天能动力

传统业务量利齐升，锂电业务增长亮眼，业绩超出我们预期

业绩回顾

公司 2020 年业绩超出我们预期

公司 2020 年收入 535.3 亿元、同增 32%，归母净利润 24.8 亿元，同增 47%；对应 2H20 收入 308.9 亿元、同增/环增 51%/37%，归母净利润 16.4 亿元、同增/环增 40%/96%；受益钎价下行毛利提升以及锂电业务高增，公司业绩超出我们预期。

发展趋势

公司全面布局二轮车领域，传统铅酸电池稳健，锂电池高增长：

传统铅酸业务整体增长稳健、结构高增，铅价单边下行带动量利双升。公司 2020 年铅酸电池业务实现营收 283.4 亿元、同比微增 0.4%，分业务看，电动自行车及三轮车/微型电动车微降/微增 0.5%/0.6%至 255.6/20.7 亿元，特殊用途电池(启停/储能等用途)实现 7.1 亿元、同增 47.9%；全年铅酸电池销量达 8397.2 万 kWh、同增 16.3%，主要受益于：1）2020 年疫情影响部分个人出行方式切换为二轮电动车以及对外卖需求增加，驱动二轮电动车销量逆势增长；2）2020 年下半年国内汽车行业强势复苏、储能市场兴起，催化对启停/储能备用电池需求；但同时，2020 年钎价持续单边下行、推动铅酸电池价格下降，由此，铅酸电池营收增速不及销量增速；但公司通过阶段控价获得更好的毛利表现，推动铅酸电池毛利率提升 1.69ppt 至 17.08%。

受益二轮车锂电渗透加速，公司锂电业务表现亮眼。公司 2020 年锂电收入 10.6 亿元、同增 69%，子公司天能股份锂电销量 1.69GWh，同增 120.60%，主要受益于二轮车锂电渗透率增加，GGII 预测 2020 年锂电两轮车产量达到 1025 万辆，渗透率提升至 27%。我们认为，疫情后铅酸销量增速放缓，二轮车市场保有量见顶、替换成为主逻辑，短期内铅酸二轮车电池年需求量维持 2-3%增长；中长期锂电渗透率受益于供给端成本下降、需求端共享电动车与出口增量，锂电渗透趋势显著、有望成为增长新动力。

经营效率持续提升，加强渠道品牌管控。公司 2020 年存货周转速度提升、应收账款周转天数下降，期间费用率下降 0.84ppt 至 3.63%。公司 2020 年在全国已布局 3000 多个经销商，并持续推进渠道云端化，提高经销商管理能力，加强公司品牌管理。我们认为，公司经营效率提升和品牌管控加强，有助于长期维持行业领先地位、并持续推进新兴二轮车锂电细分市场份额提升。

盈利预测与估值

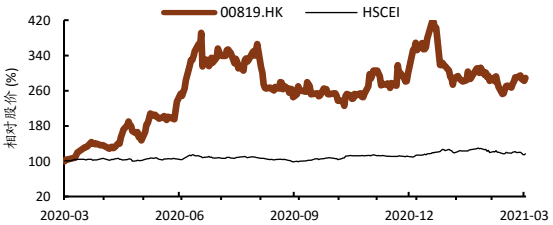
我们看好公司盈利稳中有进，上调 2021 年盈利预测 8%至 26.31 亿元,并引入 2022 年盈利预测 28.64 亿元；由于行业估值中枢回落，我们维持 20 港元目标价，当前股价/目标价对应 2021/2022 年 5.6X/5.2X P/E 和 7.2X/6.6X P/E，有 30.2%上行空间，维持跑赢行业评级。

风险

铅价快速上行，二轮车产量不及预期，二轮车市场锂电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 15.36
目标价	港币 20.00
52 周最高价/最低价	港币 22.55~4.93
总市值(亿)	港币 173
30 日日均成交额(百万)	港币 79.13
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)	5.37
主营行业	工业



(人民币 百万)	2019A	2020A	2021E	2022E
营业收入	40,614	53,525	64,499	70,229
增速	17.5%	31.8%	20.5%	8.9%
归属母公司净利润	1,682	2,477	2,631	2,864
增速	34.3%	47.3%	6.2%	8.9%
扣非后净利润	1,682	2,477	2,631	2,864
增速	34.3%	47.3%	6.2%	8.9%
每股净利润	1.49	2.20	2.34	2.54
每股净资产	5.92	7.77	9.77	11.61
每股股利	0.36	0.34	0.70	0.76
每股经营现金流	1.54	1.87	2.93	3.04
市盈率	9.2	5.9	5.6	5.2
市净率	2.3	1.7	1.4	1.1
EV/EBITDA	4.9	3.4	2.7	2.0
股息收益率	2.6%	2.6%	5.3%	5.8%
平均总资产收益率	9.4%	11.7%	10.7%	10.6%
平均净资产收益率	27.6%	32.1%	26.6%	23.8%

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

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）	2019A	2020A	2021E	2022E
利润表				
营业收入	40,614	53,525	64,499	70,229
营业成本	-35,926	-48,033	-57,561	-62,504
营业费用	-897	-938	-1,290	-1,405
管理费用	-663	-791	-935	-1,053
其他	-16	-26	-41	-41
营业利润	2,381	3,163	3,438	3,726
财务费用	-255	-212	-112	-105
其他利润	0	-1	-1	-1
利润总额	2,126	2,950	3,325	3,620
所得税	-400	-445	-665	-724
少数股东损益	-44	-28	-29	-32
归属母公司净利润	1,682	2,477	2,631	2,864
EBITDA	2,862	3,633	4,041	4,391
扣非后净利润	1,682	2,477	2,631	2,864
资产负债表				
货币资金	4,154	4,456	6,331	8,332
应收账款及票据	1,514	2,349	2,328	2,534
存货	3,740	4,486	4,929	5,352
其他流动资产	3,357	4,383	4,563	4,095
流动资产合计	12,765	15,674	18,150	20,313
固定资产及在建工程	4,783	5,455	5,776	6,036
无形资产及其他长期资产	1,582	2,071	1,898	1,972
非流动资产合计	6,365	7,526	7,673	8,008
资产合计	19,130	23,200	25,823	28,321
短期借款	1,659	919	859	802
应付账款	4,666	5,599	6,151	6,679
其他流动负债	4,747	5,914	5,876	5,907
流动负债合计	11,072	12,432	12,885	13,388
长期借款	253	719	667	619
其他非流动负债	519	590	590	590
非流动负债合计	771	1,309	1,257	1,209
负债合计	11,844	13,741	14,142	14,597
股本	110	110	110	110
未分配利润	6,555	8,636	10,888	12,963
归母所有者权益	6,665	8,746	10,998	13,073
少数股东权益	622	713	684	652
负债及股东权益合计	19,130	23,200	25,823	28,321
现金流量表				
税前利润	1,682	2,477	2,631	2,864
折旧和摊销	481	470	603	665
营运资本变动	-134	-683	95	-71
其他	-290	-163	-29	-32
经营活动现金流	1,739	2,102	3,299	3,426
资本开支	-1,803	-1,405	-1,000	-1,000
其他	920	306	0	0
投资活动现金流	-884	-1,099	-1,000	-1,000
股权融资	0	0	0	0
银行借款	-350	-189	-112	-105
其他	-185	-512	-312	-320
筹资活动现金流	-534	-701	-425	-425
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0
现金净增加额	320	302	1,874	2,001

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	17.5%	31.8%	20.5%	8.9%
营业利润	33.8%	32.8%	8.7%	8.4%
EBITDA	32.1%	26.9%	11.2%	8.7%
净利润	34.3%	47.3%	6.2%	8.9%
扣非后净利润	34.3%	47.3%	6.2%	8.9%
盈利能力				
毛利率	11.5%	10.3%	10.8%	11.0%
营业利润率	5.9%	5.9%	5.3%	5.3%
EBITDA 利润率	7.0%	6.8%	6.3%	6.3%
净利润率	4.1%	4.6%	4.1%	4.1%
扣非后净利率	4.1%	4.6%	4.1%	4.1%
偿债能力				
流动比率	1.15	1.26	1.41	1.52
速动比率	0.82	0.90	1.03	1.12
现金比率	0.38	0.36	0.49	0.62
资产负债率	61.9%	59.2%	54.8%	51.5%
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	9.4%	11.7%	10.7%	10.6%
净资产收益率	27.6%	32.1%	26.6%	23.8%
每股指标				
每股净利润（元）	1.49	2.20	2.34	2.54
每股净资产（元）	5.92	7.77	9.77	11.61
每股股利（元）	0.36	0.34	0.70	0.76
每股经营现金流（元）	1.54	1.87	2.93	3.04
估值分析				
市盈率	9.2	5.9	5.6	5.2
市净率	2.3	1.7	1.4	1.1
EV/EBITDA	4.9	3.4	2.7	2.0
股息收益率	2.6%	2.6%	5.3%	5.8%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

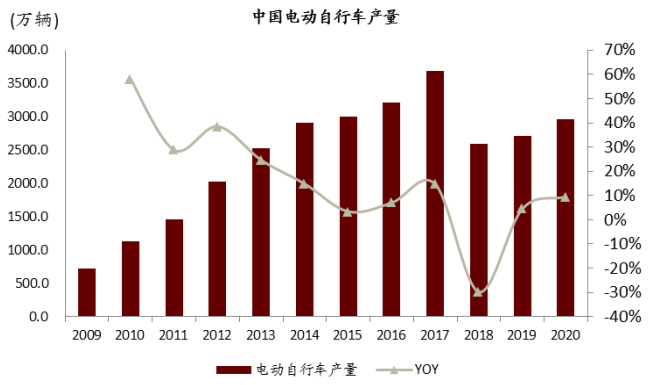
天能动力是中国最大的电动车动力电池供货商之一，以自有品牌「天能(TIANNENG)」研发、生产、销售电动车用动力电池、风能太阳能储能电池，以及发展旧电池回收再生业务。公司 2019 年 11 月同法国道达尔集团旗下帅福得（SAFT）签署协议，成立合资企业天能帅福得，加快锂电布局。公司是 2019 年中国民营企业 500 强的第 30 位。

图表 1：公司年度业绩一览

（人民币百万元）	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2020A	2020A YoY	vs CICC estimate	2021E	2021E YoY
收入	21,481	26,904	34,552	40,614	46,211	53,525	31.8%	15.8%	64,499	20.5%
毛利	2,975	3,507	4,086	4,688	5,735	5,492	17.2%	-4.2%	6,938	26.3%
营业利润	1,283	1,556	1,780	2,381	2,780	3,163	32.8%	13.8%	3,438	8.7%
净利润	859	1,178	1,252	1,682	2,111	2,477	47.3%	17.3%	2,631	6.2%
毛利率	13.8%	13.0%	11.8%	11.5%	12.4%	10.3%	-1.3ppt	-2.1ppt	10.8%	0.5ppt
营业利润率	6.0%	5.8%	5.2%	5.9%	6.0%	5.9%	0ppt	-0.1ppt	5.3%	-0.6ppt
净利润率	4.0%	4.4%	3.6%	4.1%	4.6%	4.6%	0.5ppt	0.1ppt	4.1%	-0.5ppt

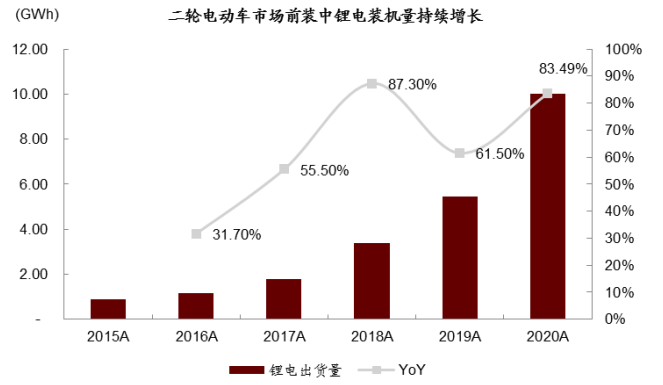
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2：中国电动自行车产量



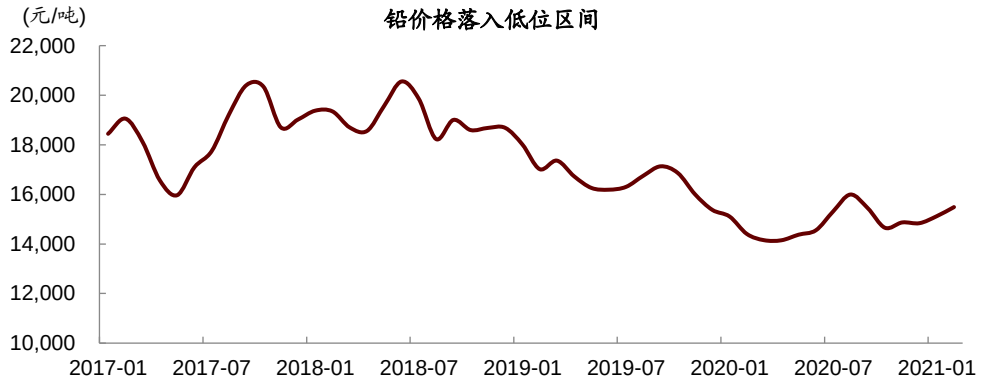
资料来源：Wind，国家统计局，工信部，中金公司研究部

图表 3：中国电动两轮车锂电装机量高速增长



资料来源：GGII，中金公司研究部

图表 4：钎价在 2020 年仍呈现单边下行



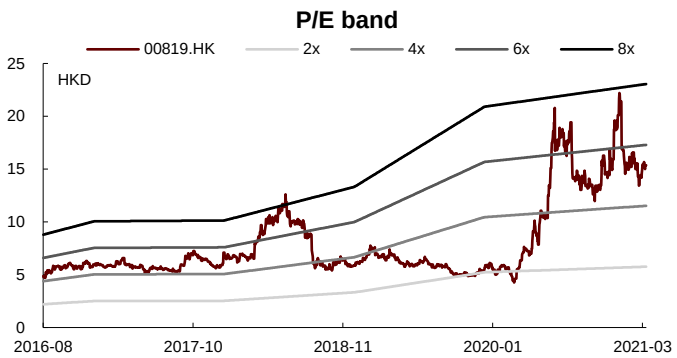
资料来源：长江有色，Wind，中金公司研究部

图表 5：盈利预测修正

利润表（百万元）	2021E 调整前	2021E 调整后	2021E 变化	2022E 预期
营业收入	**53,108**	**64,499**	**21%**	**70,229**
营业成本	-46,957	-57,561	23%	-62,504
毛利	6,151	6,938	13%	7,725
营业利润	3,184	3,438	8%	3,726
归母净利润	**2,426**	**2,631**	**8%**	**2,864**

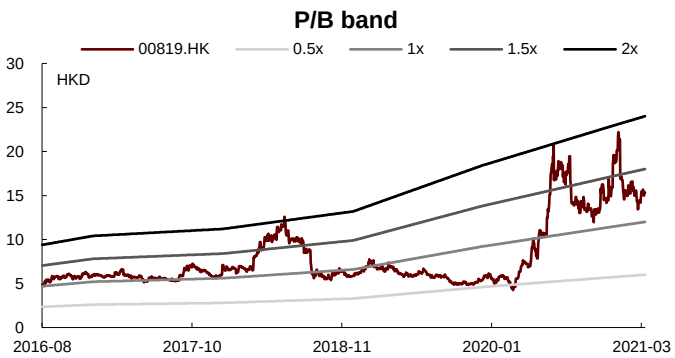
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 6：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 7：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 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） 2021E	2022E	市盈率 2021E	2022E
601311.SH	骆驼股份*	CNY	1,842	681	759	17.7	15.9
300068.SZ	南都电源	CNY	1,474	574	731	17.0	13.2
00819.HK	天能动力*	CNY	2,226	2,631	2,864	5.6	5.2

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
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
编辑：赵静

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