自身、代理或其它身份作为涉事对头，也可拥有本文件所提及的发行人及其证券、期权或其它衍生工具的长仓或短仓，或买卖这些金融产品。华泰金融控股（香港）有限公司在适用法律容许的情况下可参与或投资本文件所述的证券的发行人融资交易、为该发行人施行服务或向该发行人招揽业务。华泰金融控股（香港）有限公司可能曾担任本报告所述的任何或所有经营实体的证券公开发行的经办人或联席经办人，华泰金融控股（香港）有限公司现时也可能在本报告所述的任何或所有经营实体的证券发行中担任一级市场证券流通量提供者；华泰金融控股（香港）有限公司也可能正在或在过去12个月曾向该等经营实体提供其它投资银行服务、重大意见或投资服务。华泰金融控股（香港）有限公司也可担任发行人的金融工具的做市商或市场流通量提供者。

华泰金融控股（香港）有限公司透过其合规政策及程序（包括但不限于利益冲突、处理保密信息及中国墙政策）以及中国墙的维护及雇员培训管理有关其研究报告活动的冲突。

本研究报告分别以英文及中文发布。如中英文有任何差异，概以英文为准。

©版权所有2020年华泰金融控股（香港）有限公司

法律实体披露

中国： HTSC具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

香港： 华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809。

美国： 华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和FINRA成员。经营业务许可编号为：CRD#: 298809/SEC#: 8-70231。

华泰金融控股（香港）有限公司

地址：香港皇后大道中99号中环中心5808-5812室

电话：+852 3658 6000

传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk/

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼（纽约10001）

电话：+212-763-8160

传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

https://www.htsc-us.com/