天能动力

铅降价与需求景气促 1H20 量利双增，拆分科创上市获批价值重估

业绩回顾

1H20 业绩符合公司指引

公司 1H20 收入 226.35 亿元，同增 14%，其中铅酸电池业务收入 116.4 亿元，同降 5%，锂电池业务收入 3.97 亿元，同增 48%。归母净利 8.37 亿元，同增 40%，其中调整后 EBIT（剔除其他收入影响）8.83 亿元，同增 32%，中期业绩符合公司此前业绩预告指引。

发展趋势

疫情影响出行方式二轮车电池需求逆势增长，铅价格下降提升毛利率，驱动 1H20 量利双增。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。工信部数据显示 1H20 规模以上电动自行车销量同增 10.3%。考虑到保有量使用频次的提升，我们认为短期 OEM 市场与替换市场需求均得到提振。公司 1H20 铅酸电池销售额同降 5%，其中二/三轮同降 6.1%，考虑到 1H20 铅价格同比下降 15%，假设电池价格与铅价格随动下，1H20 公司出货量增长 6-10%。同时，由于 1Q20 铅价格呈快速的单边下降，我们认为公司可通过阶段性控价来获得更好的毛利表现，推动 1H20 制造部分毛利率达 16.3%，同比提升 2.3ppt。1H20 量利双增，驱动利润高增长。

分拆过会，或迎来进一步价值重估。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。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，估值差较大。公司分拆子公司天能电池拟募资额 35.9 亿元（假设足额募集），发行股本最高占 12%的发行后总股本（9.7210 亿股），对应科创子公司上市市值为 299 亿元。当前天能动力市值 187 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。

关注二轮车行业锂电化渗透与公司进展，短期铅酸市场将继续维持稳定增长。我们认为整体保有量稳定提升，OEM 整体销量疫后继续维持增长下，铅酸二轮车电池的年需求整体可维持 3-5%的增长。我们同时观察到二轮车锂电池在 OEM 市场或自上而下通过特定场景应用（如共享电动等）及高端需求切入的方式加速渗透，但受价格敏感性影响，低线城市的居民需求部分受影响有限。

盈利预测与估值

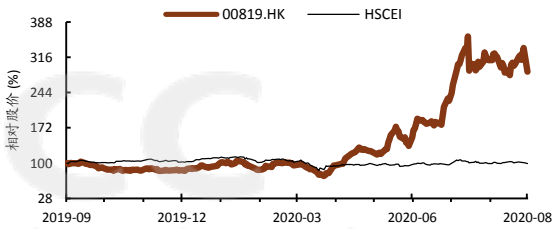
考虑到行业景气下需求与盈利能力共同向好，我们上调公司 2020/2021E 利润预期 13%/17%至 21.1/24.26 亿元。考虑到公司盈利向好，行业增长空间进一步获得认可，分拆下价值重估，我们上调公司目标价 150%至 20 港元，当前股价与目标价分别对应 2020/2021e 7.9/6.9x P/E 与 9.5/8.3x P/E，有 20.2%的上行空间，维持跑赢行业评级。

风险

铅价格快速上行，电动自行车产量不及预期，电动自行车锂电池渗透提速且公司份额不及预期

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 16.64
目标价	港币 20.00
52 周最高价/最低价	港币 21.45~4.24
总市值(亿)	港币 187
30 日日均成交额(百万)	港币 202.86
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)	11.44
主营行业	工业



(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	13.1	10.0	7.9	6.9
市净率	3.0	2.5	2.0	1.6
EV/EBITDA	7.0	5.6	4.5	3.6
股息收益率	2.3%	2.3%	3.8%	4.4%
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

曾韬
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

财务报表和主要财务比率

财务报表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E
利润表				
营业收入	34,552	40,614	46,211	53,108
营业成本	-30,466	-35,926	-40,706	-46,957
营业费用	-890	-897	-970	-1,062
管理费用	-564	-663	-693	-770
其他	-41	-16	-41	-41
营业利润	1,780	2,381	2,780	3,184
财务费用	-178	-255	-71	-71
其他利润	3	0	0	0
利润总额	1,605	2,126	2,708	3,112
所得税	-304	-400	-542	-622
少数股东损益	-48	-44	-55	-64
归属母公司净利润	1,252	1,682	2,111	2,426
EBITDA	2,174	2,724	3,167	3,616
扣非后净利润	1,252	1,682	2,111	2,426
资产负债表				
货币资金	3,834	4,154	4,890	6,190
应收账款及票据	1,259	1,514	1,578	1,813
存货	3,130	3,740	3,892	4,490
其他流动资产	3,148	3,357	3,361	3,253
流动资产合计	11,371	12,765	13,721	15,746
固定资产及在建工程	4,114	4,783	5,919	6,387
无形资产及其他长期资产	1,157	1,582	988	947
非流动资产合计	5,270	6,365	6,907	7,334
资产合计	16,641	19,130	20,628	23,081
短期借款	2,235	1,659	1,659	1,659
应付账款	4,618	4,666	4,461	5,146
其他流动负债	3,445	4,747	4,789	4,827
流动负债合计	10,298	11,072	10,909	11,633
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

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	28.4%	17.5%	13.8%	14.9%
营业利润	14.4%	33.8%	16.7%	14.5%
EBITDA	14.1%	25.3%	16.3%	14.2%
净利润	6.3%	34.3%	25.5%	14.9%
盈利能力				
毛利率	11.8%	11.5%	11.9%	11.6%
营业利润率	5.2%	5.9%	6.0%	6.0%
EBITDA 利润率	6.3%	6.7%	6.9%	6.8%
净利润率	3.6%	4.1%	4.6%	4.6%
偿债能力				
流动比率	1.10	1.15	1.26	1.35
速动比率	0.80	0.82	0.90	0.97
现金比率	0.37	0.38	0.45	0.53
资产负债率	65.3%	61.9%	56.6%	53.7%
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	8.2%	9.4%	10.6%	11.1%
净资产收益率	24.0%	27.6%	28.1%	26.1%
每股指标				
每股净利润（元）	1.11	1.49	1.87	2.15
每股净资产（元）	4.92	5.92	7.44	9.03
每股股利（元）	0.33	0.35	0.56	0.65
每股经营现金流（元）	1.84	1.54	1.83	2.38
估值分析				
市盈率	13.1	10.0	7.9	6.9
市净率	3.0	2.5	2.0	1.6
EV/EBITDA	7.0	5.6	4.5	3.6
股息收益率	2.3%	2.3%	3.8%	4.4%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

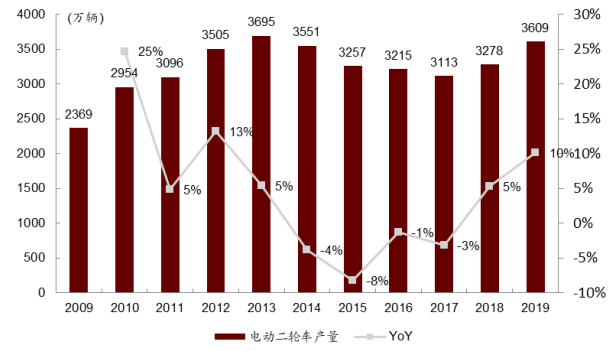
天能动力是中国最大的电动车动力电池供货商之一，以自有品牌「天能(TIANNENG)」研发、生产、销售电动车用动力电池、风能太阳能储能电池，以及发展旧电池回收再生业务。公司 2019 年 11 月同法国道达尔集团旗下帅福得（SAFT）签署协议，成立合资企业天能帅福得，加快锂电布局。公司是 2019 年中国民营企业 500 强的第 30 位。

图表 1：天能动力 1H20 业绩拆分

百万元	1H19	2H19	1H20	+/-	YoY
收入	**19,810**	**20,804**	**22,635**	**2,825.2**	**14%**
铅酸电池	12,284	15,936	11,641	-643.4	-5%
再生铅	509	432	397	-111.3	-22%
锂电池	255	372	403	148.0	58%
贸易及其他	6,762	4,064	10,194	3,431.8	51%
贸易	6,501	3,506	9,654	3,152.1	48%
其他	261	557	540	279.7	107%
营业成本	**17,958**	**17,968**	**20,519**	**2,561.6**	**14%**
毛利	**1,852**	**2,836**	**2,116**	**263.5**	**14%**
制造业	1,830.6	2,754	2,026.7	196.1	11%
贸易及其它	21.6	82	89.1	67.5	312%
毛利率	**9.35%**	**13.63%**	**9.35%**		
制造业	14.0%	17.3%	16.3%		
贸易及其它	0.32%	19%	1%		
其他收入	**206**	**163**	**334**	**128.2**	**62%**
期间费用	**1,353**	**1,632**	**1,379**	**26.2**	**2%**
EBIT	**877.6**	**1,504**	**1,217.5**	**340.0**	**39%**
调整后EBIT	**671.52**	**1,340.39**	**883.27**	**211.7**	**32%**
注：剔除其他收入					
归母净利	**595.9**	**1,086**	**836.8**	**240.9**	**40%**

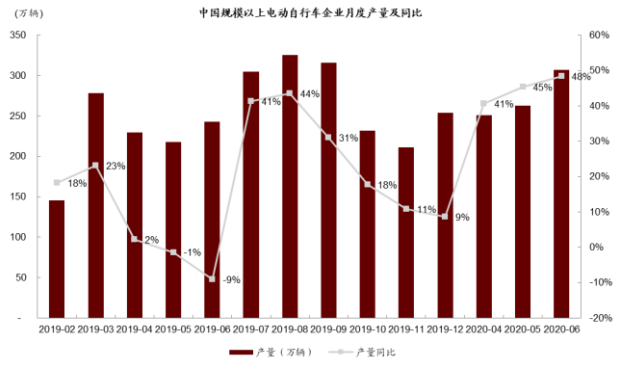
资料来源：Wind，公司公告，中金公司研究部

图表 2：电动二轮车 2019 年产量同增 10%，接近 2013 年高点



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（工信部数据统计有部分月度无明确数据）

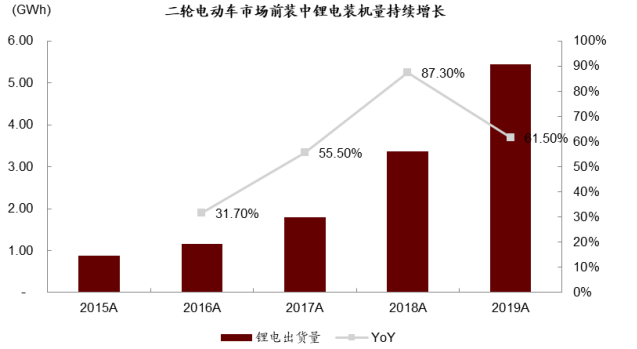


资料来源：Wind，国家统计局，工信部，中金公司研究部

图表 4：铅价格 1Q20 仍在单边下行，2Q20 有所回升

资料来源：长江有色，Wind，中金公司研究部

图表 5：二轮电动车市场前装整车中锂电加速渗透



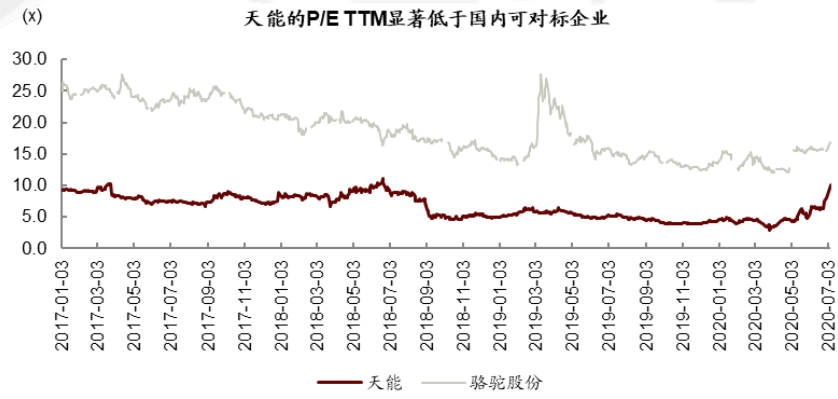
资料来源：GGII，中金公司研究部

图表 6：盈利预测修正

利润表（百万元）	2020E 调整前	2020E 调整后	2020E 变化	2021E 调整前	2021E 调整后	2021E 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：Wind，中金公司研究部

图表 7：天能股份与骆驼股份 P/E TTM 对比



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 8：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	1,339	623	681	11.4	10.4
300068.SZ	南都电源	CNY	1,902	378	388	35.2	34.4
00819.HK	天能动力*	CNY	2,417	2,111	2,426	7.9	6.9
00951.HK	超威动力*	CNY	469	626	673	5.2	4.8
002580.SZ	圣阳股份	CNY	315	20	28	103.0	77.3

*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；收盘价为 2020/8/31 日价格*

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

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

CICC
中金公司