

2020 年 07 月 27 日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

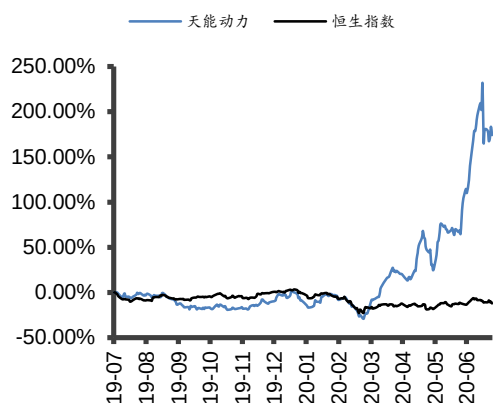
研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
证券分析师：张涵 S0350520040002
0755-83026892 zhangh05@ghzq.com.cn

电动轻型车电池龙头，拟拆分科创板上市

——天能动力（00819）事件点评

最近一年走势



相对恒生指数表现

表现	1M	3M	12M
恒生指数	-0.3	3.7	-12.1
天能动力	66.2	121.3	175.1

市场数据 2020-07-24

当前价格（港元）	17.22
52 周价格区间（港元）	4.24 - 21.45
总市值（百万港元）	19,391.86
流通市值（百万港元）	19,391.86
总股本（万股）	112,612.45
流通股（万股）	112,612.45
日均成交额（百万港元）	403.97
近一月换手（%）	34.31

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

■ **电动轻型车快速发展，外卖与快递等短途配送为其长期需求提供基础。**电动自行车与三轮车因其经济、省力、载重、便捷等优点成为国民出行的主要交通工具，在二、三线城市及乡镇具有较高的普及率，2019 年国内电动自行车产量为 3,609.3 万辆，同比增长 10.1%，疫情期间产销出现井喷式增长，今年 5 月电动自行车完成产量 262.7 万辆，同比增长 45.4%。外卖与快递行业蓬勃发展，其对电动轻型车依赖程度较高。电动轻型车用电池长期以来为铅酸电池，2019 年新国标执行一年之后，铅酸电池渗透率依然保持在约 95%，铅酸电池优势在于初始成本低，劣势在于循环次数少，由于其回收价值较大，其在电动轻型车上综合成本优势突出，我们认为未来个人出行电动自行车将依然以铅酸电池为主。

■ **电动轻型车电池是耐用消费品，天能牌电池具有强客户粘性。**不同于四轮车电池，电动轻型车用电池更换周期较短，平均为 1-2 年，具有明显的 to C 品牌属性。消费者既可以在门店更换电池，也可以在淘宝天能官方旗舰店购买电池，享受上门安装服务。公司在电动轻型车市场份额约 45-50%，与超威合计占据 80% 以上市份额，公司通过 3000 个经销商以及下游全国 40 万家终端提升消费者粘性，在更换电池时消费者更愿意选择原装的天能牌电池，预计目前公司约 80% 的出货量来自于更替市场。电动轻型车市场空间持续提升，公司将持续受益其更替市场。

电动三轮车电池具有更好的盈利能力，有望带动公司业绩弹性。电动三轮车更加适用于快递等场景，1-6 月全国快递量同比增长 22%，其中顺丰、圆通等公司 6 月业务量增速分别为 84%、55%，快递业持续受益于传统商业向线上渗透。快递的发展将带动电动三轮车电池需求，三轮车电池相比于二轮车盈利能力更强（电池更大，单位售价趋同，单位成本更低）。我们认为，公司在三轮车市场将复制其在带动二轮车市场的优势，为公司带来业绩弹性。

■ **公司与帅富得合作布局锂电，拟拆分电池业务于科创板上市。**公司与法国石油巨头道达尔旗下帅福得（SAFT）成立合资公司扩大锂电池业务。天能持有合资公司 60% 股权，合资基地位于长兴，潜在产能为 5.5Gwh。帅福得在电池领域有口皆碑，在航天、海运、医疗、能源等多个细分市场提供电池解决方案。合资公司目标市场为电动汽车、电动自行车、储能等领域。

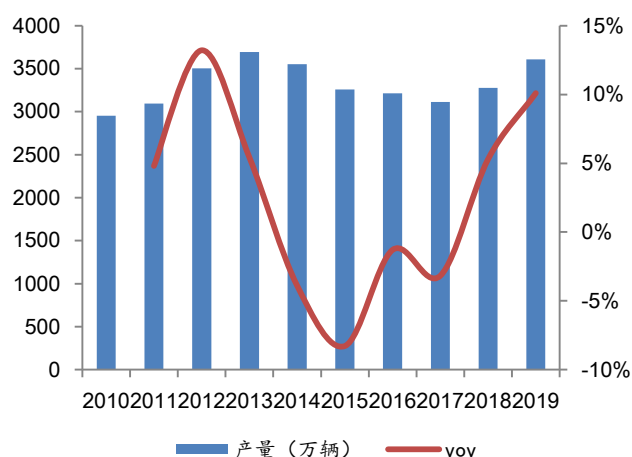
公司于 2019 年末公告，拟分拆公司电池业务于科创板上市，7 月 6 日公司公告，分拆上市已经获得上市委同意。公司计划发行不超过 1.17 亿股，募集资金 36 亿元，其中 8.6 亿元投资于铅蓄电池智能制造产业化升级，8.5 亿元投资于高能动力锂电池电芯及 PACK 项目，实施主体为天能帅福得，建成后将形成 0.5Gwh 锂离子软包 VDA 电池及四轮 PACK、1Gwh 方形铝壳电池及二轮车 PACK、2.5Gwh 圆柱电池及二轮车 PACK 的生产能力。分拆电池业务于科创板上市有利于公司电池业务扩张以及估值提升。

- **铅回收打造一体化循环产业链，提升公司运营效率。**铅酸电池具有较大回收价值，公司浙江吴山的再生铅回收基地为浙江省唯一一家持有再生铅业务回收牌照的单位，具有牌照优势。公司已经在浙江长兴、河南濮阳建立铅回收基地，辐射半径 500-600 公里，公司立足铅回收、锂电回收、冶炼、提纯，稳步扩大产能，打造循环产业集群，配套公司电池业务，提升整体运营效率。
- **公司具有较好的经营质量及成长能力。**2010 年至今，公司收入端复合增速达到 30%，净利润复合增速 19%。2015 年以来 ROE 持续保持在 20%以上，得益于智能制造的推进以及渠道端的正向反馈，公司人均创收快速提升，从 2015 年的 98 万元提升到 2019 年的 198 万元，净利率与资产周转率同步出现趋势性上涨，2019 年公司剔除贸易制造业毛利率为 15.39%，同比提升 2.7 个百分点，预计未来公司规模效应有望进一步显现。6 月 1 日公司公告，预计 2020 年上半年公司归母净利润同比增长不低于 30%，上半年电动轻型车销量火爆，公司业绩有望超预期。
- **盈利预测和投资评级：**我们认为，1) 电动轻型车电池是消费品，短途配送带来其长期需求增长，天能牌电池具有极强客户粘性；2) 快递业务快速发展，电动三轮车用电池有望为其带来业绩弹性；3) 公司与帅富得合作布局锂电业务，定位电动车+电动自行车+储能，完善铅蓄+锂电的电池体系；4) 铅回收打造一体化循环产业链，提升公司运营效率。公司拟拆分电池业务于科创板上市，长期估值有望提升。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为人民币 21.5/27.1/33.9 亿元，对应的 PE 分别为 8/6/5 倍，首次覆盖，给予“买入”评级，参考可比公司 2020 年 19X 估值，给予目标价 40 港元。电动轻型车销量不及预期；科创板拆分上市不及预期；公司锂电业务拓展不及预期；大盘系统性风险。
- **风险提示：**。电动轻型车销量不及预期；科创板拆分上市不及预期；公司锂电业务拓展不及预期；港股与 A 股估值并不具有完全可比性；大盘系统性风险。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	40684	45892	50795	56774
增长率(%)	17%	13%	11%	12%
归母净利润（百万元）	1682	2146	2712	3390
增长率(%)	42%	28%	26%	25%
摊薄每股收益（元）	1.49	1.91	2.41	3.01
ROE(%)	25.24%	24.41%	25.37%	25.96%

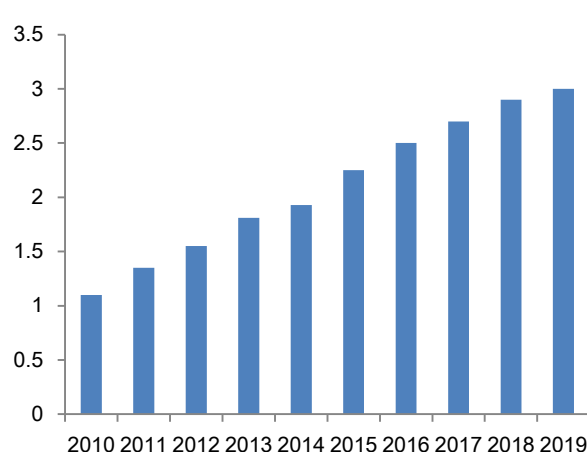
资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所（注：表中预测数据币种为人民币）

图 1: 中国电动自行车产量及增长率



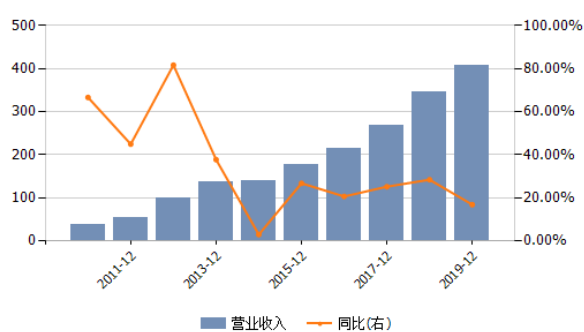
资料来源：国家统计局，国海证券研究所

图 2: 中国电动自行车保有量 (单位: 亿辆)



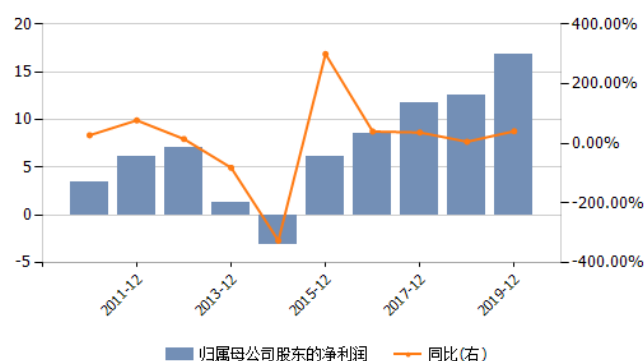
资料来源：国家统计局，国海证券研究所

图 3: 2010 年以来公司收入 CAGR30% (单位: 亿元)



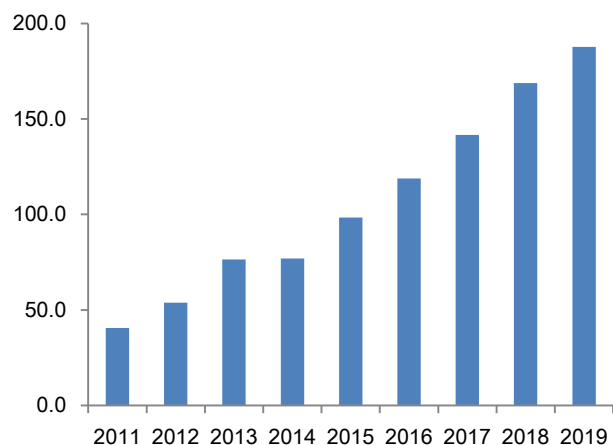
资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

图 4: 2010 年以来公司净利润 CAGR19% (单位: 亿元)



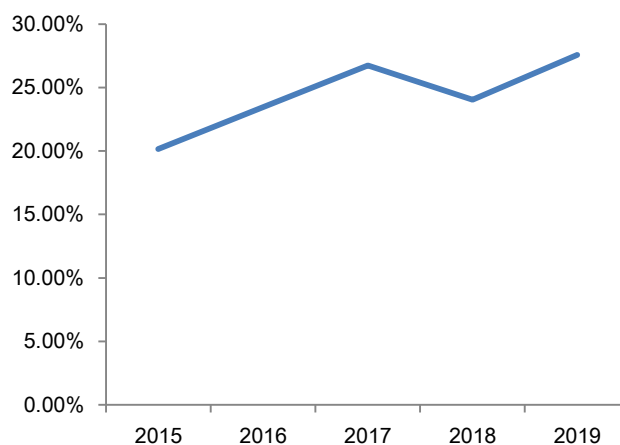
资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

图 5: 公司人均创收持续提升 (单位: 万元)



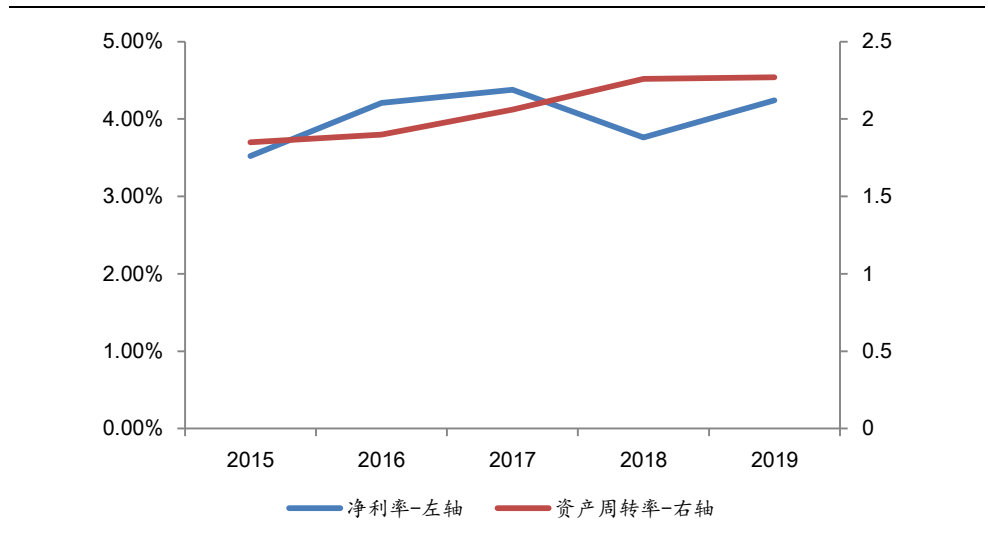
资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

图 6: 2015 年以来公司 ROE 持续保持在 20%以上



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

图 7：公司净利率与资产周转率趋势性提升



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

表 1：公司科创板拆分上市募集资金运用

项目名称	实施主体	投资额（亿元）	拟投入募集资金（亿元）
绿色智能制造技改项目	天能河南	3.5	3.2
	动力能源	2.6	2.6
	天能安徽	2.5	2.5
	小计	8.6	8.4
高能动力锂电池电芯及 PACK 项目	天能帅福得	8.5	8.5
大容量高可靠性起动启停电池建设项目	天能汽电	6.5	4.3
全面数字化支撑平台建设项目	天能股份	3.1	3.1
国家级技术中心创新能力提升项目	天能股份	1.6	1.6
补充流动资金	-	10.0	10.0
合计	-	38.4	35.9

资料来源：天能股份招股说明书，国海证券研究所

表 2：可比公司估值

代码	简称	总市值	EPS		PE		PS	PB
			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E
1585.HK	雅迪控股	164	0.2	0.3	25.5	20.9	1.2	4.4
601311.SH	骆驼股份	83	0.6	0.7	12.9	11.2	0.9	1.2
603787.SH	新日股份	40	1.0	1.5	19.5	13.4	0.7	3.6
平均		-	-	-	19.3	15.2	0.9	3.1
0819.HK	天能动力	175	1.91	2.41	8.1	6.4	0.4	2.1

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所（注：港股市值已经按照汇率 1:0.9 进行调整，可比公司估值取自 wind 一致预期）

附表：天能动力盈利预测表

证券代码:	0819.HK	股价:	17.22 港元	投资评级:	买入	日期:	2020/07/24		
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					每股指标				
ROE	25%	24%	25%	26%	EPS	1.49	1.91	2.41	3.01
毛利率	12%	12%	13%	14%	BVPS	5.92	7.25	8.94	11.04
期间费率	4%	4%	4%	4%	估值				
销售净利率	4%	5%	5%	6%	P/E	10.38	8.13	6.44	5.15
成长能力					P/B	2.62	2.14	1.73	1.40
收入增长率	17%	13%	11%	12%	P/S	0.43	0.38	0.34	0.31
利润增长率	42%	28%	26%	25%					
营运能力					利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
总资产周转率	2.13	2.11	2.09	2.07	营业收入	40684	45892	50795	56774
应收账款周转率	11.15	27.28	26.81	20.72	营业成本	35926	40291	44168	48909
存货周转率	10.97	9.73	9.61	8.69	营业税金及附加	0	0	0	0
偿债能力					销售费用	897	1010	1117	1249
资产负债率	62%	60%	56%	52%	管理费用	663	748	828	925
流动比	0.38	1.30	1.47	1.65	财务费用	162	184	203	227
速动比	0.04	0.92	1.04	1.16	其他费用/（-收入）	983	1032	1041	1147
					营业利润	1995	2512	3209	4045
资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	营业外净收支	131	130	130	130
现金及现金等价物	4154	7512	8669	9983	利润总额	2126	2642	3339	4175
应收款项	1518	2215	3008	3985	所得税费用	400	497	628	785
存货净额	3740	4636	5566	6700	净利润	1682	2146	2712	3390
其他流动资产	2145	2311	2466	2656	少数股东损益	0	0	0	0
流动资产合计	4154	15820	18856	22470	归属于母公司净利润	1682	2146	2712	3390
固定资产	4783	4305	3874	3487					
在建工程	12	12	12	12	现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
无形资产及其他	594	594	547	499	经营活动现金流	1739	881	1923	2284
长期股权投资	285	285	285	285	净利润	1682	2146	2712	3390
资产总计	19130	21707	24265	27444	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	1659	1059	1059	1059	折旧摊销	428	478	430	387
应付款项	4772	4800	5262	5826	公允价值变动	(270)	0	0	0
预收帐款	1865	1852	2050	2292	营运资金变动	(101)	(1774)	(2539)	(3106)
其他流动负债	4435	4435	4435	4435	投资活动现金流	(884)	478	430	387
流动负债合计	11072	12147	12807	13613	资本支出	(682)	478	430	387
长期借款及应付债券	253	253	253	253	长期投资	12	0	0	0
其他长期负债	519	519	519	519	其他	(214)	0	0	0
长期负债合计	771	772	772	772	筹资活动现金流	(534)	(1244)	(813)	(1017)
负债合计	11844	12918	13578	14384	债务融资	(791)	(600)	0	0
股本	1126	1126	1126	1126	权益融资	0	0	0	0
股东权益	7287	8788	10687	13060	其它	256	(644)	(813)	(1017)
负债和股东权益总计	19130	21707	24265	27444	现金净增加额	320	115	1540	1655

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所（注：表中预测数据币种为人民币，按照人民币与港币汇率 1:0.9 计算相应估值）

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，10 年行业研究经验，研究所副所长(主持工作)、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

2018 福布斯中国最佳分析师第七名、2018 年同花顺第一届 iFinD 最佳分析师 公用事业 第三名、今日投资 2018 年天眼中国最佳证券分析师 建筑装饰 行业第 2 名、水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

张涵，中山大学理学学士，金融学硕士，2018 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

傅鸿浩，中国科学院硕士，4 年电力设备与新能源行业研究经验，曾任职于安信证券，国海证券。

尹斌，中科院物理化学博士，4 年比亚迪动力电池实业经验，3 年证券从业经验，2018 年进入国海证券，从事新能源汽车行业及上市公司研究，2015 年新财富第 2 名、2016 年新财富第 3 名核心成员。

赵彬凯，香港科技大学经济学硕士，中山大学管理科学学士，2020 年加入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

【分析师承诺】

谭倩、张涵，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先恒生指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随恒生指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后恒生指数。

股票投资评级

买入：相对恒生指数涨幅 20%以上；

增持：相对恒生指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对恒生指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对恒生指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联

机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。