

天能动力

天能电池分拆科创上市获通过，价值重估与行业景气共驱

公司动态

公司近况

天能动力拟分拆天能电池（含铅酸电池业务与贸易业务）至科创板上市正式获审议通过¹。同时公司此前发布中报盈利预测，预期1H20归母净利润同增30%及以上。

评论

分拆过会，或迎来进一步价值重估。公司2018/2019的平均P/E TTM仅为7.5/4.95x，而业务同样为铅酸电池与再生铅的可比企业骆驼股份在A股对应为18.4/15.8x，而截至7月6日公司收盘价对应的P/E TTM为10.1x，较国内可比公司依旧存在较大差异。此外，分拆子公司天能电池拟募金额35.9亿元，对应科创招股书中披露的最高12%的发行股本占发行后总股本比例下，对应科创子公司上市市值为299亿元。当前天能动力市值189亿港元，分拆完成后，天能动力将依旧持有分拆子公司天能电池80%以上股权。我们认为天能动力整体价值可迎来重估。

疫情影响出行方式，行业景气驱动1H20业绩高增。我们认为疫情影响下，部分个人出行场景由公交切换至二轮电动车，同时外卖兴起下进一步加速二轮电动车的需求。根据统计局数据，中国二轮电动车产量2020年4/5月维持41%/45%的同比高增长。考虑到整体二轮电动车使用频次的提升，我们认为对于维护替换市场也存在较好的需求驱动作用。此外，目前铅价格依旧处于低位，天能动力作为市场占有率超40%的行业龙头，在铅价格下探的过程中可阶段性的维持价格稳定，以提升毛利水平。我们认为，需求增长与盈利能力好于去年同期，共同驱动1H20业绩高增。

铅酸行业中长期需求稳定，锂电替换短期冲击有限。我们认为铅酸二轮车整体市场已形成前装-维护替换-回收的完整闭环布局，且电池的维护替换渠道由龙头牢固把控。此外，目标客户群对价格高度敏感，且铅酸电池目前已形成零部件的品牌效应，具备客户粘性。我们认为锂电将率先于共享助力车应用场景及一二线城市中高端电动二轮车中加速渗透，而对大众使用及外卖应用的渗透短期较为有限。

估值建议

考虑到行业景气下需求与盈利能力共同向好，我们上调公司2020/2021E利润预期13%/17%至21.1/24.3亿元。考虑到公司盈利向好，行业增长空间进一步获得认可，分拆下价值重估，我们上调公司目标价150%至20港元，当前股价与目标价分别对应2020/2021e 8.0/6.9x P/E与9.5/8.2x P/E，有18.9%的上行空间，维持跑赢行业评级。

风险

铅价格快速上行，电动自行车产量不及预期。

曾轶

分析员

tao.zeng@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080518040001

赵宇辰

联系人

yuchen.zhao@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080119050029

刘俊

分析员

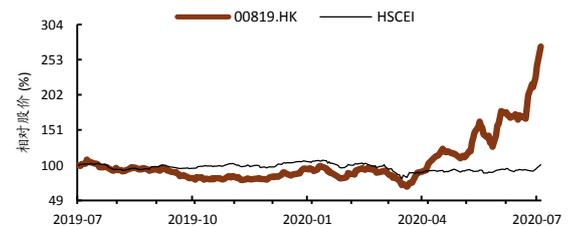
jun3.liu@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080518010001

SFC CE Ref: AVM464

维持跑赢行业

股票代码	00819.HK
评级	跑赢行业
最新收盘价	港币 16.82
目标价	港币 20.00
52周最高价/最低价	港币 17.12~4.24
总市值(亿)	港币 189
30日日均成交额(百万)	港币 166.63
发行股数(百万)	1,126
其中: 自由流通股(%)	100
30日日均成交量(百万股)	13.26
主营行业	电力电气设备



(人民币 百万)	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	34,552	40,614	46,211	53,108
增速	28.4%	17.5%	13.8%	14.9%
归属母公司净利润	1,252	1,682	2,111	2,426
增速	6.3%	34.3%	25.5%	14.9%
每股净利润	1.11	1.49	1.87	2.15
每股净资产	4.92	5.92	7.44	9.03
每股股利	0.33	0.35	0.56	0.65
每股经营现金流	1.84	1.54	1.83	2.38
市盈率	13.3	10.1	8.0	6.9
市净率	3.0	2.6	2.0	1.7
EV/EBITDA	7.1	5.6	4.6	3.6
股息收益率	2.3%	2.3%	3.8%	4.3%
平均总资产收益率	8.2%	9.4%	10.6%	11.1%
平均净资产收益率	24.0%	27.6%	28.1%	26.1%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

¹ http://kcb.sse.com.cn/announcement/commiteeresult/index_pdf.shtml?fileId=e05fd87bfc65472ad40d21d365e5fa6



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E
利润表					成长能力				
营业收入	34,552	40,614	46,211	53,108	营业收入	28.4%	17.5%	13.8%	14.9%
营业成本	-30,466	-35,926	-40,706	-46,957	营业利润	14.4%	33.8%	16.7%	14.5%
营业费用	-890	-897	-970	-1,062	EBITDA	14.1%	25.3%	16.3%	14.2%
管理费用	-564	-663	-693	-770	净利润	6.3%	34.3%	25.5%	14.9%
其他	-41	-16	-41	-41	盈利能力				
营业利润	1,780	2,381	2,780	3,184	毛利率	11.8%	11.5%	11.9%	11.6%
财务费用	-178	-255	-71	-71	营业利润率	5.2%	5.9%	6.0%	6.0%
其他利润	3	0	0	0	EBITDA 利润率	6.3%	6.7%	6.9%	6.8%
利润总额	1,605	2,126	2,708	3,112	净利润率	3.6%	4.1%	4.6%	4.6%
所得税	-304	-400	-542	-622	偿债能力				
少数股东损益	-48	-44	-55	-64	流动比率	1.10	1.15	1.26	1.35
归属母公司净利润	1,252	1,682	2,111	2,426	速动比率	0.80	0.82	0.90	0.97
EBITDA	2,174	2,724	3,167	3,616	现金比率	0.37	0.38	0.45	0.53
扣非后净利润	1,252	1,682	2,111	2,426	资产负债率	65.3%	61.9%	56.6%	53.7%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	3,834	4,154	4,890	6,190	回报率分析				
应收账款及票据	1,259	1,514	1,578	1,813	总资产收益率	8.2%	9.4%	10.6%	11.1%
存货	3,130	3,740	3,892	4,490	净资产收益率	24.0%	27.6%	28.1%	26.1%
其他流动资产	3,148	3,357	3,361	3,253	每股指标				
流动资产合计	11,371	12,765	13,721	15,746	每股净利润 (元)	1.11	1.49	1.87	2.15
固定资产及在建工程	4,114	4,783	5,919	6,387	每股净资产 (元)	4.92	5.92	7.44	9.03
无形资产及其他长期资产	1,157	1,582	988	947	每股股利 (元)	0.33	0.35	0.56	0.65
非流动资产合计	5,270	6,365	6,907	7,334	每股经营现金流 (元)	1.84	1.54	1.83	2.38
资产合计	16,641	19,130	20,628	23,081	估值分析				
短期借款	2,235	1,659	1,659	1,659	市盈率	13.3	10.1	8.0	6.9
应付账款	4,618	4,666	4,461	5,146	市净率	3.0	2.6	2.0	1.7
其他流动负债	3,445	4,747	4,789	4,827	EV/EBITDA	7.1	5.6	4.6	3.6
流动负债合计	10,298	11,072	10,909	11,633	股息收益率	2.3%	2.3%	3.8%	4.3%
长期借款	69	253	253	253					
其他非流动负债	501	519	519	519					
非流动负债合计	570	771	771	771					
负债合计	10,868	11,844	11,681	12,404					
股本	110	110	110	110					
未分配利润	5,430	6,555	8,271	10,064					
归母所有者权益	5,540	6,665	8,381	10,174					
少数股东权益	233	622	567	503					
负债及股东权益合计	16,641	19,130	20,628	23,081					
现金流量表									
税前利润	1,252	1,682	2,111	2,426					
折旧和摊销	394	342	387	432					
营运资本变动	473	-134	-382	-111					
其他	-42	-151	-55	-64					
经营活动现金流	2,077	1,739	2,060	2,683					
资本开支	-663	-1,118	-900	-900					
其他	-1,453	234	0	0					
投资活动现金流	-2,116	-884	-900	-900					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	474	-791	0	0					
其他	-474	256	-425	-483					
筹资活动现金流	0	-534	-425	-483					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	-39	320	736	1,300					

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 2019 年中国民营企业 500 强的第 30 位。

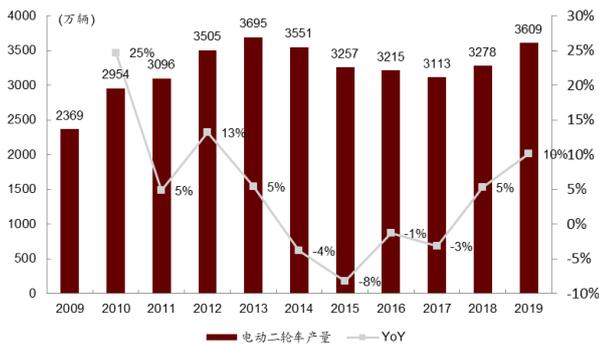


图表 1: 天能股份与骆驼股份 P/E TTM 对比



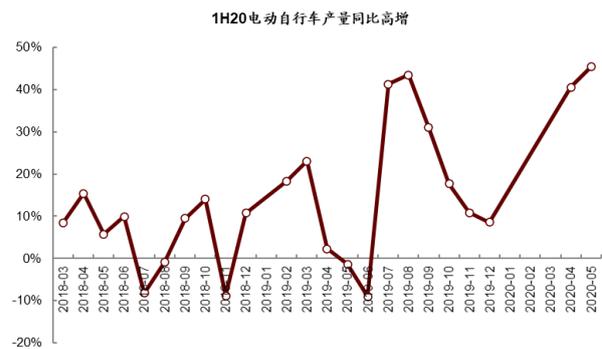
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 2: 电动二轮车 2019 年产量同增 10%



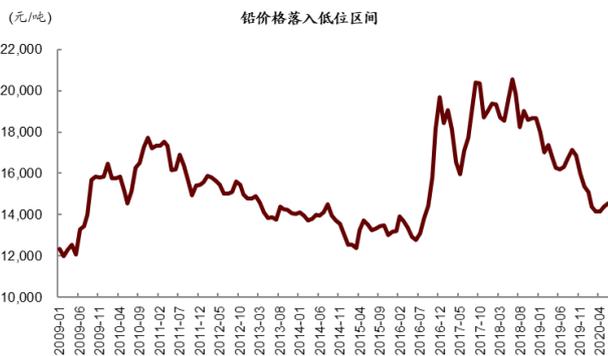
资料来源: 中国自行车行业协会, 中金公司研究部

图表 3: 1H20 中国电动自行车产量高增



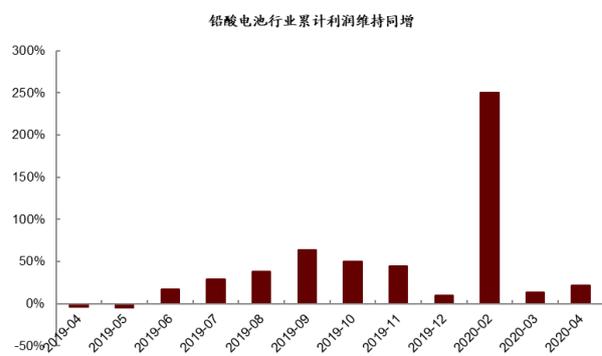
资料来源: 万得资讯, 国家统计局, 中金公司研究部

图表 4: 铅价格仍在低位



资料来源: 长江有色, 万得资讯, 中金公司研究部

图表 5: 铅酸电池行业累计利润维持同增



资料来源: 万得资讯, 国家统计局, 中金公司研究部

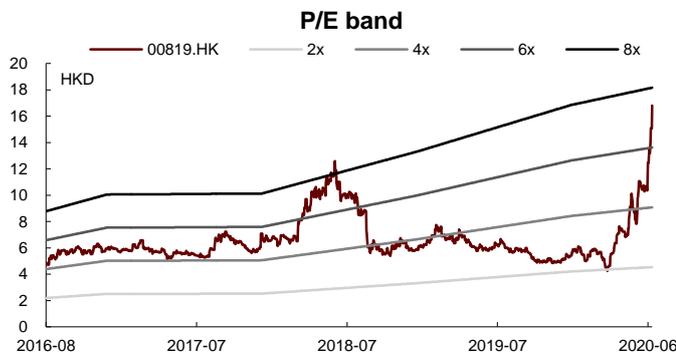


图表 6: 盈利预测修正

利润表 (百万元)	2020E			2021E		
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
营业收入	43,040	46,211	7%	48,575	53,108	9%
营业成本	-38,039	-40,706	7%	-43,134	-46,957	9%
毛利	5,001	5,505	10%	5,441	6,151	13%
营业利润	2,466	2,780	13%	2,730	3,184	17%
归母净利润	1,866	2,111	13%	2,072	2,426	17%

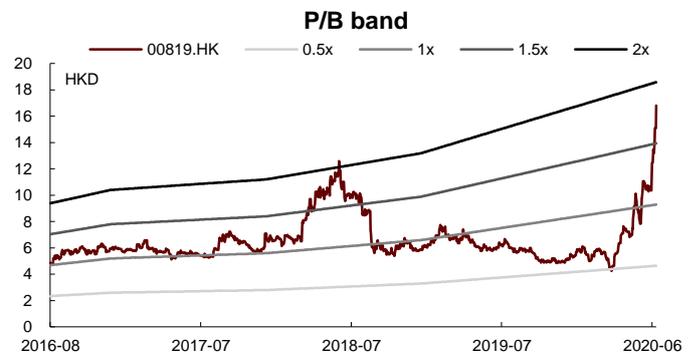
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 7: 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 8: 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 9: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	市值 (百万美元)	净利润 (财报货币 百万)		市盈率	
				2020E	2021E	2020E	2021E
601311.SH	骆驼股份*	CNY	1,198	623	681	13.6	12.4
300068.SZ	南都电源	CNY	1,386	378	388	26.1	25.8
00819.HK	天能动力*	CNY	2,443	2,111	2,426	8.0	6.9
00951.HK	超威动力*	CNY	610	626	673	6.7	6.2
002580.SZ	圣阳股份	CNY	281	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

注: 标*公司为中金覆盖, 采用中金预测数据, 预测数据采用财年加权平均; 其余使用市场一致预期; 收盘价使用 2020/07/06 价格



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：樊荣



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

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

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

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

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

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

