

股权整合完成，圆柱锂电再起航

——澳洋顺昌 (002245.SZ)



核心观点

❖ 锂电股权整合完成，全资控股天鹏电源

2016年公司过外延式并购，获得江苏绿伟47.06%股权，正式进军锂电行业，并于2019年2月现金出资11.65亿元收购剩下的52.94%股权，实现对江苏绿伟的全资控股，间接控制天鹏电源。公司业务多元化发展，更能抵御外部风险，同时符合高端制造的国家战略。

❖ 轻型动力、电动工具市场齐发力，圆柱电池迎春天

随着低速车国标正式执行和电动工具的无绳化推进，锂电池应用领域持续扩大，圆柱电池迎来巨大增量市场，其中电动工具的市场增速在20%-30%，而低速车的铅酸替代市场接近50Gwh/年，渗透率已经开始快速提升。另一方面，公司在逐步具备规模、成本优势以后，高性能电芯有望对日韩系把控的现有市场形成冲击。

❖ 完善“衬底+外延片+芯片”布局，深耕白光领域，不惧LED寒冬

随着2018年LED行业的产能加速释放，供需比达到约1.2，产品降价趋势明显，行业进入洗牌期，整体利润率大幅受损。公司产能处于行业第一梯队，牢牢把控核心的外延片和芯片环节，并向上游衬底拓展。公司深耕白光照明领域，在既有市场进行技术、产品和客户升级，已开辟新的数码管、灯丝灯、高阶灯管、高光效面板灯、HV灯珠、COB DBR倒装芯片等高端细分市场。另一方面，公司与下游客户木林森深度合作，子公司淮安光电获其5亿元增资，保障自身产能顺利消化，现金流充沛不惧行业寒冬。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

我们预计2019-2021年公司主营业务收入分别为40.98、45.98、49.65亿元，归属于母公司股东的净利润分别为1.33、2.40、3.24亿元，EPS分别为0.14、0.24、0.33元/股，对应PE分别为27、15、11倍。我们看好公司通过差异化竞争，进一步巩固在电动工具用锂电池领域的优势；同时，我们判断LED行业于明年上半年见底回升，业绩有望回暖。

❖ 风险提示：产品价格大幅下跌；客户订单不达预期；LED景气度进一步下行

盈利预测与估值

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	4297	4098	4598	4965
+/-%	18%	-5%	12%	8%
归属母公司净利润(百万)	226	133	240	324
+/-%	-36%	-41%	80%	35%
EPS(元)	0.23	0.14	0.24	0.33
PE	15.97	26.98	14.99	11.13

资料来源：公司公告、川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	汽车
报告时间	2019/11/13
前收盘价	3.67元
公司评级	增持评级

👤 分析师

黄博

证书编号：S1100519090001
021-68595119
huangbo@cczq.com

👤 联系人

张天楠

证书编号：S1100118060014
021-68595116
zhangtiannan@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号
中海国际中心15楼，
100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦30层，518000

成都 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

一、金属物流配送、LED、锂电三大业务齐头并进	4
1.1 发展沿革：金属物流配送业务起家，先后进军 LED、锂电领域	4
1.2 股权结构变更，进一步完善公司治理结构	5
1.3 营收规模快速增长，研发投入持续加码	6
二、LED 芯片业务跻身行业前列，技术升级期待否极泰来	7
2.1 产能规模高居行业第三，营收规模高速增长	7
2.2 行业产能过剩风险来临，头部效应凸显	8
2.3 公司手握三大优势，无惧行业寒冬	9
三、深耕十六载，打造金属物流配送细分领域领跑者	12
3.1 立足主动配送，营收规模稳定	12
3.2 扎根长三角与珠三角地区，客户资源优势明显	13
四、轻型车市场爆发，锂电替代空间可期	14
4.1 国标正式执行，低速车迎来换电潮	14
4.2 电动工具市场广阔，无绳化趋势明显	17
五、盈利预测与估值评级	19
风险提示	20
盈利预测	21

图表目录

图 1:	澳洋顺昌发展历程.....	4
图 2:	澳洋顺昌控股子公司一览.....	5
图 3:	澳洋顺昌股权结构.....	5
图 4:	营业收入保持快速增长.....	6
图 5:	2018 年归母净利润出现回落.....	6
图 6:	2018 年毛利率与净利率双双回落.....	6
图 7:	2013 年以来管理费用率大幅上升.....	6
图 8:	研发投入持续增长.....	7
图 9:	LED 业务营收规模逐年增长.....	8
图 10:	LED 芯片销量高速增长.....	8
图 11:	LED 芯片价格下滑带动毛利率走低.....	8
图 12:	中国 LED 芯片产值增速明显放缓.....	9
图 13:	国内 MOCVD 保有量持续增长.....	9
图 14:	国内主要企业扩产节奏（折算为：万片/月，2 寸）.....	9
图 15:	公司所处 LED 产业链位置.....	10
图 16:	国内 LED 各环节发展情况.....	10
图 17:	LED 芯片成本结构.....	10
图 18:	公司 LED 芯片产销率保持较高水平.....	11
图 19:	金属物流配送业务原材料的成本占比最高.....	12
图 20:	金属物流配送业务营业收入维持高位.....	13
图 21:	金属物流产品配送量维持高位.....	13
图 22:	金属物流产品单吨毛利保持较高水平.....	13
图 23:	电动自行车保有量及年产量.....	15
图 24:	2011-2020E 全球及中国电动工具产量.....	17
图 25:	2011-2020E 全球及中国电动工具锂电池装机量.....	17
图 26:	电动工具种类一览.....	17
图 27:	2017 年全球电动工具锂电池装机份额.....	18
图 28:	2018 年全球电动工具锂电池装机份额.....	18
图 29:	可比公司估值一览.....	19
表格 1.	政策因素对铅蓄电池的影响.....	15
表格 2.	锂电渗透轻型动力电池市场规模预测（GWH）.....	16

一、金属物流配送、LED、锂电三大业务齐头并进

1.1 发展沿革：金属物流配送业务起家，先后进军LED、锂电领域

公司成立于2002年，于2008年6月在深交所中小板成功上市，是一家横跨金属物流配送、LED芯片、新能源锂电三大领域的企业。公司以金属物流配送业务起家，现已成为国内金属物流配送行业的领导者，业务范围覆盖长三角和珠三角地区，为超过1000家知名企业提供金属材料的仓储、分拣、套裁、包装、配送以及来料加工等完整供应链服务。2011年，公司进军LED领域，开启双主业经营模式。历经七载，淮安澳洋顺昌的LED芯片凭借稳定的性能和高性价比获得市场的高度认可，2017年末公司LED芯片的月产能达到100万片，在国内仅次于三安、华灿，位居业内第三。2016年，公司通过外延式并购，获得江苏绿伟47.06%股权，正式进军锂电行业，并于2019年2月现金出资11.65亿元收购剩下的52.94%股权，实现对江苏绿伟的全资控股。

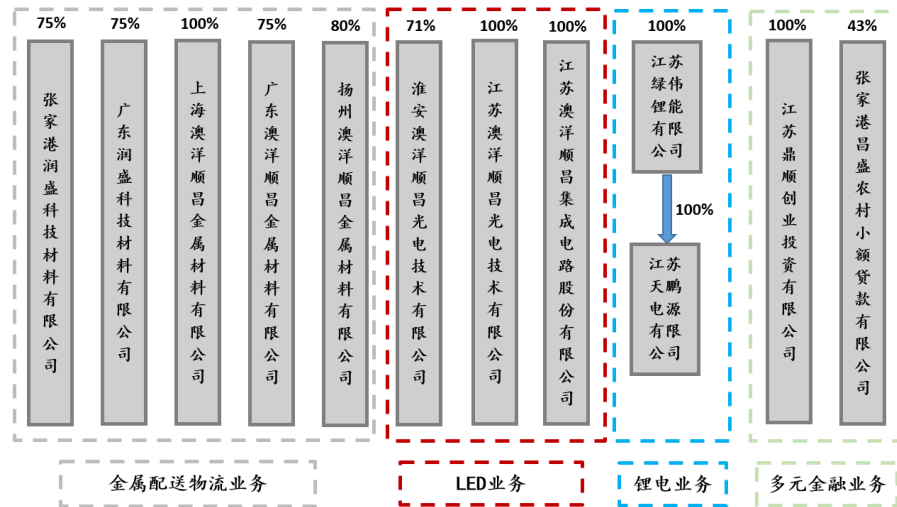
图1：澳洋顺昌发展历程

年份	事件
2002	9月江苏澳洋顺昌股份有限公司注册成立, 同年10月奠基兴建
2006	成立张家港润盛科技材料有限公司; 收购SK钢铁(东莞)有限公司30%股份
2008	在深交所成功上市
2009	成立广东润盛科技材料有限公司, 标志着主业金属配送新一轮的布局开始
2010	成立上海澳洋顺昌金属材料有限公司; 成立澳洋顺昌能源技术(苏州)有限公司
2011	进军LED领域, 成立江苏澳洋顺昌光电技术有限公司, 开启双主业经营模式; 重组并购SK钢铁(东莞)有限公司, 更名为广东澳洋顺昌金属材料有限公司; 成立淮安澳洋顺昌光电技术有限公司
2014	淮安光电产业项目一期30台MOCVD全部投产
2016	收购江苏天鹏电源有限公司, 进入锂电池制造领域 天鹏电源工厂二期顺利投产, 实现产能和制造能级双突破;
2017	江苏澳洋顺昌集成电路股份有限公司启动建设蓝宝石图形化衬底项目, 向上游延伸LED产业链; LED外延级芯片二期全部投产, 公司LED芯片月产能达100万片
2019	出资11.65亿元收购江苏绿伟的剩余股权, 实现对其全资控股

资料来源：公司官网，公司公告，川财证券研究所

目前公司业务横跨金属物流配送、LED、锂电池三大领域，辅以创投、小额贷款等多元金融业务，共拥有十余家控股子公司，遍布于张家港、上海、东莞、淮安、扬州地区。

图 2：澳洋顺昌控股子公司一览

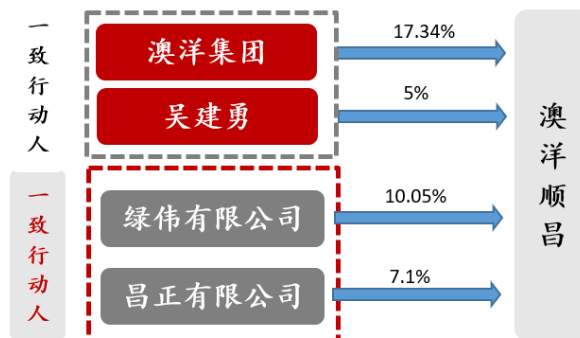


资料来源：公司官网，wind，川财证券研究所

1.2 股权结构变更，进一步完善公司治理结构

今年 2 月，公司大股东澳洋集团将所持有的部分股权（占总股本的 10%）转让给江苏绿伟，转让价格为 4.50 元/股。今年 9 月大股东又转让 5% 股份给自然人吴建勇，但同时与其签订了一致行动协议。转让完成后，公司大股东澳洋集团持有上市公司的股权比例降至 17.34%，一致行动人江苏绿伟、昌正有限责任公司双方合计持有公司股权比例升至 17.15%，现位居公司第二大股东。同时，上市公司以现金出资 11.65 亿元收购江苏绿伟的剩余股权，实现了上市公司股权与控股子公司股权的梳理，有效完善了公司的治理结构、提升企业经营效率。

图 3：澳洋顺昌股权结构



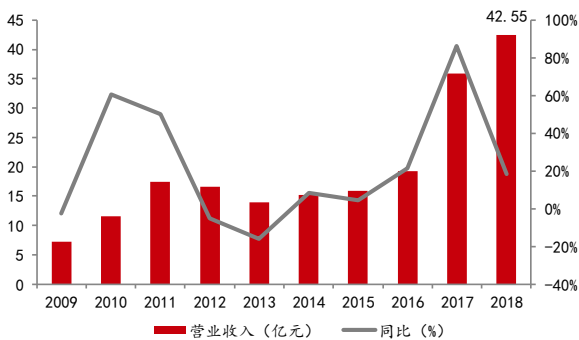
资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1.3 营收规模快速增长，研发投入持续加码

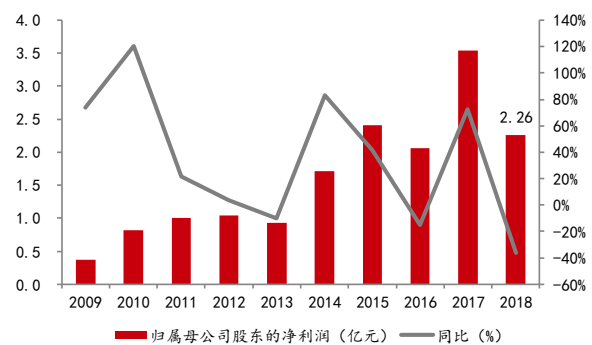
营业收入规模大幅增长，归母净利润出现回落。2018年，公司实现营业收入42.55亿元，同比增长18.58%。受益LED业务放量以及外延并购进入锂电池领域，2014-2018年公司营业收入的复合增长率高达29.41%。公司2018年实现归属母公司股东的净利润2.26亿元，同比下降36.35%，主要原因系LED业务实现的税后净利润较2017年度大幅减少所致。

图 4： 营业收入保持快速增长



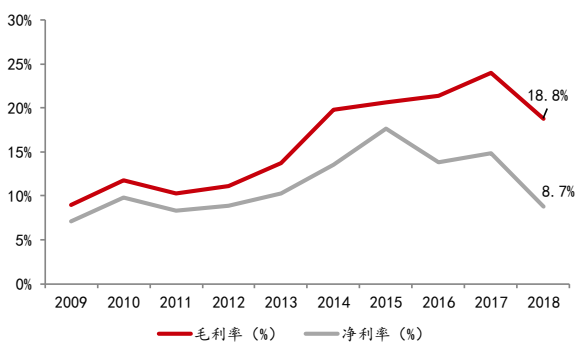
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5： 2018 年归母净利润出现回落



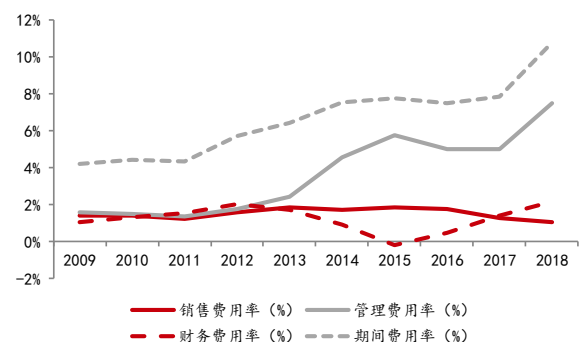
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6： 2018 年毛利率与净利率双双回落



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 7： 2013 年以来管理费用率大幅上升



资料来源：Wind，川财证券研究所

研发投入持续加码，2018年占营业收入比重超过5%。近年来，公司持续加大研发投入，尤其是在LED业务及锂电池业务方面，不断进行新产品及新工艺的研发，逐步打造自己的核心技术并建立专利保护体系。研发人员方面，数量

从2014年的104人增加到2018年542人,在公司员工总数中的占比从8.52%提升至17.40%。在研发费用方面,公司投入持续增加,2018年达到了2.26亿元,同比大增117.47%。同时,研发支出在营业收入中的比重也逐年提升,从2014年的1.57%大幅提升至2018年的5.23%。

图8：研发投入持续增长

	2014	2015	2016	2017	2018
研发人员(人)	104	162	371	419	542
研发人员数量占比(%)	8.52%	14.49%	18.07%	14.55%	17.40%
研发费用(百万元)	23.84	43.92	49.62	104.00	226.17
研发费用占营业收入的比重(%)	1.57%	2.77%	2.58%	2.90%	5.23%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

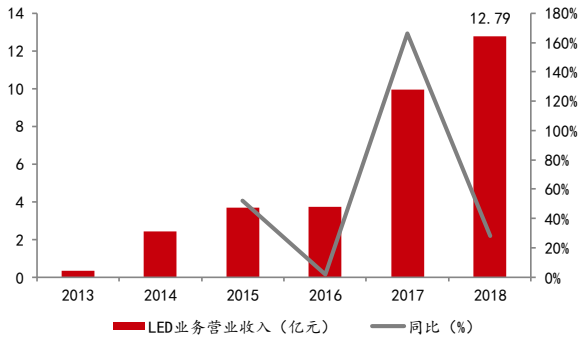
二、LED芯片业务跻身行业前列，技术升级期待否极泰来

2.1 产能规模高居行业第三，营收规模高速增长

入局时机精准，产能扩张迅猛。公司自2011年布局LED领域，历时7年，实现了LED芯片月产能从20万片到100万片再到140万片的“三级跳”式发展，目前已在规模上跻身LED芯片行业的第一梯队，国内仅次于三安光电和华灿光电，成为国内第三大LED芯片供应商。

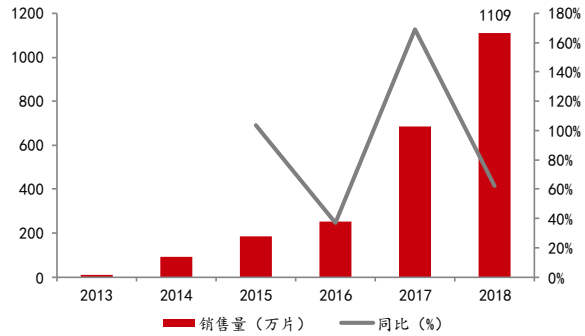
产销量持续提升，带动收入规模高速增长。随着LED芯片二期项目产能的完全释放，2018年公司LED业务实现营业收入12.79亿元，同比增长28.28%，LED芯片销量高达1109万片，同比增长62.10%。但受2018年行业产能集中释放影响，LED芯片价格大幅走低，2018年公司LED芯片平均售价仅115元/片，同比下降21.23%，带动毛利率降至18.6%，较2017年下滑13.2个百分点。

图 9：LED 业务营收规模逐年增长



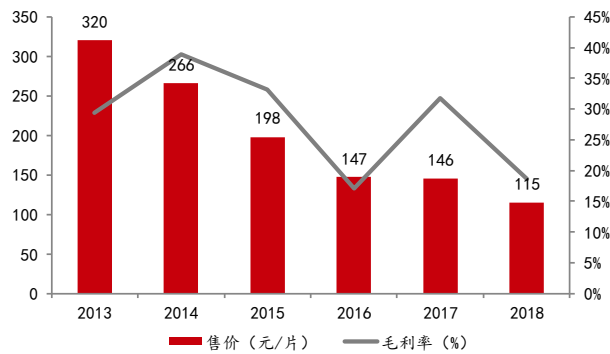
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 10：LED 芯片销量高速增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11：LED 芯片价格下滑带动毛利率走低

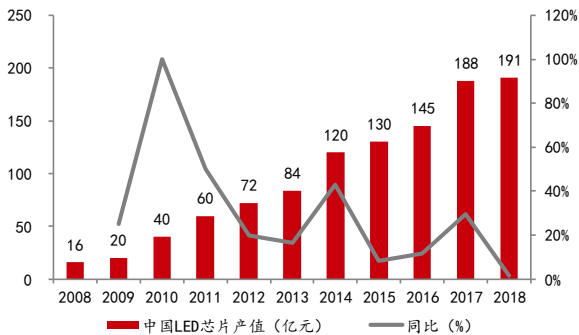


资料来源：Wind，川财证券研究所

2.2 行业产能过剩风险来临，头部效应凸显

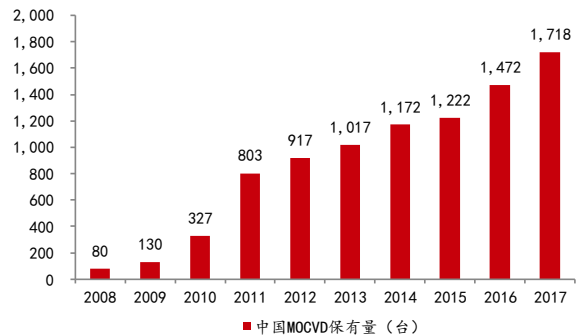
产能大幅扩张，LED 芯片面临过剩风险。受益全球产能向中国转移，2013 年-2017 年中国 LED 芯片市场规模快速发展，从 84 亿元增长至 188 亿元，五年间增长 104 亿元，年均复合增长率为 22.3%。2018 年中国 LED 芯片行业产值规模达到 191 亿元，同比增长仅 1.6%，增速较上年大幅下滑 28.1 个百分点。2018-2019 年，国内 LED 芯片新增产能将大幅投放，2018Q3 国内 LED 芯片供需比已达 1.2，LED 芯片制造商在 2018 年底的库存水平超过人民币 60 亿元，行业正式从供不应求转变为供给过剩。

图 12： 中国 LED 芯片产值增速明显放缓



资料来源：GGII，Wind，川财证券研究所

图 13： 国内 MOCVD 保有量持续增长



资料来源：GGII，Wind，川财证券研究所

结构性整合时代或将来临，行业洗牌之下强者恒强。2016 年 LED 芯片出现供不应求的局面，国内的 LED 芯片大厂纷纷扩产，其中以三安光电、华灿光电、澳洋顺昌、乾照光电为主，GGII 数据显示截至 2018 年底仅此四家企业产能已达到 730 万片/月，三安光电、华灿光电、澳洋顺昌三家企业的市场规模占比更是超过 60%。今年全国新增产能将进一步投放，而需求增速远低于供给增速，叠加经济下滑、汇率波动等不利因素，行业供需或将严重失衡。头部企业具备规模优势、先发优势、成本优势、资金优势，更有望在行业洗牌中存活下来；二流、三流企业受困成本较高、客户资源不稳定等因素，在今天的新一轮价格战中将受到猛烈冲击。

图 14： 国内主要企业扩产节奏（折算为：万片/月，2 寸）

	2016	2017	2018	2019E
三安光电	160	280	340	450
华灿光电	70	170	190	250
澳洋顺昌	20	100	140	140
乾照光电	50	55	60	120

资料来源：Wind，公司公告，川财证券研究所

2.3 公司手握三大优势，无惧行业寒冬

优势一：掌握产业链核心环节，引入 PSS 团队布局衬底技术

LED 产业链包括衬底制作、外延生长、芯片制造、封装和应用五大环节，其中公司主要从事的 LED 外延片和芯片生产制造，正是产业链的最核心环节，也

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

是产业链的高毛利率环节，集技术密集型和资本密集型于一体，具备较高壁垒。对于上游衬底领域，公司于 2015 年引入 PSS 技术团队，进行 PSS 衬底的技术积累，完善公司在 LED 产业链中“衬底+外延片+芯片”的业务布局，进一步提升公司在 LED 领域的综合实力。经过多年的沉淀，公司自产 PSS 产品在性能、工艺创新等方面取得了一系列的重大突破。公开资料显示，公司 PSS 产品的片内片间均匀性、批次间一致性等方面均达到国内外同行业领先水平；在 LED 外延片波长命中率、STD、光效等指标上均优于外购衬底；在 LED 器件的工作电压（VF）、抗静电能力（ESD）等性能指标的表现也尤为突出。

图 15： 公司所处 LED 产业链位置



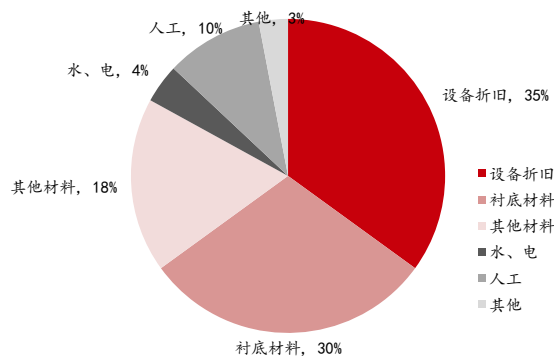
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 16： 国内 LED 各环节发展情况

	国内发展情况	难度系数
衬底	国内工艺不太成熟	一般
外延	资金需求量大、专利垄断严重	高
芯片	资金需求量大、专利垄断严重	高
封装	专利壁垒小	低
应用	专利壁垒小	低

资料来源：川财证券研究所

图 17： LED 芯片成本结构



资料来源：GGII，川财证券研究所

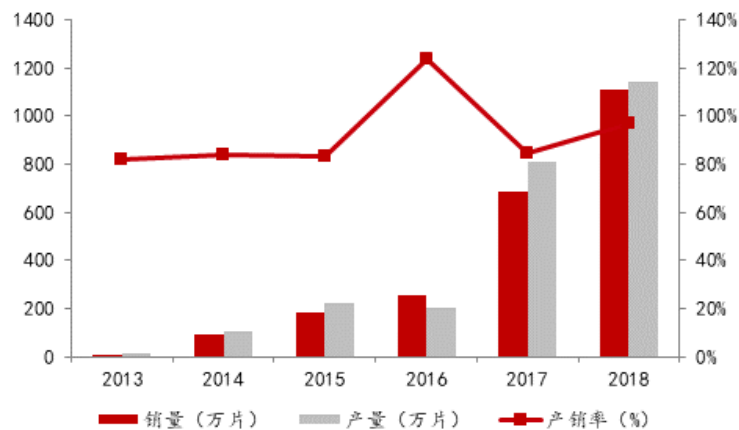
优势二：深耕白光照明领域，坚定产品升级之路

公司专注于白光照明领域，在既有市场进行技术、产品和客户升级，已开辟新的数码管、灯丝灯、高阶灯管、高光效面板灯、HV 灯珠、COB DBR 倒装芯片等细分市场。普通照明市场已进入“红海”模式，价格战竞争激烈，中低端产品混杂；但高光效白光产品因具备技术壁垒，暂由三安一家独大，产品价格普遍高于普通照明芯片，有些高光效芯片价格甚至达到普通照明芯片价格的 2-3 倍。截至目前，公司的高光效产品已经顺利切入斯迈德为代表的高品质要求客户，与三安光电的同类高光效产品共同为客户服务，为整个公司的技术产品和客户持续升级之路打开突破口。此外，公司背光项目的布局以及对 Mini LED 项目的开发都已阶段性完成，夯实产品升级之路。逆周期中公司加大研发投入，全力拼技术，调整产品结构，高光效、高电压和 Miniled 背光领域皆有造诣。

优势三：与木林森合作消化新增产能，保障企业现金流

2016 年，木林森出资 5 亿元对淮安光电进行增资，增资完成后持有淮安光电 26.31% 股权。作为战略合作方，木林森将按市场价格优先考虑淮安光电的 LED 芯片，且淮安光电的 LED 芯片按市场价格优先供应木林森。产能利用率（稼动率）方面，2018 年末，公司 LED 芯片年产能为 1200 万片，全年生产量 1143.47 万片，产能利用率高达 95.3%，较上年小幅下滑 9.94 个百分点，但仍保持较高水平；产销率高达 96.96%，产品销售保持通畅，基本实现满产满销。木林森已成为公司 LED 芯片业务的最大客户，2018 年度，公司对其销售同比增长 42%；2018 年度公司与木林森的交易额高达 11.14 亿元，占公司 LED 全部销售额的 87%，已收到货款 7.50 亿元（不含商业承兑汇票），支付信用良好。与木林森深度合作之后，公司的 LED 芯片不愁销路，且足以消化 2019 年的新增产能（40 万片/月），现金流保持稳健，有望安然度过行业寒冬。

图 18：公司 LED 芯片产销率保持较高水平



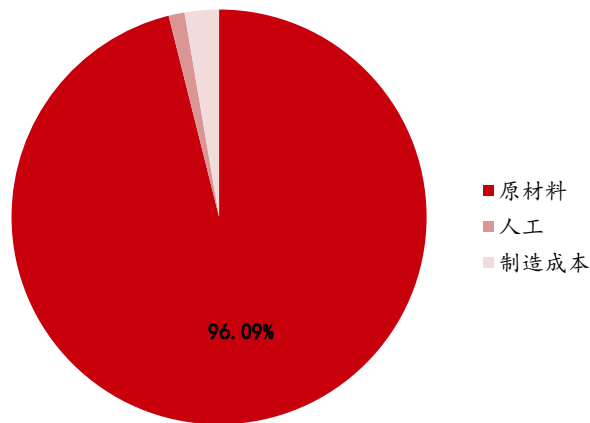
资料来源：Wind，公司公告，川财证券研究所

三、深耕十六载，打造金属物流配送细分领域领跑者

3.1 立足主动配送，营收规模稳定

公司自 2002 年起从事钢板和铝板的仓储、分拣、套裁、包装、配送以及来料加工，并提供供应链管理服务，现已形成主动配送和委托业务两大模式，以主动配送业务为主。在主动配送业务模式下，公司提前 2 个月左右采购备货，销售价格以销售时基材价格为基础加上一定的服务费确定，金属材料价格波动会对该业务经营有一定的影响，但影响相对有限。在委托业务模式下，公司仅对客户自行提供的材料进行加工并收取服务费。

图 19：金属物流配送业务原材料的成本占比最高

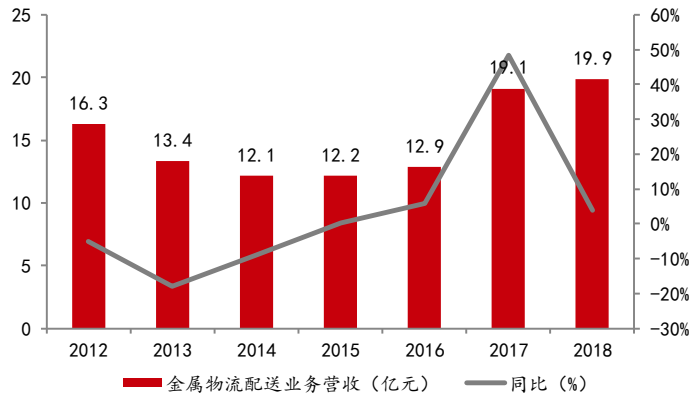


资料来源：公司公告，川财证券研究所

营业收入维持高位，毛利率保持较高水平。2017 年以来，受益于产品配送量的提升，公司金属物流配送业务营业收入规模跨入新的台阶，2018 年公司金属物流产品配送量达 39.7 万吨，同比下降 3.4%；实现营业收入 19.9 亿元，同比增长 3.8%；单吨毛利为 807 元，毛利率为 16.2%，较去年提升 0.4 个百分点。从业务结构看，2018 年公司主动物流配送业务、委托物流配送业务占比分别为 52.04%和 47.96%，受下游需求减弱影响，公司主动降低了主动配送的比重约 9 个百分点。目前公司金属加工产能利用率已基本达到最大化，预计未来业务规模总体保持稳定。

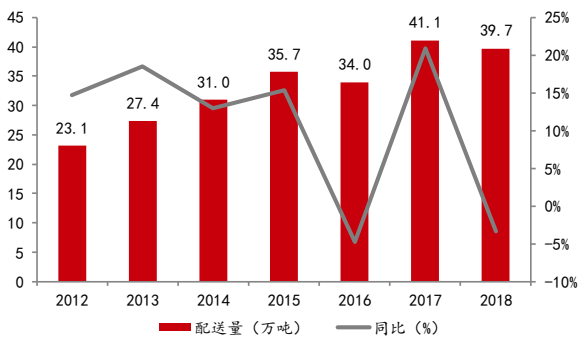
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 20： 金属物流配送业务营业收入维持高位



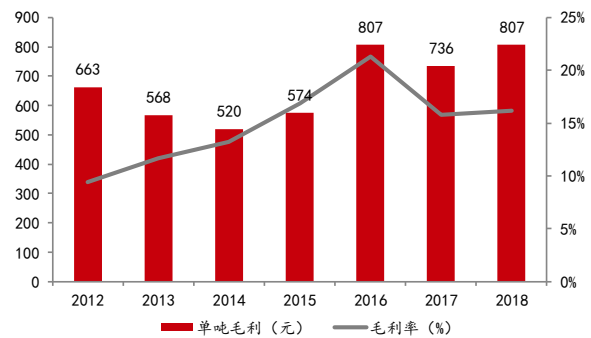
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 21： 金属物流产品配送量维持高位



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 22： 金属物流产品单吨毛利保持较高水平



资料来源：公司公告，川财证券研究所

3.2 扎根长三角与珠三角地区，客户资源优势明显

经过 16 年耕耘，公司现已成长为国内能提供多品种规格金属材料增值服务的大型金属材料配送中心，业内首屈一指。公司不断扩大配送能力和拓展业务覆盖区域，从而实现规模发展，以新建、兼并重组等方式，在长三角、珠三角设立 6 个配送基地。凭借着规模化的运营、精细化的管理体制及专业的服务，公司在金属物流行业得到客户的普遍认可，在金属物流配送市场中具有明显的领先优势与竞争力，与宝钢、鞍钢、马钢、武钢、首钢、中铝、台湾中钢铝、韩国诺贝丽斯建立了良好的战略伙伴关系，为超过 1000 家知名企业提供金属材料的全面解决方案服务。

受益区位优势，产品差异化竞争，打造一流 IT 金属物流配送企业。与一般金属物流配送企业不同，公司钢板产品主要有电镀锌钢板、热镀锌钢板、冷轧钢板等，下游客户主要包括电脑、液晶显示模组、平板电视等 IT 产品的制造商或其配件制造商和部分制管、五金工具、汽车配件等行业的客户。公司的铝合金板产品主要面向液晶电视显示器、笔记本电脑等行业的客户。目前公司共有三大生产基地，分别位于江苏张家港、上海和广东东莞，已成为长三角规模最大的 IT 金属物流配送企业之一。其中，张家港本部钢板产能月 13 万吨/年、铝板约 2.5 万吨/年，上海钢板产能约 8 万吨/年，广东东莞钢板产能约 7 万吨/年、铝板约 1.5 万吨/年。

总体来看，金属物流业务行业市占率居首，而且行业格局比较清晰，利润率稳定。未来会随着制造业在东南亚的兴起而加大国际化布局，公司将争取更大的利润规模。此业务产生的利润稳定增长的，现金流状况良好，可以为公司另外两块业务（LED 芯片和锂电池）研发投入提供充足的支持。

四、轻型车市场爆发，锂电替代空间可期

4.1 国标正式执行，低速车迎来换电潮

政策倾斜加速锂电替代进程。2018 年 5 月 15 日新发布的《电动自行车安全技术规范》将于 2019 年 4 月 15 日正式实施，对电动两轮车、三轮车车载电池进行了更为严格的限制。新国标规范了最高设计车速不超过 25km/h；装配完整的电动自行车的整车质量小于或者等于 55kg；蓄电池标称电压小于或者等于 48V；电动机额定输出功率小于或等于 400W。这一系列指标均明显指向了锂电池的市场替代。

关于新国标对电动车的影响，我们通过将京东商城销量较好的几款铅酸动力电池电动车和锂动力电池电动车的性能进行比较。锂动力电池方面在续航和电池重量方面都远优于铅酸动力电池。根据新国家标准对目前市场上的铅酸动力电池电动车进行理论值预测，计算发现，调整后的裸车质量和理论续航都较难满足当前市场需求，本质原因是铅酸电池受到物理极限的制约，能量密度提升空间很小。

电动巨头纷纷转向“锂电化”。随着强制性新国标的势在必行，让具备质量轻、容量大、充放电次数多等优势锂电池成为各家电动自行车企业产品研发的主攻方向。与政策环境相呼应的是，包括雅迪、爱玛、新日、小牛等电动自行车领军企业在锂电化道路上的提前布局与趁势发力，也推动了自行车锂电池市场

的迅速起量。雅迪科技集团在上海联合全球 16 大供应商，推出缤钻版电动车。小牛在巴黎卢浮宫发布了 M+、N-GT 两款锂电电动车新品。

表格 1. 政策因素对铅蓄电池的影响

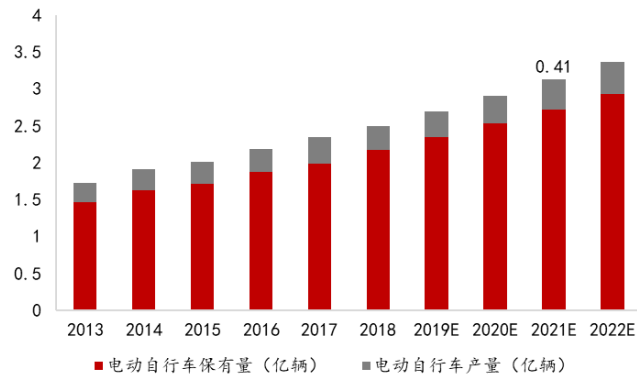
电池类别	整车质量	理论续航	电池重量	裸车重量	市场售价
铅酸电池（60V20AH）	65kg	60km	35kg	30kg	3500 元
调整裸车质量： 铅酸电池（60V20AH）	55kg	60km	35kg	20kg	
调整理论续航： 铅酸电池（60V20AH）	55kg	42km	25kg	30kg	
锂电池（48V19AH）	60kg	75km	8.2kg	50kg	4500 元

资料来源：京东商城，川财证券研究所

渗透持续加速，预计 2022 年低速车锂电池渗透率达到 90% 以上。工信部数据显示，当前国内电动自行车的社会保有量约 2 亿辆，年产量为 3000 多万辆，而锂电池产品 2017 年市占有量约 10%。按照一辆车平均用电量 0.8KWh 粗略估算，3000 万辆*0.8KWh*10%=2.4GWh，这意味着锂电池已经开始渗透电动自行车市场。若全面替代铅酸电池，锂电池每年将有超过 24GWh 的市场增长空间。

以电动自行车市场为例，自行车增速到 2021 年铅蓄价格优势消失时，电动自行车市场一级市场规模预计超过 20GWh。在没有财政补贴的情况下锂电替代已经开始并且从一级市场逐渐渗透，未来替代还将加速。目前轻型动力铅蓄电池一级市场规模 40GWh，预计到 2022 年将达到 46GWh，锂电化前景依旧广阔。

图 23：电动自行车保有量及年产量



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

根据之前对铅酸动力电池市场的分析以及铅酸动力电池和锂动力电池价格的比较，可以预计锂电渗透率随着铅酸电池价格优势的削弱逐渐升高，预计 2022 年将会替代 95% 的铅酸动力市场，年需求量达到 43.9GWh。

表格 2. 锂电渗透轻型动力电池市场规模预测 (Gwh)

轻型动力市场					
时间	2018	2019	2020	2021	2022
电动自行车	25.0	26.3	27.6	28.9	30.4
电动三轮车	10.0	10.5	11.0	11.6	12.2
电动四轮车	3.0	3.2	3.3	3.5	3.6
总计	38.0	39.9	41.9	44.0	46.2
锂电渗透规模预计					
锂电渗透速度	8%	20%	40%	80%	95%
电动自行车	2.5	5.3	11.0	23.2	28.9
电动三轮车	1.0	2.1	4.4	9.3	11.5
电动四轮车	0.3	0.6	1.3	2.8	3.5
总计	3.8	8.0	16.8	35.2	43.9

资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

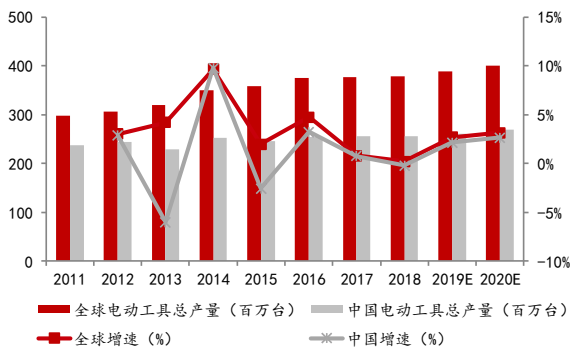
高端二轮车市场开拓进展喜人，有望成为其主流锂电池供应商。截至目前，天鹏电源在拓展高端二轮车市场方面已初见成效，公司的锂电产品相继通过五羊

本田、哈啰出行等供应商审核，并与速珂（SOCO）开展战略合作、打入小米生态链，新的市场开拓取得了阶段性的进展，为公司锂电池业务持续增长打下了良好基础。

4.2 电动工具市场广阔，无绳化趋势明显

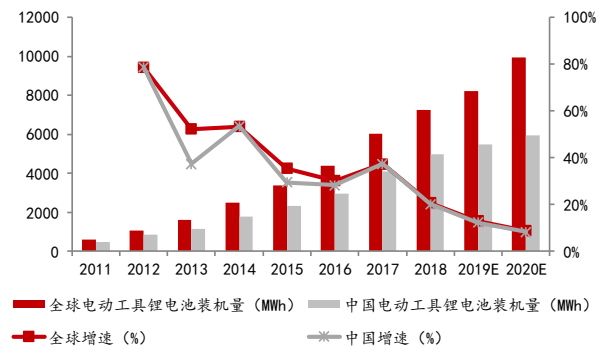
在电动工具市场，锂离子电池已基本完成了对镍镉电池、镍氢电池等其他二次电池的替代。随着电动工具呈现小型化、轻型化、无绳化的趋势，锂电池在电动工具领域中的发展愈发迅猛，无绳电动工具的市场份额从2011年的30%猛增至2018年的50%，带动了电动工具用锂电池的需求。真锂研究数据显示，2011-2018年，全球/中国电动工具锂电池装机量 CAGR 分别高达42.95%/39.95%，预计未来两年仍将保持10%左右的增速，市场空间广阔。

图 24： 2011-2020E 全球及中国电动工具产量



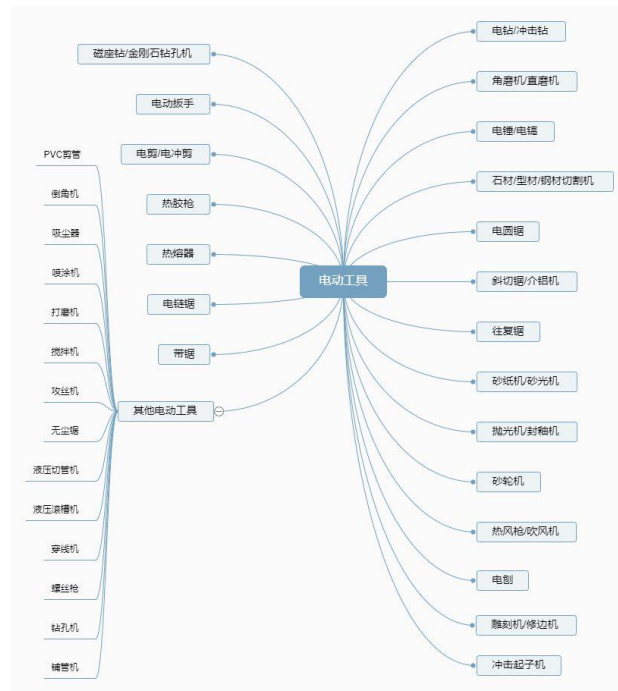
资料来源：国家统计局，真锂研究，川财证券研究所

图 25： 2011-2020E 全球及中国电动工具锂电池装机量



资料来源：真锂研究，川财证券研究所

图 26： 电动工具种类一览

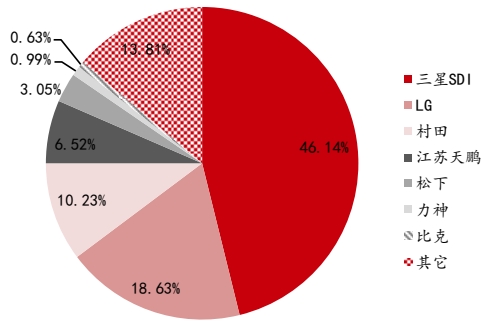


资料来源：<https://www.vipmro.com>，川财证券研究所

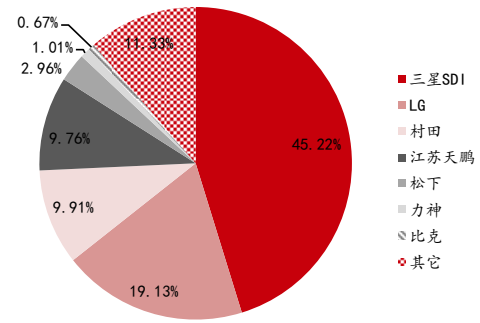
江苏天鹏市占率稳定提升，打破日韩电池垄断局面。目前锂电池电动工具应用以欧美市场为主，行业竞争格局较稳定，百得、博世、牧田、创科、日立等大型企业占据了主要的市场份额，大多采用三星 SDI 和 LG 化学等日韩企业的圆柱锂电池。近年江苏天鹏在全球电动工具锂电池的装机份额有明显提升，2018 年公司市占率达到了 9.76%，较 2017 年提升了 3.24 个百分点，仅次于三星 SDI、LG、村田等企业，位居全球第四。今年，公司按照既定战略，在工具电池领域，继续做好大客户的持续认证与推进批量供货，与江苏大艺等知名电动工具企业签订战略合作协议，给百得等国际大厂提供量产产品，积极推进其他国际大厂认证后的量产进度。技术方面，公司在 30A 高倍率电池上取得重大进展，打破了 30A 高倍率电池被日韩几大电芯厂家垄断的局面。

图 27：2017 年全球电动工具锂电池装机份额

图 28：2018 年全球电动工具锂电池装机份额



资料来源：真锂研究，川财证券研究所



资料来源：真锂研究，川财证券研究所

五、盈利预测与估值评级

我们预计 2019-2021 年公司主营业务收入分别为 40.98、45.98、49.65 亿元，归属于母公司股东的净利润分别为 1.33、2.40、3.24 亿元，EPS 分别为 0.14、0.24、0.33 元/股，对应 PE 分别为 27、15、11 倍。我们看好公司通过差异化竞争，进一步巩固在电动工具用锂电池领域的优势；同时，我们判断 LED 行业于明年上半年见底回升，业绩有望回暖。首次覆盖，予以“增持”评级。

图 29：可比公司估值一览

代码	公司名称	股价（元）	总市值（亿元）	2019年PE
002245.SZ	澳洋顺昌	3.67	36	27.0
002074.SZ	国轩高科	12.76	145	20.2
300750.SZ	宁德时代	75.62	1,670	37.1
300014.SZ	亿纬锂能	39.06	379	26.0
			平均值	27.6

资料来源：Wind，川财证券研究所；数据截至 2019 年 11 月 8 日收盘

风险提示

产品价格大幅下跌

客户订单不达预期

LED 行业景气度进一步下行

盈利预测

资产负债表					利润表					
单位:百万元					单位:百万元					
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	FALSE	5303	5892	6571	营业收入	3639	4297	4098	4598	4965
现金	282	1763	2019	2469	营业成本	2727	3455	3663	3970	4194
应收账款	915	1040	1126	1204	营业税金及附加	12	13	13	15	16
其他应收款	13	13	14	15	营业费用	47	46	51	55	59
预付账款	79	115	112	119	管理费用	79	95	90	101	109
存货	943	1001	1085	1146	财务费用	52	93	97	103	90
其他流动资产	-2231	1371	1536	1617	资产减值损失	18	9	12	11	11
非流动资产	3585	3399	3204	3003	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	6	7	7	7	投资净收益	2	-1	20	18	12
固定资产	2374	2370	2264	2107	营业利润	632	425	191	361	497
无形资产	164	166	169	172	营业外收入	33	2	5	3	3
其他非流动资产	1041	856	763	717	营业外支出	2	2	1	1	1
资产总计	7379	8702	9096	9574	利润总额	663	425	196	363	499
流动负债	2642	2595	2716	2809	所得税	130	53	33	59	76
短期借款	1083	925	963	970	净利润	533	372	163	304	423
应付账款	503	777	818	831	少数股东损益	179	146	29	64	100
其他流动负债	1056	893	935	1008	归属母公司净利润	354	226	133	240	324
非流动负债	738	1969	1958	1956	EBITDA	795	732	480	667	795
长期借款	78	1278	1278	1278	EPS (元)	0.36	0.23	0.14	0.24	0.33
其他非流动负债	660	691	680	678						
负债合计	3379	4564	4674	4765	主要财务比率					
少数股东权益	1303	1332	1396	1496	会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	981	981	981	981	成长能力					
资本公积	371	371	371	371	营业收入	82.9%	18.1%	-4.6%	12.2%	8.0%
留存收益	1293	1453	1673	1961	营业利润	129.8%	-32.7%	-55.0%	88.7%	37.8%
归属母公司股东权益	2696	2805	3026	3313	归属于母公司净利润	72.4%	-36.4%	-40.8%	80.1%	34.6%
负债和股东权益	7379	8702	9096	9574	获利能力					
					毛利率(%)	25.1%	19.6%	10.6%	13.7%	15.5%
					净利率(%)	9.7%	5.3%	3.3%	5.2%	6.5%
					ROE(%)	14.4%	8.4%	4.8%	7.9%	9.8%
					ROIC(%)	10.7%	8.1%	4.5%	7.2%	9.3%
					偿债能力					
					资产负债率(%)	44.3%	45.8%	52.5%	51.4%	49.8%
					净负债比率(%)	38.2%	38.5%	51.2%	50.8%	50.0%
					流动比率	1.68	1.44	2.04	2.17	2.34
					速动比率	1.31	1.08	1.66	1.77	1.93
					营运能力					
					总资产周转率	0.63	0.62	0.51	0.52	0.53
					应收账款周转率	4	4	4	4	4
					应付账款周转率	4.65	5.13	5.73	4.98	5.09
					每股指标(元)					
					每股收益(最新摊薄)	0.36	0.23	0.14	0.24	0.33
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	0.31	0.53	0.33	0.58
					每股净资产(最新摊薄)	2.50	2.75	2.86	3.08	3.38
					估值比率					
					P/E	10.16	15.97	26.98	14.99	11.13
					P/B	1.47	1.34	1.28	1.19	1.09
					EV/EBITDA	8	9	13	10	8

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	304	524	328	565
净利润	372	163	304	423
折旧摊销	214	192	202	207
财务费用	93	97	103	90
投资损失	1	-20	-18	-12
营运资金变动	-380	56	-256	-146
其他经营现金流	4	37	-7	2
投资活动现金流	-522	19	9	5
资本支出	588	0	0	0
长期投资	-64	-7	2	-0
其他投资现金流	1	12	11	5
筹资活动现金流	188	937	-81	-120
短期借款	246	-158	38	7
长期借款	-69	1200	0	0
普通股增加	-6	0	0	0
资本公积增加	30	0	0	0
其他筹资现金流	-14	-105	-119	-127
现金净增加额	-29	1481	256	451

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本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：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004