1H21 业绩受原材料成本上行影响

华泰研究 中报点评
2021 年 8 月 30 日 | 中国香港 汽车/汽车

研究员 林志轩
SAC No. S0570519060005 zhixuan.lin@htsc.com
SFC No. AVU633 +86-21-28972090

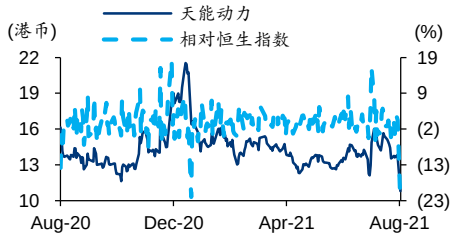
研究员 邢重阳
SAC No. S0570520070003 xingchongyang@htsc.com
SFC No. BNN388 +86-21-38476205

投资评级(维持)： 买入
目标价(港币)： 17.15

基本数据

目标价 (港币)	17.15
收盘价 (港币 截至 8 月 30 日)	10.78
市值 (港币百万)	12,140
6 个月平均日成交額 (港币百万)	83.54
52 周价格范围 (港币)	10.68-22.55
BVPS (人民币)	10.99

股价走势图



资料来源：S&P

1H21 净利润同比下滑 21%

天能动力（天能）于 8 月 27 日发布 1H21 业绩：总销售收入同比增长 60%至人民币 363 亿元，净利润同比下降 21%至人民币 6.61 亿元。净利润下降主要是由于 1H21 原材料成本增加。我们认为业绩较为疲软。我们预计公司 2021/2022/2023 年摊薄后 EPS 分别为人民币 1.91/2.33/2.77 元，并基于 7.5 倍 2021 年预测 PE 得出我们的目标价 17.15 港币。我们的目标倍数低于彭博一致预期下的同业均值 9.1 倍 2021 年预测 PE，主因原材料成本波动和天能毛利率较低。维持“买入”评级。

1H21 毛利率大幅下行，受原材料成本上涨拖累

天能有两大业务板块：电池制造和电池原材料贸易。1H21，电池制造销售收入同比增长 24%至人民币 161 亿元，毛利率为 11.6%，比 1H20 的 16.3%低 4.66 个百分点，主因原材料成本上升。电池原材料贸易业务的销售收入同比增长 109%至人民币 202 亿元；不过，该业务的毛利率较低（1H20：0%；1H21：0.3%）。因此，公司 1H21 综合毛利率从 1H20 的 9.3%大幅下降至 5.3%。

经营费用控制得当

尽管毛利率下降，天能 1H21 费用控制良好。总经营费用（销售费用、管理费用和研发费用）同比增长 16%至人民币 14.67 亿元，占总销售收入的 4.0%，而 1H20 为 5.6%。总体而言，我们认为天能有效的费用控制部分抵消了 1H21 毛利率的下降。

受益于电动两轮车需求提升

天能是中国最大的电动两轮车铅酸电池制造商。2020 年，中国电动两轮车总产量同比增长 27%至 4,830 万辆，1H21 产量继续保持正增长。总体而言，我们认为天能应受益于电动两轮车产量的上升以及铅酸电池的更换需求。

考虑成本上涨，下调盈利预测；维持“买入”

考虑到原材料成本上升和由此导致的利润率收缩，我们将 2021/2022/2023 年净利润预测分别下调 20/12/6%至人民币 22 亿/27 亿/32 亿元。基于 7.5 倍 2021 年预测 PE，我们将目标价下调至 17.15 港币（前值：20.00 港币，基于 7 倍 2021 年预测 PE）。我们的目标倍数低于彭博一致预期下的同业均值 9.1 倍 2021 年预测 PE（前值：11.3 倍），主因原材料成本波动和天能毛利率较低。

风险提示：1）电动自行车需求弱于我们预期；2）铅酸电池向锂电池的重大转变。

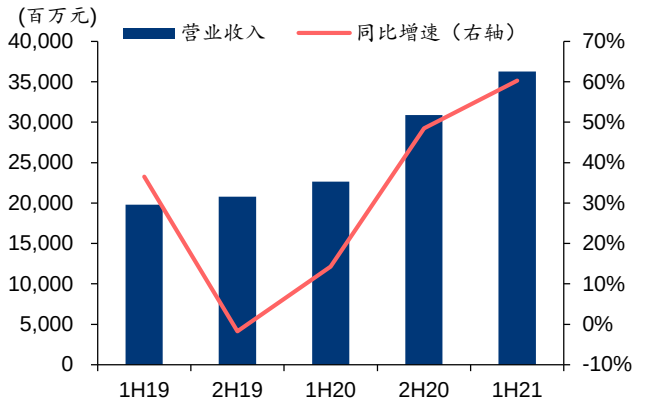
经营预测指标与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (人民币百万)	40,614	53,525	78,057	85,541	93,049
+/-%	16.87	31.79	45.83	9.59	8.78
归属母公司净利润 (人民币百万)	1,682	2,476	2,198	2,690	3,191
+/-%	33.78	47.25	(11.22)	22.36	18.64
EPS (人民币，最新摊薄)	1.47	2.15	1.91	2.33	2.77
ROE (%)	25.23	28.31	20.49	20.36	19.77
PE (倍)	6.00	4.07	4.58	3.75	3.16
PB (倍)	1.51	1.15	0.94	0.76	0.62
EV EBITDA (倍)	4.07	3.45	3.03	2.09	1.28

资料来源：公司公告、华泰研究预测

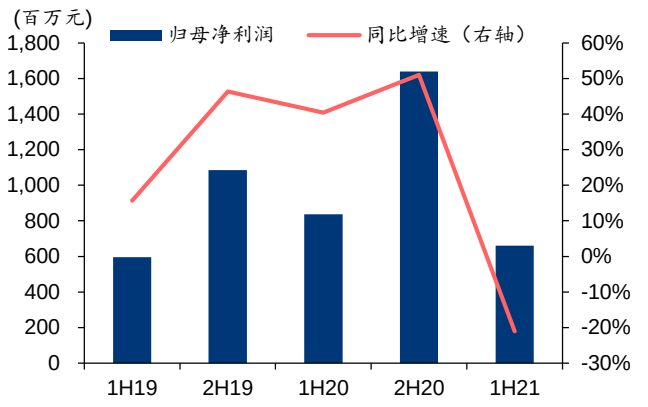
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台
点击进入 http://www.hibor.com.cn

图表1：天能：销售收入及增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：天能：盈利及增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：天能：主要假设及预测变动

百万元	2021E-调整前	2021E-调整后	变化 (%/pct)	2022E-调整前	2022E-调整后	变化 (%/pct)	2023E-调整前	2023E-调整后	变化 (%/pct)
营业收入	57,358	78,057	36.1	60,869	85,541	40.5	64,064	93,049	45.2
毛利润	6,417	5,520	(14.0)	7,010	6,455	(7.9)	7545	7,403	(1.9)
毛利率 (%)	11.2	7.1	(4.1)	11.5	7.5	(4.0)	12	8.0	(3.8)
归母净利润	**2,744**	**2,198**	**(19.9)**	**3,071**	**2,690**	**(12.4)**	**3,378**	**3,191**	**(5.5)**
净利率 (%)	4.8	2.8	(2.0)	5.0	3.1	(1.9)	5	3.4	(1.8)
EPS (元，摊薄后)	**2.38**	**1.91**	**(19.9)**	**2.66**	**2.33**	**(12.4)**	**2.93**	**2.77**	**(5.5)**

资料来源：华泰研究预测

图表4：天能：同业估值比较

				PE (x)	
公司名称	**股票代码**	**收盘价（港币）**	**市值（十亿港币）**	**2021E**	**2022E**
德昌电机	179 HK	17.66	16.0	8.0	7.0
耐世特	1316 HK	8.70	21.8	13.3	9.3
信邦控股	1571 HK	3.38	3.4	6.1	4.3
平均			**13.7**	**9.1**	**6.9**

注：数据截至 2021 年 8 月 30 日收盘；PE 基于彭博一致预期

资料来源：Bloomberg，华泰研究

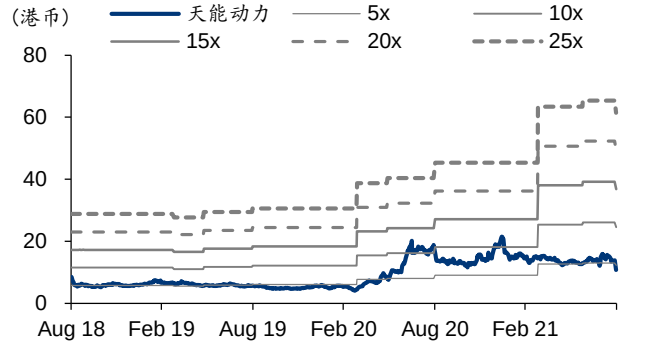
估值方法和风险提示

我们将目标价下调至 17.15 港币，基于 7.5 倍 2021 年预测 PE（前值：20.00 港币，基于 7 倍 2021 年预测 PE）。我们的目标倍数低于彭博一致预期下的同业均值 9.1 倍 2021 年预测 PE（前值 11.3 倍），主因原材料成本波动和公司毛利率下滑。

风险提示：1）电动自行车需求低于我们预期；2）从铅酸电池到锂电池的重大转变。

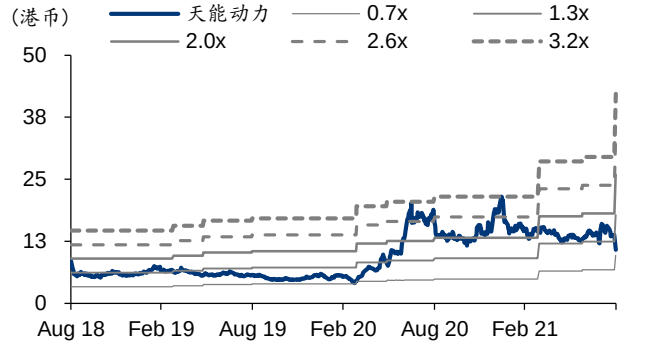
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台
点击进入 http://www.hibor.com.cn

图表5： 天能动力 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表6： 天能动力 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台
点击进入 http://www.hibor.com.cn

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	40,614	53,525	78,057	85,541	93,049
销售成本	(35,926)	(48,033)	(72,537)	(79,087)	(85,646)
毛利润	4,688	5,492	5,520	6,455	7,403
销售及分销成本	(896.68)	(937.66)	(858.62)	(940.95)	(1,024)
管理费用	(1,817)	(2,062)	(2,186)	(2,395)	(2,605)
其他收入/支出	406.83	669.06	702.20	735.89	771.12
财务成本净额	(255.04)	(212.13)	(228.27)	(244.82)	(262.71)
应占联营公司利润及亏损	(0.25)	(0.78)	0.15	0.15	0.15
税前利润	2,126	2,949	2,950	3,610	4,283
税费开支	(400.09)	(445.15)	(560.48)	(685.84)	(813.67)
少数股东损益	(44.12)	(27.65)	(191.15)	(233.91)	(277.50)
净利润	1,682	2,476	2,198	2,690	3,191
折旧和摊销	(481.14)	(529.24)	(545.50)	(590.22)	(630.22)
EBITDA	2,862	3,691	3,724	4,445	5,175
EPS (人民币，基本)	1.49	2.20	1.95	2.39	2.83

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
存货	3,740	4,486	6,558	7,150	7,743
应收账款和票据	1,514	2,349	3,422	3,750	4,079
现金及现金等价物	4,154	4,456	5,960	8,198	11,122
其他流动资产	3,357	4,383	4,383	4,383	4,383
总流动资产	12,765	15,674	20,323	23,481	27,328
固定资产	4,783	5,455	5,902	6,302	6,673
无形资产	593.72	793.96	793.96	793.96	793.96
其他长期资产	988.20	1,277	1,572	1,762	1,762
总长期资产	6,365	7,526	8,269	8,858	9,229
总资产	19,130	23,200	28,592	32,340	36,557
应付账款	6,746	7,356	10,693	11,718	12,746
短期借款	1,260	919.12	965.08	1,013	1,064
其他负债	3,066	4,157	4,061	4,094	4,128
总流动负债	11,072	12,432	15,719	16,825	17,938
长期债务	252.75	718.92	790.81	869.89	956.88
其他长期债务	518.75	589.94	566.27	566.27	566.27
总长期负债	771.49	1,309	1,357	1,436	1,523
股本	109.91	109.85	109.85	109.85	109.85
储备/其他项目	6,555	8,636	10,621	13,106	16,036
股东权益	6,665	8,746	10,731	13,216	16,146
少数股东权益	621.91	713.13	784.44	862.89	949.17
总权益	7,287	9,459	11,516	14,078	17,095

估值指标

会计年度 (倍)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	6.00	4.07	4.58	3.75	3.16
PB	1.51	1.15	0.94	0.76	0.62
EV EBITDA	4.07	3.45	3.03	2.09	1.28
股息率 (%)	3.09	3.10	3.33	3.62	4.43
自有现金流收益率 (%)	7.91	9.77	19.94	25.99	31.22

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EBITDA	2,862	3,691	3,724	4,445	5,175
融资成本	(255.04)	(212.13)	(228.27)	(244.82)	(262.71)
营运资本变动	(259.11)	(971.14)	192.12	105.00	106.30
税费	(400.09)	(445.15)	(560.48)	(685.84)	(813.67)
其他	(209.46)	39.32	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	1,739	2,102	3,127	3,619	4,205
CAPEX	(942.00)	(1,118)	(1,118)	(1,000)	(1,060)
其他投资活动	58.32	(400.33)	(180.00)	(180.00)	58.78
投资活动现金流	(883.68)	(1,518)	(1,298)	(1,180)	(1,001)
负债增加量	(790.53)	(273.97)	117.85	127.33	137.66
权益增加量	0.00	(0.06)	0.00	0.00	0.00
派发股息	(375.16)	(376.25)	(404.26)	(439.66)	(537.99)
其他融资活动现金流	631.29	368.72	(38.71)	111.12	120.59
融资活动现金流	(534.40)	(281.56)	(325.13)	(201.21)	(279.74)
现金变动	320.44	302.11	1,504	2,238	2,924
年初现金	3,834	4,154	4,456	5,960	8,198
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	4,154	4,456	5,960	8,198	11,122

业绩指标

会计年度 (倍)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长率 (%)					
营业收入	16.87	31.79	45.83	9.59	8.78
毛利润	14.74	17.16	0.51	16.93	14.69
营业利润	33.57	32.79	0.52	21.28	17.92
净利润	33.78	47.25	(11.22)	22.36	18.64
EPS	33.76	47.30	(11.20)	22.36	18.64
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	11.54	10.26	7.07	7.55	7.96
EBITDA	7.05	6.90	4.77	5.20	5.56
净利润率	4.14	4.63	2.82	3.14	3.43
ROE	25.23	28.31	20.49	20.36	19.77
ROA	12.45	13.63	11.12	11.92	12.43
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(39.63)	(32.22)	(39.18)	(47.78)	(56.37)
流动比率	1.15	1.26	1.29	1.40	1.52
速动比率	0.82	0.90	0.88	0.97	1.09
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	2.27	2.53	3.01	2.81	2.70
应收账款周转天数	12.25	12.99	13.31	15.09	15.14
应付账款周转天数	64.52	52.85	44.79	51.01	51.42
存货周转天数	34.42	30.83	27.41	31.20	31.30
现金转换周期	(17.85)	(9.03)	(4.07)	(4.72)	(4.97)
每股指标 (人民币)					
EPS	1.49	2.20	1.95	2.39	2.83
每股净资产	5.92	7.76	9.53	11.74	14.34

资料来源：公司公告、华泰研究预测

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台
点击进入 http://www.hibor.com.cn

免责声明

分析师声明

本人，林志轩、邢重阳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；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。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。 。本公司不因接收人收到
本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 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。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。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，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台
点击进入 http://www.hibor.com.cn

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

更多信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，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。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林志轩、邢重阳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券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）华泰证券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）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（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。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
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

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台
点击进入 http://www.hibor.com.cn

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司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：91320000704041011J

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）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 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
http://www.htsc-us.com

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台
点击进入 http://www.hibor.com.cn