2022 年 04 月 30 日
证券研究报告•2022 年一季报点评
天能股份（688819）电力设备

买入（维持）
当前价：25.39 元
目标价：41.83 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

一季度业绩恢复，锂电业务开始发力

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年一季报，实现营业收入 85.18 亿元，同比增长 17.34%；实现归母净利润 4.38 亿元，同比增长 6.35%；实现扣非归母净利润 3.35 亿元，同比增长 9.92%，环比增长 27%，略超预期。
- **铅蓄电池毛利率恢复正常水平，有望受益疫情影响进一步提升盈利能力。**去年由于硫酸、锡、ABS 等辅材价格大幅上涨，导致铅蓄电池毛利率显著低于历史同期水平。目前已经将顺价格传导机制，并且通过集中采购增加了辅材的成本管控，一季度毛利率已经明显改善。**预计 2022 年全年业务毛利率将修复至历史平均水平。疫情反复增加下游两轮车需求，今年有望进一步提升盈利能力。**
- **锂电业务战略明确，投资扩产加快。**21 年公司锂电池销售 1.61GWh，随着公司明确了锂电板块的战略方向，公司加速扩张锂电产能，投资约 40 亿元建设锂电产能 10GWh/年，同时，拟投资约 52 亿元建设年产 15GWh 储能及动力电池项目。目前，公司正积极扩大锂电池产能，**至 2025 年达到 30GWh，复合增速超过 100%。未来随着公司产能的逐步释放，锂电业务的增长有望快速提升。**
- **氢燃料电池：积极布局，实现产业化落地。**公司燃料电池产品已量产出货，实现收入，标志这产业化进程的深化、稳步推进。公司在成立了氢燃料电池相关公司的基础上，积极开展产学研合作，先后获得专利 23 项。在产业化落地方面，公司与南京金龙、徐工集团、吉利汽车等厂商签订战略合作协议。其中合作生产的开沃客车及远程牌客车已上榜工信部产品目录，标志着公司氢燃料电池已成功实现商业化落地。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 2.09 元、3.03 元、4.34 元，未来三年归母净利润将保持 46%的复合增长率。公司 2022 年传统业务盈利能力回暖，安全垫稳固，锂电业务随产能投放量利齐升，有望扭亏，业绩出现较大转折，维持目标价 41.83 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动的风险、产能建设不急预期的风险、新产品技术替代的风险、上下游合作发生重大变化的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	38716.17	43308.33	48991.77	55280.52
增长率	10.30%	11.86%	13.12%	12.84%
归属母公司净利润（百万元）	1369.37	2033.05	2944.76	4221.45
增长率	-39.94%	48.47%	44.84%	43.35%
每股收益 EPS（元）	1.41	2.09	3.03	4.34
净资产收益率 ROE	10.40%	13.70%	16.99%	20.21%
PE	18	12	8	6
PB	2.01	1.76	1.49	1.22

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：韩晨
执业证号：S1250520100002
电话：021-58351923
邮箱：hch@swsc.com.cn

相对指数表现

数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	9.72
流通 A 股(亿股)	1.29
52 周内股价区间(元)	22.99-64.53
总市值(亿元)	246.82
总资产(亿元)	266.77
每股净资产(元)	12.62

相关研究

1. 天能股份（688819）：多业务布局，攻守兼具，静待花开（2022-04-01）
2. 天能股份（688819）：原材料涨价成本承压，静待业绩改善（2021-11-01）
3. 天能股份（688819）：扩产布局多赛道，盈利能力持续改善（2021-09-02）

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	38716.17	43308.33	48991.77	55280.52
营业成本	32685.34	35760.48	39711.22	43873.68
营业税金及附加	1449.84	1555.07	1790.24	2016.70
销售费用	1105.82	1169.32	1273.79	1382.01
管理费用	2019.40	2511.88	2792.53	3095.71
财务费用	41.22	130.34	193.68	203.65
资产减值损失	-12.89	-20.00	-20.00	-20.00
投资收益	95.30	100.00	100.00	100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1551.72	2301.23	3350.31	4828.76
其他非经营损益	27.19	20.00	20.00	20.00
利润总额	1578.91	2321.23	3370.31	4848.76
所得税	254.05	348.18	505.55	727.31
净利润	1324.86	1973.05	2864.76	4121.45
少数股东损益	-44.51	-60.00	-80.00	-100.00
归属母公司股东净利润	1369.37	2033.05	2944.76	4221.45

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1324.86	1973.05	2864.76	4121.45
折旧与摊销	549.03	583.17	583.17	583.17
财务费用	41.22	130.34	193.68	203.65
资产减值损失	-12.89	-20.00	-20.00	-20.00
经营营运资本变动	1609.91	-1880.71	658.48	80.99
其他	-60.38	-80.00	-80.00	-80.00
经营活动现金流净额	3451.76	705.84	4200.10	4889.26
资本支出	-953.83	-500.00	-500.00	-500.00
其他	-1973.51	100.00	100.00	100.00
投资活动现金流净额	-2927.34	-400.00	-400.00	-400.00
短期借款	1007.12	2969.65	1000.00	0.00
长期借款	-305.54	0.00	0.00	0.00
股权融资	4742.55	0.00	0.00	0.00
支付股利	-583.26	-273.87	-406.61	-588.95
其他	-1788.96	-454.70	-193.68	-203.65
筹资活动现金流净额	3071.92	2241.07	399.71	-792.60
现金流量净额	3597.88	2546.92	4199.81	3696.65

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	10273.48	12820.40	17020.21	20716.86
应收和预付款项	2837.18	3491.17	3829.96	4364.38
存货	3709.08	4428.31	4780.48	5332.04
其他流动资产	2136.99	1922.57	1981.83	2047.41
长期股权投资	15.18	15.18	15.18	15.18
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	5356.71	5377.98	5399.26	5420.53
无形资产和开发支出	958.63	854.79	750.95	647.12
其他非流动资产	1389.83	1389.23	1388.62	1388.02
资产总计	26677.08	30299.64	35166.49	39931.53
短期借款	1030.35	4000.00	5000.00	5000.00
应付和预收款项	7582.59	7721.91	8848.15	9783.10
长期借款	319.06	319.06	319.06	319.06
其他负债	5005.98	3857.49	4139.95	4437.54
负债合计	13937.98	15898.46	18307.16	19539.70
股本	972.10	972.10	972.10	972.10
资本公积	5753.49	5753.49	5753.49	5753.49
留存收益	5509.29	7268.47	9806.62	13439.12
归属母公司股东权益	12271.99	13994.06	16532.22	20164.71
少数股东权益	467.11	407.11	327.11	227.11
股东权益合计	12739.10	14401.18	16859.33	20391.83
负债和股东权益合计	26677.08	30299.64	35166.49	39931.53

财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
销售收入增长率	10.30%	11.86%	13.12%	12.84%
营业利润增长率	-42.79%	48.30%	45.59%	44.13%
净利润增长率	-42.87%	48.93%	45.19%	43.87%
EBITDA 增长率	-34.83%	40.75%	36.90%	36.06%
获利能力				
毛利率	15.58%	17.43%	18.94%	20.63%
三费率	9.67%	8.80%	8.70%	8.47%
净利率	3.42%	4.56%	5.85%	7.46%
ROE	10.40%	13.70%	16.99%	20.21%
ROA	4.97%	6.51%	8.15%	10.32%
ROIC	25.54%	33.16%	41.41%	57.64%
EBITDA/销售收入	5.53%	6.96%	8.42%	10.16%
营运能力				
总资产周转率	1.67	1.52	1.50	1.47
固定资产周转率	8.64	9.83	12.47	16.03
应收账款周转率	36.41	37.47	38.20	37.75
存货周转率	8.43	8.79	8.62	8.68
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.33%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	52.25%	52.47%	52.06%	48.93%
带息债务/总负债	9.68%	27.17%	29.05%	27.22%
流动比率	1.54	1.59	1.65	1.81
速动比率	1.24	1.28	1.37	1.51
股利支付率	42.59%	13.47%	13.81%	13.95%
每股指标				
每股收益	1.41	2.09	3.03	4.34
每股净资产	12.62	14.40	17.01	20.74
每股经营现金	3.55	0.73	4.32	5.03
每股股利	0.60	0.28	0.42	0.61

业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
EBITDA	2141.97	3014.74	4127.16	5615.58
PE	18.02	12.14	8.38	5.85
PB	2.01	1.76	1.49	1.22
PS	0.64	0.57	0.50	0.45
EV/EBITDA	6.16	4.42	2.45	1.14
股息率	2.36%	1.11%	1.65%	2.39%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf @swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龑	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn