

2020年2月18日

澳洋顺昌 (002245): 电池领域差异化竞争, LED 板块有望反转

电子

当前股价: 5.28 元

推荐(首次)

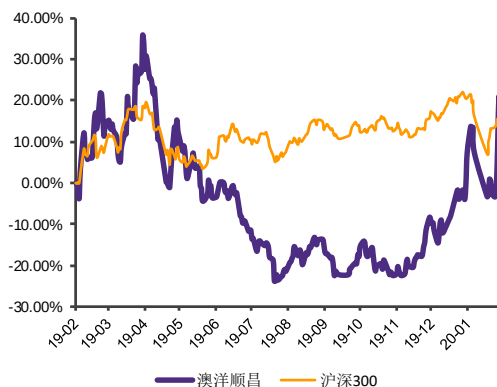
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,297	3,582	4,046	4,637
(+/-)	18.1%	-16.6%	13.0%	14.6%
营业利润	425	193	300	464
(+/-)	-32.7%	-54.6%	55.4%	54.5%
归属母公司净利润	226	141	228	331
(+/-)	-36.4%	-37.7%	62.4%	44.9%
EPS (元)	0.23	0.14	0.23	0.34
市盈率	22.9	36.8	22.7	15.6

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	98131 / 91477
流通市值 (亿元)	48.2
每股净资产 (元)	2.07
资产负债率 (%)	45.8

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 杨靖磊
执业证书编号: S1050518080001
电话: 021-54967583
邮箱: yangjl@cfsc.com.cn

分析师: 徐鹏
执业证书编号: S1050516020001
电话: 021-54967573
邮箱: xupeng@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编: 200030
电话: (86 21) 64339000
网址: <http://www.cfsc.com.cn>

● 澳洋顺昌自成立于 2002 年, 是国内金属物流配送行业龙头企业, 在下游 IT 和汽车领域拥有较高的市场占有率。公司凭借在传统主业积累的成本管理经验, 先后切入 LED 芯片和锂电池行业, 实现多元发展。目前公司在 LED 芯片领域处于国内第一梯队, 锂电池板块则是国内细分领域龙头。

● 成本领先转向技术驱动, LED 业务盈利有望反转。2019 年, LED 芯片行业经历历史上最低景气期, 行业大部分企业亏损。目前, 主要 LED 芯片厂商库存水平接近低位, 低端产能逐渐淘汰, mini-LED 等新技术将带来行业新的增长点。因此, 2020 年行业景气度有望回升。公司在 2019 年改变经营策略, 从成本领先调整为技术领先战略, 布局高附加值产品, 调整产品结构。2020 年, 公司新产品将逐步放量, 传统的照明 LED 芯片收入占比将显著下降, 同时逐渐摆脱对大客户木林森的依赖。新产品附加值明显高于传统的照明产品, 将提升 LED 业务的盈利能力。我们预计公司 LED 业务将在 2020 年扭亏, 明年将重回盈利通道。

● 深耕电动工具市场, 未来受益于电动工具无绳化趋势。公司于 2016 年通过收购江苏绿伟进入锂电池行业, 目前专注于圆柱形锂电芯的研发和生产, 锂电产品营收及净利润增速保持在较高水平。近年来全球范围内无绳电动工具加速普及, 受此影响, 锂电池在电动工具中的渗透率不断提升。目前公司在全球电动工具锂电池市场份额仅次于国际巨头, 但增速高于对手, 同时公司在电动工具领域客户不断拓展, 并在高端二轮车市场取得客户的突破, 未来发展空间广阔。

● 盈利预测: 我们预计公司 2019-2021 年营收分别为 35.82、40.46 和 46.37 亿元, 实现归母净利润分别为 1.41、2.28 和 3.31 亿元。目前股价对应 2020-2021 年的市盈率分别为 22.7 和 15.6 倍, 估值低于可比公司且处于其历史较低水平。公司是国内金属物流配送行业龙头企业, 现金流稳定, 在锂电板块公司通过差异化竞争, 深耕电动工具领域, 优势突出。同时公司在 LED 板块由成本领先转向技术驱动, 预计业务盈利有望反转。我们首次覆盖给予“推荐”投资评级。

● 风险提示: “新冠”影响超预期; LED 芯片、电池产品价格继续下降; 客户开拓及订单转化不及预期; 市场系统性风险等。

正文目录

1.金属物流起家，切入 LED 芯片、锂电等新兴行业	4
1.1 公司发展历程及主要业务	4
1.2 公司股权结构	4
1.3 公司经营较为稳健，LED 寒冬拖累 2019 年业绩	5
2.金属物流业务持续稳定贡献现金流	6
3.从成本领先转向技术领先，LED 业务盈利有望反转	7
3.1 成本管控能力卓越，LED 业务盈利稳定性领先同行	7
3.2 否极泰来，2020 年 LED 芯片景气度有望回升	8
3.3 Mini-LED 等新技术带来新的增长点	10
3.4 成本领先到技术领先，2020 年公司 LED 业务有望实现扭亏	12
4. 深耕电动工具市场，未来受益于电动工具无绳化趋势	12
4.1 锂电产品专注于圆柱形三元锂电芯	12
4.2 电动工具领域优势显著，未来将受益于电动工具无绳化	15
4.3 核心技术取得突破，下游客户有望不断开拓	16
5. 公司盈利预测与评级	17
5. 风险提示	19

图表目录

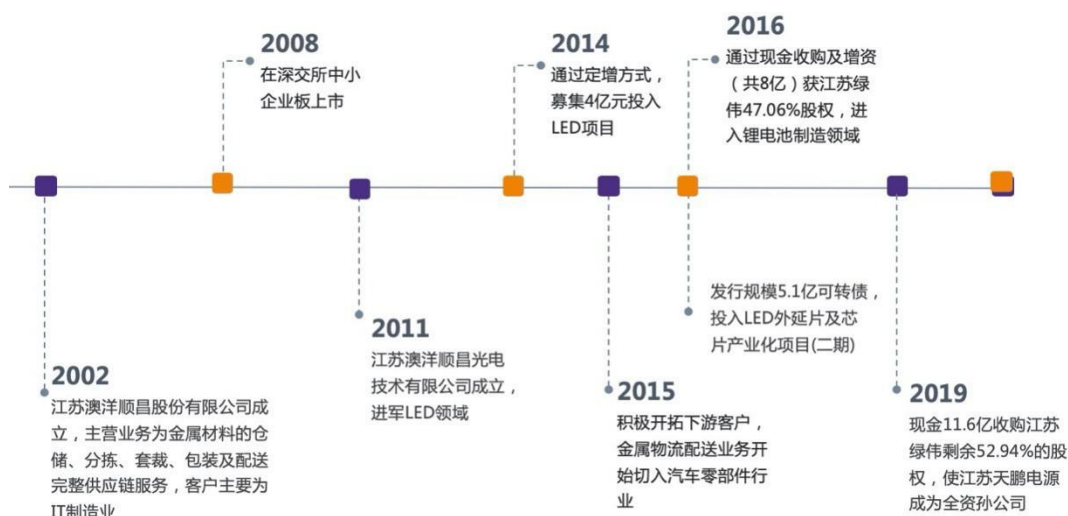
图表 1 公司发展历程	4
图表 2 公司股权结构图	5
图表 3 公司营业收入及增速	5
图表 4 公司归母净利润及增速	5
图表 5 公司主要产品毛利率	6
图表 6 精密整平切片生产线	6
图表 7 公司金属物流业务营收及毛利率	7
图表 8 台湾晶元光电 EBIT Margin	8
图表 9 可比 LED 行业上市公司（或子公司）净利润率比较	8
图表 10 晶元光电库存及周转天数	9
图表 11 华灿光电库存及周转天数	9
图表 12 聚灿光电库存及周转天数	9
图表 13 乾照光电库存及周转天数	10
图表 14 液晶背光显示原理	10
图表 15 mini-LED 背光与传统背光比较	10
图表 16 mini-LED 背光与 HDR	11
图表 17 TCL 发布采用 MiniLED 电视——X10 8K QLED TV	11
图表 18 康佳 mini LED TV	11
图表 19 天鹏电源发展历程	13
图表 20 公司锂电池产品	13
图表 21 公司部分锂电池产品性能指标	13
图表 22 公司锂电池产品应用领域	14
图表 23 天鹏电源营业收入及增速	14
图表 24 天鹏电源净利润及增速	14
图表 25 电动工具全球及中国产量预测	15
图表 26 全球及中国电动工具锂电池装机量预测	15
图表 27 2017 年全球电动工具市场锂电池装机份额	16
图表 28 2018 年全球电动工具市场锂电池装机份额	16
图表 29 公司 30A 高倍率电池产品性能指标	17
图表 31 公司 PB-Band	18
图表 32 LED 与锂电行业上市公司估值（截止 2020 年 2 月 17 日）	18
图表 33 公司盈利预测（百万元）	20

1. 金属物流起家，切入 LED 芯片、锂电等新兴行业

1.1 公司发展历程及主要业务

澳洋顺昌自成立于 2002 年，于 2008 年 6 月在中小板上市。自成立以来，公司横向拓展使业务多元化、纵向切入有潜力的应用领域，目前公司业务横跨金属物流配送、LED 芯片、新能源锂电三大领域，拥有 12 家控股子公司。

图表 1 公司发展历程



资料来源：华鑫证券研发部

公司为金属物流配送行业龙头企业。公司的金属物流配送业务主要从事钢板和铝板的仓储、分拣、套裁、包装、配送及来料加工，并提供供应链管理服务。目前公司拥有众多客户资源，能统筹客户需求进行规模化套裁，材料利用率极高，规模效应形成高壁垒，已成为金属物流配送行业龙头企业。

公司 LED 外延及芯片产能居国内第一梯队。公司是行业内少数具有从衬底切磨抛、PSS、外延片到芯片的完整产业链的公司。最终销售产品为各种规格的 LED 芯片，经客户封装后应用于照明及显示领域。目前，公司在倒装、高光效、高压、背光、Mini 等高端产品应用领域，形成了全新的产品布局，逐步实现从成本领先向技术领先的转变。公司现有的 LED 芯片月产能为 140 万片（折合 2 英寸），规模处于国内第一梯队。

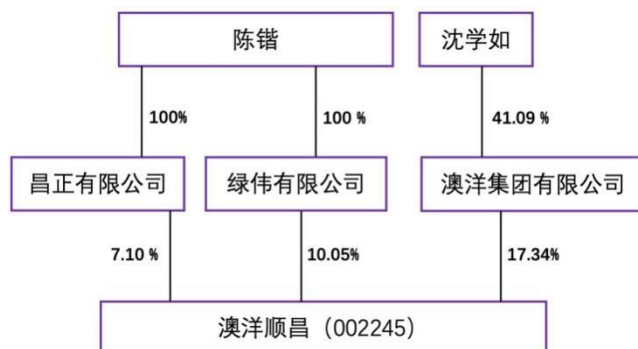
公司在工具型动力锂电池领域处于领先地位。公司拥有 21700+NCA 正极+硅碳负极技术体系，并在高倍率电池产品上取得了突破性进展，打破国际巨头垄断。目前公司在全球电动工具锂电池市场份额仅次于国际巨头，竞争实力突出。

1.2 公司股权结构

公司控股股东为澳洋集团，持有公司 17.34% 的股份，实际控制人为沈学如。但公司实际经营由公司董事长兼总经理陈锴负责。陈锴先生自公司成立以来一直担任总经理职位，目前通过绿伟有限公司和昌正有限公司间接持有澳洋顺昌 10.05% 和 7.1% 的股

份，合计持有公司 17.15% 的股份。

图表 2 公司股权结构图



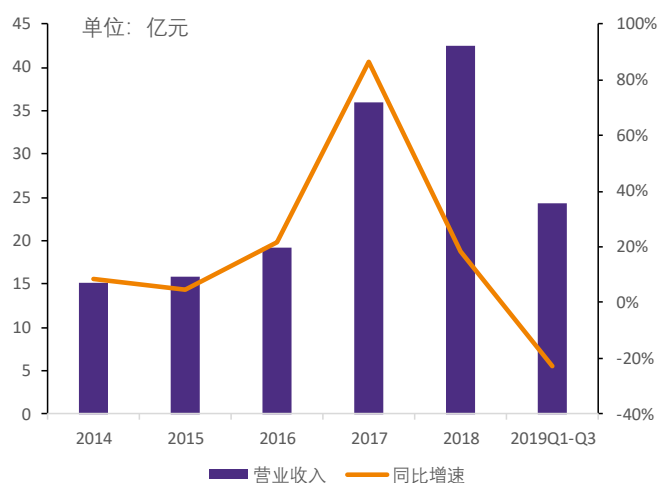
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

1.3 公司经营较为稳健，LED 寒冬拖累 2019 年业绩

2014-2018 年期间，公司营业收入从 15.17 亿元增长至 42.55 亿元，年均复合增长率为 23%。2019 年前三季度，公司营业收入为 24.35 亿元，与上年同期相比下降 22.97%，原因为 LED 芯片价格自 2018 年以来持续下滑，2019 年市场价格仍处于低谷，整体产能利用率偏低，导致 LED 营业收入出现下滑。同时公司金属物流业务重要细分领域之一的汽车行业产销下滑同样影响到公司金属物流业务收入。

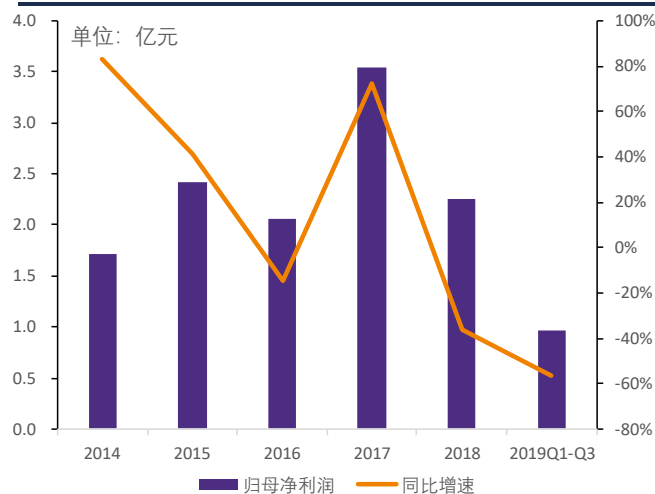
2014-2017 年期间，公司归母净利润整体呈上升趋势。2018 年公司归母净利润较 17 年明显下降 36.35%，原因是 2017 年下半年开始，随着 LED 芯片厂商的产能持续释放，产能增速高于需求增速，导致部分厂商库存居高不下，LED 芯片价格持续下跌。2019 年前三季度，公司归母净利润为 0.96 亿元，较上年同期下降 56.7%，仍为 LED 芯片价格持续下滑，LED 业务出现亏损所致。

图表 3 公司营业收入及增速



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

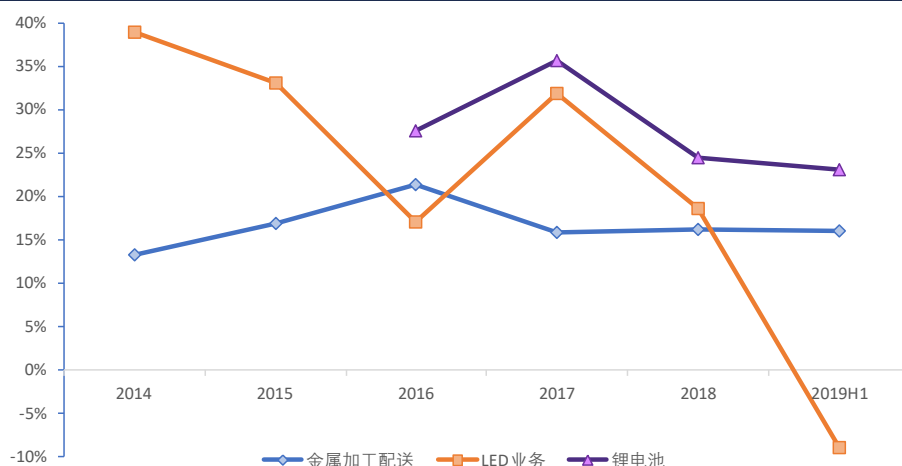
图表 4 公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

2014 年以来，公司金属加工配送和锂电池业务毛利率基本保持稳定；2018 年以来由于受到 LED 芯片价格持续下跌的影响，LED 业务毛利率大幅下滑，公司 2019 上半年 LED 业务毛利率为 -9.03%，同期行业内大部分公司处于亏损状态。

图表 5 公司主要产品毛利率



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

2. 金属物流业务持续稳定贡献现金流

金属物流业务客户主要集中于 IT 和汽车零部件领域。公司的金属物流配送业务主要是钢板和铝板的仓储、分拣、套裁、包装、配送及来料加工, 同时提供供应链管理服务。下游客户主要涉及 IT 及汽车零配件领域, 包括电脑、液晶显示模组、平板电视、办公设备、高档家电、汽车防撞钢梁等。其中在 IT 领域, 公司拥有众多客户资源, 能统筹客户需求进行规模化套裁, 材料利用率极高, 规模效应形成高壁垒, 目前公司在金属物流配送行业已行业龙头。

图表 6 精密整平切片生产线



资料来源: 公司官网

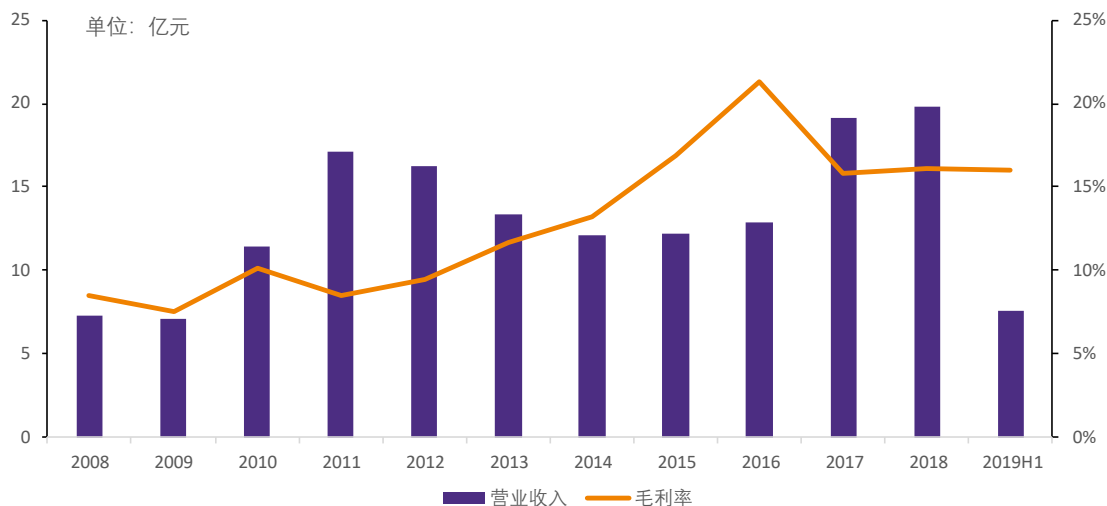
自上市以来, 公司金属物流业务收入整体稳定。公司金属物流业务在 2010 至 2012 年在国内整体经济形势较好以及公司扩大产能的影响下增速较快; 2012-2015 年该板块业绩出现一定下滑, 主要由金属基材价格持续下跌并维持在低位, 以及下游 IT 制造业景气度低、金属材料需求低迷所致。

2015 年前后, 公司金属物流业务切入汽车领域, 该板块收入开始回升, 并在 2017 年出现较大增长。主要是由于客户结构的优化、汽车配件行业金属用材配送量增长迅速以及金属价格尤其是铝板价格的持续走高所致。

2019 年上半年，金属物流业务重要细分领域之一的汽车行业产销量呈现下降趋势，公司金属物流业务因此受到一定的影响。

从毛利率角度看，公司金属物流业务毛利率自上市以来呈上升趋势，并逐渐趋于稳定。近三年来，金属物流业务经营情况稳定，持续保持盈利，能够持续稳定给上市公司贡献现金流。

图表 7 公司金属物流业务营收及毛利率



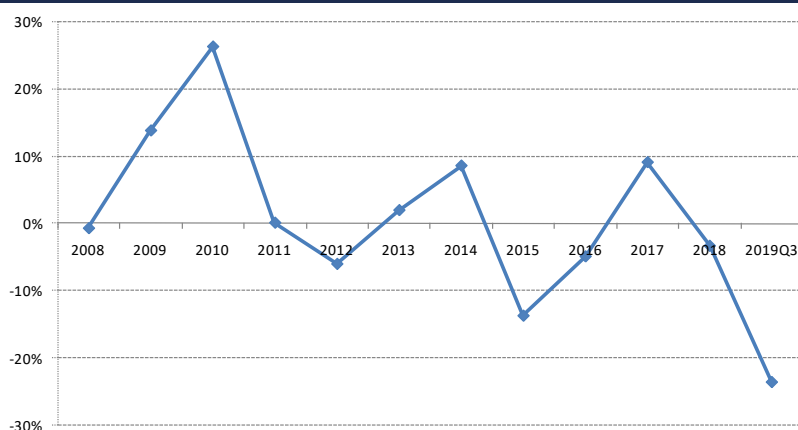
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

3.从成本领先转向技术领先，LED 业务盈利有望反转

3.1 成本管控能力卓越，LED 业务盈利稳定性领先同行

LED 芯片行业呈现明显的周期性。2008 年至今，随着 LED 产品光效的不断提升和价格逐渐下降，LED 的需求不断增长。但由于中国大陆地方政府补贴的影响，LED 芯片行业的资本投入较大，导致一段时期内产能过剩，LED 芯片价格快速下跌。而后随着需求的增长，企业盈利能力逐渐回升，又开始进入下一轮的设备投资期。因此，LED 芯片行业呈现明显的周期性特征。我们以台湾的 LED 芯片龙头晶元光电（代码 2448）为例，2008-2019Q3，晶元光电 EBIT Margin 呈现明显的周期性，其周期为 3-4 年，景气度上行期与下行期时间较为接近。2019 年，LED 芯片经历史上最严重景气低谷，晶电盈利能力大幅下降。

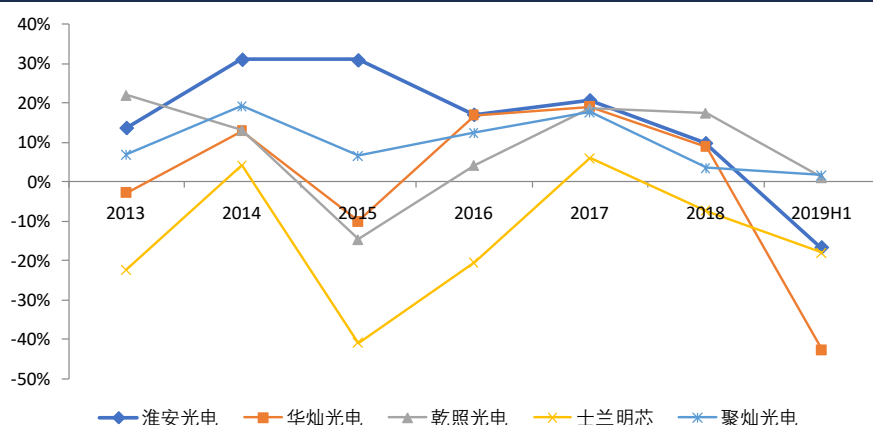
图表 8 台湾晶元光电 EBIT Margin



资料来源：Wind，公司年报，华鑫证券研发部

在行业周期波动的影响下，LED 芯片行业公司的盈利能力波动较大。澳洋顺昌 LED 业务（主要由控股子公司淮安光电实施）具有较佳的成本管理能力。例如，2015 年行业景气谷底很多同行亏损但淮安光电盈利较佳。多年的经营证明公司的成本管控能力较强，业绩稳定性显著优于同行。

图表 9 可比 LED 行业上市公司（或子公司）净利润率比较



资料来源：Wind，公司年报，华鑫证券研发部

3.2 否极泰来，2020 年 LED 芯片景气度有望回升

由于大陆部分地方政府对于 LED 芯片新建产能的补贴，新建设产能集中投放导致行业供大于求，2019 年芯片价格出现罕见的大幅下跌，LED 芯片几乎处于全行业亏损的境地。展望未来，我们认为短期内供求关系较难大幅度改善，但 LED 芯片景气度有望否极泰来。驱动因素主要来自于：（1）大部分企业亏损后，价格战动力逐渐消失，落后产能逐渐出清；（2）经过库存的调整，主要 LED 芯片厂商库存水平开始接近低位；（3）mini-LED 等新产品将带来新的增长点，龙头厂商有望凭借技术实力拉开与小厂商的差距。

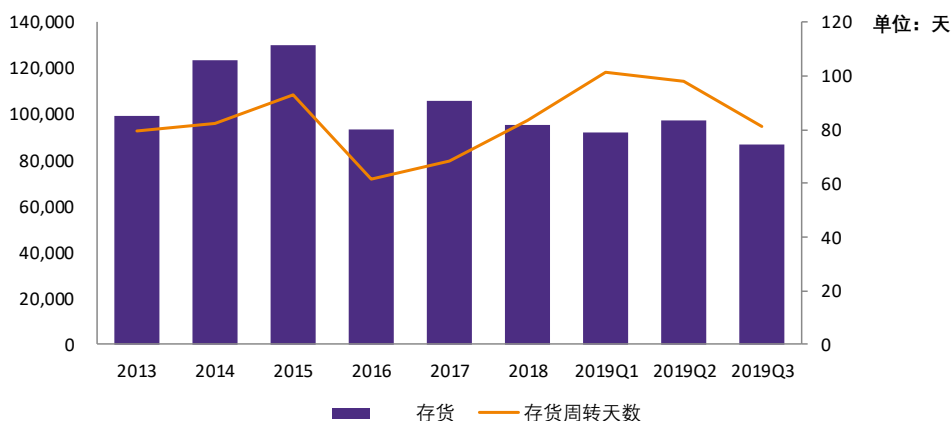
价格战动力逐渐消失，落后产能逐渐出清。从上一小节的两张图表我们可以看到，不论是台湾 LED 芯片巨头晶电，还是大陆的几家主要 LED 芯片上市公司，在 2019 年均陷入了历史上最严重的亏损之中，芯片价格跌至厂商的现金成本附近。随着这一过程持续几个季度，价格战的动力将逐渐消失。同时，那些没有成本和技术优势的中小竞

争者将逐渐退出市场，落后产能逐渐出清。

2019Q3，主要 LED 芯片厂商库存水平接近低位。由于行业龙头三安光电、士兰微的 LED 芯片业务库存未详细披露，因此我们选取台湾 LED 芯片龙头晶元光电，纯正的 LED 芯片公司聚灿光电和乾照光电，以及 LED 芯片业务占比较高的华灿光电进行分析。

首先我们来看晶元光电，多年来晶电一直保持着较为稳健的经营风格，在大陆企业大幅扩产 LED 产能的浪潮中，晶电投资相对理性，重视库存管理，库存周转天数保持在较低水平。2019Q3，晶电库存周转天数 81 天，处于近几年的较低水平，略高于 2016 年的低位。

图表 10 晶元光电库存及周转天数

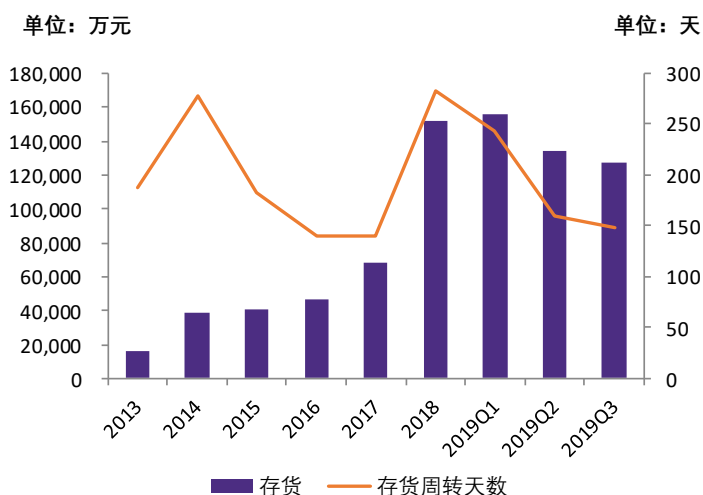


资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

2019 年 Q2 和 Q3，华灿光电库存连续两个季度下滑。库存周转天数自 2018 年见顶后，2019 年处于连续下降的趋势中，2019Q3 其库存周转天数降至 148 天，接近上一轮周期（2016-2017 年）的低位。

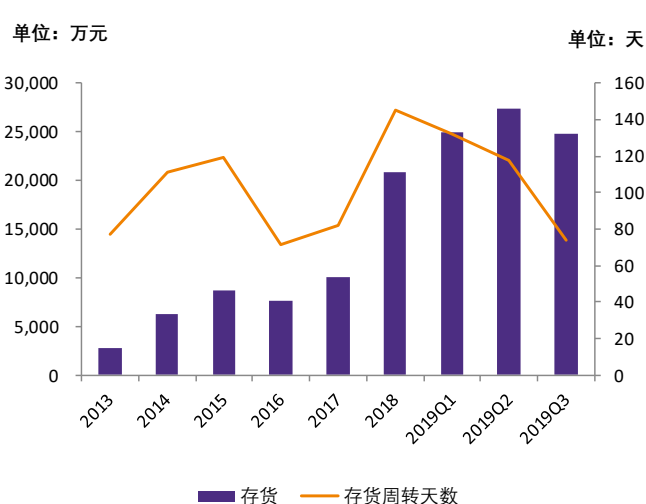
聚灿光电的情况较为类似。库存周转天数自 2018 年高位后连续下降 3 个季度。2019 年 Q3，聚灿光电库存周转天数降至 74 天，与上一轮周期（2016-2017 年）基本持平。

图表 11 华灿光电库存及周转天数



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

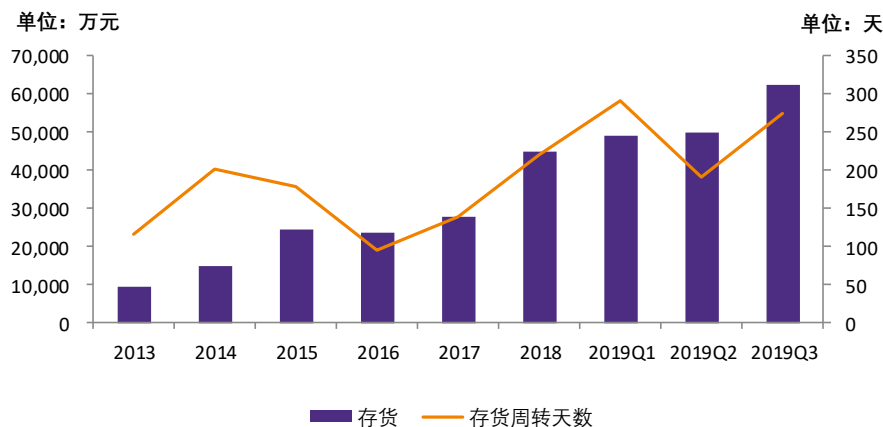
图表 12 聚灿光电库存及周转天数



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

乾照光电的情况略有不同。其库存和周转天数在 2019Q3 均出现上升。主要原因是公司南昌基地一期项目于 2019 年 7 月达产，第三季度开始进入处于产能爬坡期，因此 Q3 库存（含原材料、在制品、成品）出现较为明显的上升。而乾照光电的厦门和扬州基地库存则有所下降。

图表 13 乾照光电库存及周转天数



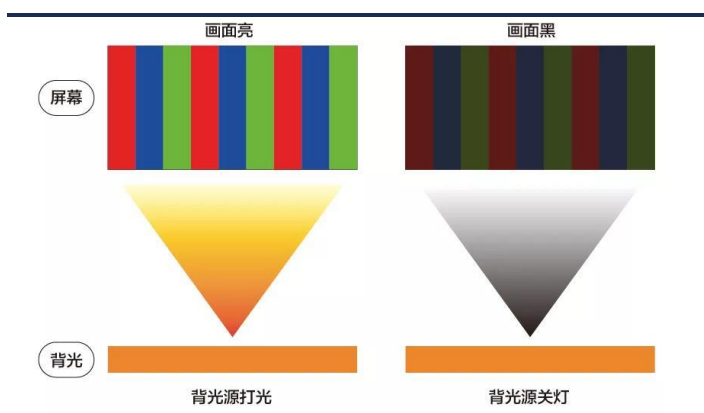
资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

3.3 Mini-LED 等新技术带来新的增长点

Mini-LED 是近年 LED 行业的热点，又名“次毫米发光二极管”，是指 LED 晶粒尺寸在 100 微米量级的 LED，最早是由台湾晶元光电所提出。Mini LED 是介于传统 LED 与 Micro LED 之间，未来几年最大的应用领域是液晶显示背光领域。

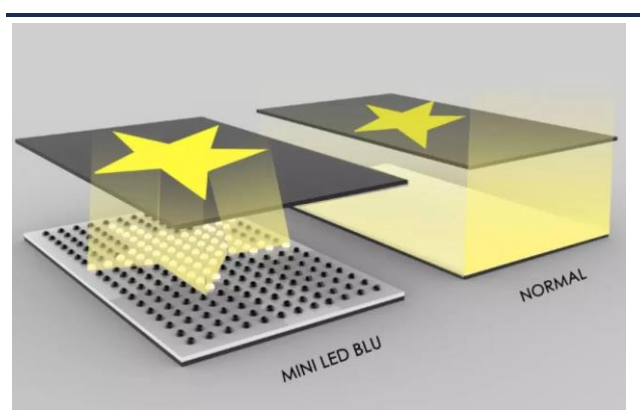
液晶显示采用背光技术，液晶本身并不发光，液晶显示屏可以显示各种亮度的画面是由于背光模组在照射液晶显示层。目前主流的背光源是较大尺寸的 LED 颗粒。mini-LED 是一种采用全新背光设计的 LED 技术。这种技术能提供背光，并且亮度更高，设备更轻薄。

图表 14 液晶背光显示原理



资料来源: BOE 知识酷, 华鑫证券研发部

图表 15 mini-LED 背光与传统背光比较

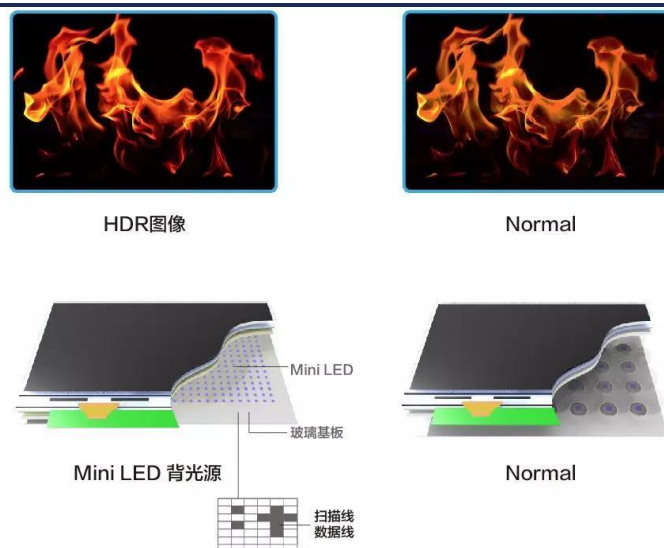


资料来源: BOE 知识酷, 华鑫证券研发部

Mini-LED 背光显示可以使显示屏提供更好的色域、更高的高对比度以及 HDR (High-Dynamic Range, 高动态范围) 能力。其中, HDR 技术可以实现屏幕中亮色的区域调更亮, 暗色区域调更暗, 使得显示效果更接近实际环境中人类可识别的动态环境光范围。在对比度指标上, Mini LED 产品可以把对比度提高到 100 万:1, 与传统显示

产品相比有了质的飞跃。因此，mini-LED 在背光领域的应用可以大幅提升液晶显示屏的性能。

图表 16 mini-LED 背光与 HDR



资料来源：BOE 知识酷，华鑫证券研发部

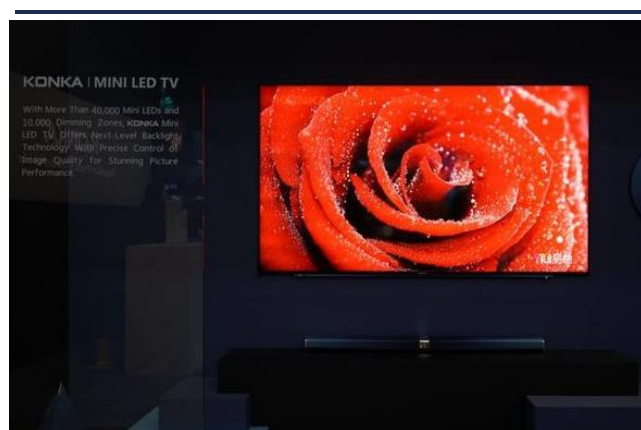
2020 年是 mini-LED 产业化的元年。每年在拉斯维加斯举行的 CES（美国消费电子展）是全球消费电子的风向标。2020 年 CES，多家消费电子品牌厂商发布 mini-LED 电视。其中，TCL 发布采用 Mini-LED 技术的电视——X10 8K QLED TV。该款电视拥有超高亮度，对比度高达 1,000,000:1，远超传统电视，采用的 LED 高发光效率配合 MLED5000 区动态调光提供更低的功耗，每年能减少耗电 1515 度。康佳也发布了一款 8K Mini-LED 电视，康佳 8K Mini LED 电视拥有超过 4 万颗 Mini-LED 形成 10,000 个光控分区，提供了出色的背光光控技术。

图表 17 TCL 发布采用 MiniLED 电视——X10 8K QLED TV



资料来源：雪球，华鑫证券研发部

图表 18 康佳 mini LED TV



资料来源：太平洋电脑网，华鑫证券研发部

mini-LED 将成为 LED 芯片行业新的增长点，大型 LED 厂商具有更大的优势。Mini-LED 的尺寸更小，制造工艺难度更大，技术门槛更高，价值量也更大。单台 mini-LED 背光源所消耗的 LED 芯片数量大幅增长，例如康佳的 mini-LED TV 背光采用了 4 万颗 mini-LED 颗粒，比传统直下式背光的 LED 颗粒数有数量级上的提升。因此，mini-LED 背光的应用有望成为 LED 芯片行业新的增长点。由于 mini-LED 拥有更高的技术门槛，

对量产过程中的一致性要求也更高，大型 LED 芯片厂商在研发和量产经验上具有更大的优势。

3.4 成本领先到技术领先，2020 年公司 LED 业务有望实现扭亏

公司以金属加工起家，凭借优异的成本管控能力取胜。进入 LED 行业后，公司牵手下游大客户木林森，延续成本领先的打法，将 LED 芯片的成本做到明显领先于同行的水平，盈利能力稳定性超越大部分 LED 芯片企业。近几年，随着下游照明市场 LED 渗透率提升速度放缓，地方政府补贴导致行业产能过剩，成本领先战略也难以抵挡 LED 芯片行业 2019 年的寒冬，公司该业务出现了多年来唯一一次年度亏损。

2019 年开始，公司调整思路，从成本领先调整为技术领先战略。在老团队保持稳定的基础上招募新生力量，扩充机台。花大力气调整产品结构，扩展高光效产品，新增了高压、倒装和背光产品，储备倒装高压、显示屏、miniLED 产品，部分产品性能领先于市场。目前，公司产品结构与一年前相比发生了巨大的变化。

2020 年，公司新产品将逐步放量，传统的照明 LED 芯片收入占比将显著下降，同时逐渐摆脱对大客户木林森的依赖。新产品附加值明显高于传统的照明 LED 芯片，将提升 LED 业务的盈利能力。我们预计公司 LED 业务将在 2020 年扭亏，明年将重回盈利通道。

4. 深耕电动工具市场，未来受益于电动工具无绳化趋势

4.1 锂电产品专注于圆柱形三元锂电芯

通过收购锂电领域企业江苏绿伟进入锂电池行业。公司于 2016 年通过收购锂电领域企业江苏绿伟 47.06% 的股权，正式进入锂电行业。2019 年 4 月，为进一步提升核心知识产权的控制能力和公司经营净利率水平，公司进一步收购江苏绿伟剩余 52.94% 股权，实现对其全资控股。

江苏绿伟成立于 2011 年，其全资子公司天鹏电源是国内最早利用 NCM 材料生产圆柱形锂离子电池的企业，拥有丰富的三元圆柱形动力电池的研发和生产制造经验，主要产品在国内高端工具领域具备较高竞争力，获得欧美主流品牌和渠道客户的认可。

图表 19 天鹏电源发展历程

2006	• 成立于中国苏州。
2007	• 我国最早利用NCM材料生产圆柱型锂离子电池的适配器。
2011	• 由新的管理团队进行战略调整和重组，启动了全球扩张计划。
2012	• Tenpower从哈佛商业评论它的Amoeba管理系统。
2013	• 率先在中国大规模生产高功率2.0Ah柱状锂离子电池，引领高功率圆柱锂离子电池市场。
2014	• 工厂1升级为国内最早的130条PPM生产线之一。
2015	• 工厂2推出了三条下一代200 ppm生产线。
2016	• 加强与多个顶级跨国公司的战略伙伴关系。
2017	• 中国第一家建立稳定供应高密度NCA圆柱型锂离子电池的公司之一。
2018	• 与领先的日本和德国跨国公司结成战略伙伴关系，进入微型移动市场。
2019	• 是中国第一家推出大功率21700的锂离子制造商之一。

资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

江苏绿伟全资子公司天鹏电源专注于圆柱形锂电芯研发生产。天鹏电源拥目前专注于圆柱形锂电芯的研发生产，拥有 21700+NCA 正极+硅碳负极技术体系，是国内少数具备高能量密度 NCA 圆柱形锂电芯和高倍率 21700 圆柱形电芯稳定供应能力的公司之一。目前，天鹏电源拥有两个生产基地，均位于张家港市内。其中一工厂于 2014 年投产，拥有圆柱形锂电芯年产能 1.1 亿颗；二工厂于 2017 年投产，圆柱形锂电芯年产能达到 5.5 亿颗。

图表 20 公司锂电池产品



资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

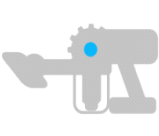
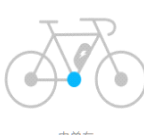
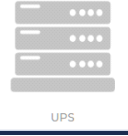
图表 21 公司部分锂电池产品性能指标

高倍率电芯 规格			
品名	25PG	20PG	15PG
型号	18650	18650	18650
标称电压(V)	3.6	3.6	3.6
标称容量(mAh)	2,500	2,000	1,500
持续放电电流(A)	20	20	20
持续充电电流(A)	6	6	6
最大容量(g)	47	45	43

资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

锂电产品主要应用于电动工具等领域。公司产品的主要应用领域是电动工具，智能家电等高端方向。公司曾于2013年进行汽车动力锂电池的研发与制造，具备量产NCA、NCM811、硅炭负极等新产品能力。目前，公司专注于占有绝对优势的电动工具应用领域并积极拓展高端二轮车市场。

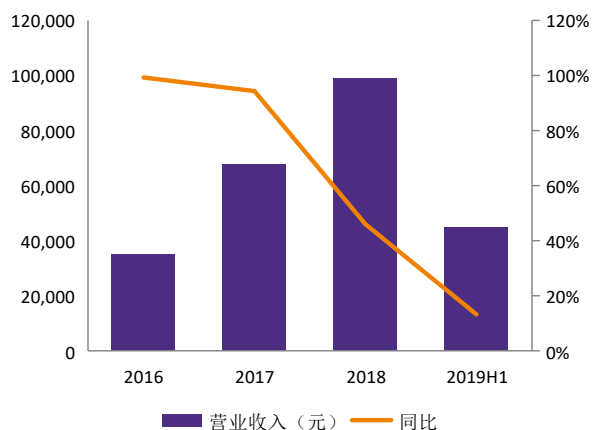
图表 22 公司锂电池产品应用领域

锂电池产品应用	应用产品
电动工具	 动力工具  重型动力工具  草坪花园工具
智能家居	 无线真空  清洁机器人
智能出行	 电单车  电子摩托车  电子踏板车
物联网	 无人机  AGV  UPS

资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

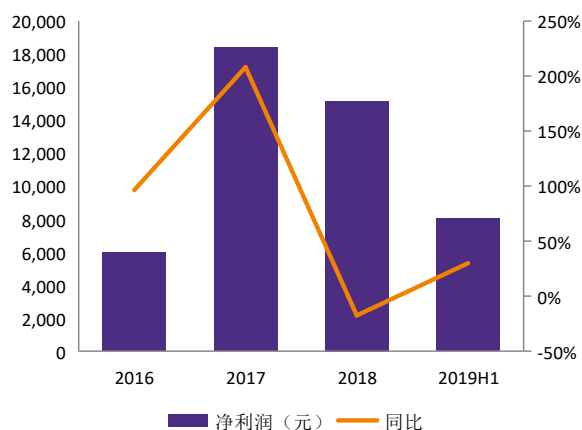
锂电产品营收及净利润增速保持在较高水平。近年来，天鹏电源锂电产品业绩总体保持较快增长，2018年公司净利润受下游新能源汽车客户产销下滑的影响出现负增长。鉴于此，2019年开始，公司在综合考虑当前国内新能源汽车动力电池技术路线及市场格局之后，调整发展战略，短期内将精力聚焦于拥有绝对优势的电动工具应用领域并积极拓展高端二轮车市场，而对电动汽车客户则开始进行有选择供货。2019年上半年，公司净利润同比增速达到29.91%，重新实现高速增长。

图表 23 天鹏电源营业收入及增速



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 24 天鹏电源净利润及增速

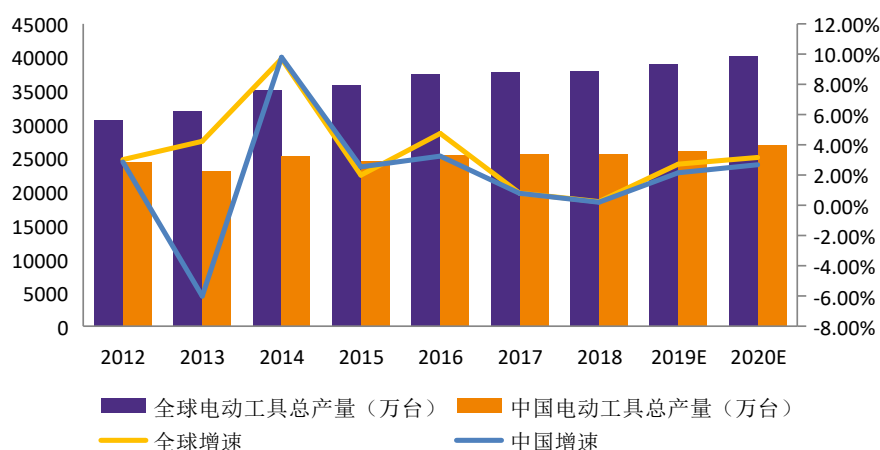


资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

4.2 电动工具领域优势显著，未来将受益于电动工具无绳化

无绳电动工具近年来加速普及。电动工具已被广泛应用于国民经济各个领域，并已大量进入家庭使用。根据形态进行区分，电动工具可分为与电源连接使用的有线工具和不与电源连接可自由使用的无绳工具。无绳电动工具因其可自由移动，使用便利，近年来在电动工具市场中的占有率不断提升。根据真锂研究院报告预测，全球及中国电动工具产量在 2020 年有望分别达到 4 亿台和 2.68 亿台，全球增速可保持在 3% 左右，下游整体需求稳定。

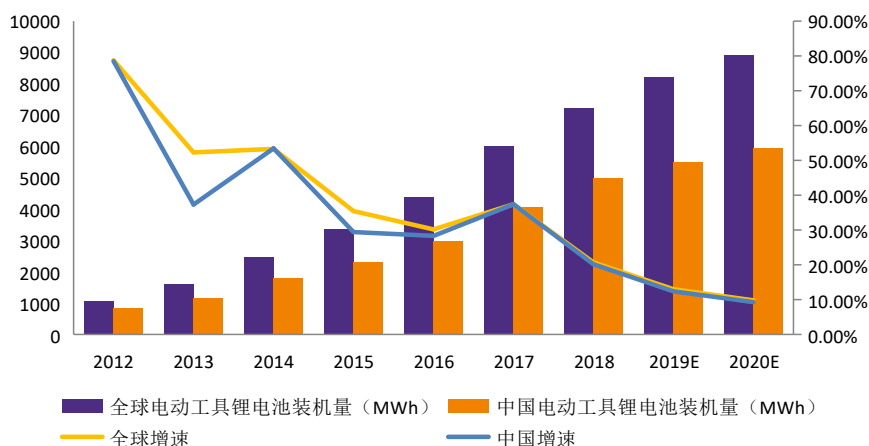
图表 25 电动工具全球及中国产量预测



资料来源：真锂研究，华鑫证券研发部

锂电池在电动工具中的渗透率将不断提升。无线电动工具最重要的配件是电池，之前主要采用镍镉电池，目前正逐步被锂离子电池替代。与镍镉电池相比，锂离子电池能量密度更高、体积更小、寿命更长、频繁充电放电依然能够保持性能稳定。随着锂电池材料的使用推广，锂离子电池的价格将逐步降低，因此，未来锂离子电池在电动工具中的渗透率将不断提高。根据真理研究院预测，2020 年，全球电动工具锂电池装机量有望从 2018 年的 7261MWh 增长至 9925MWh，未来几年装机量增速有望维持在 10% 左右波动，市场可观。

图表 26 全球及中国电动工具锂电池装机量预测

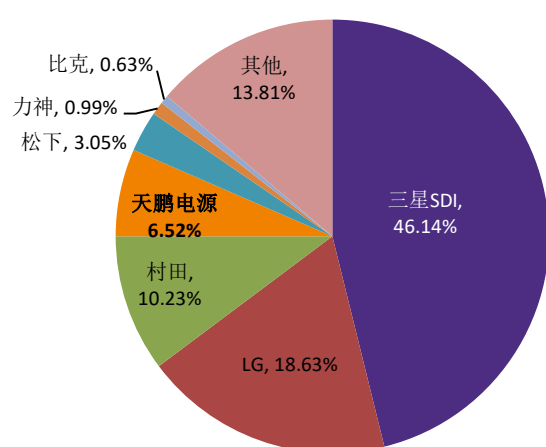


资料来源：真锂研究，华鑫证券研发部

公司在全球电动工具锂电池市场份额仅次于国际巨头，但增速高于对手。从全球各锂电池企业装机份额来看，排名前四位的分别是三星 SDI、LG 化学、村田和公司子公司天鹏电源。2018 年，四家企业市场份额合计占比达到 84%，而天鹏电源作为唯一的国内企业，2018 年占比达到 9.76%。

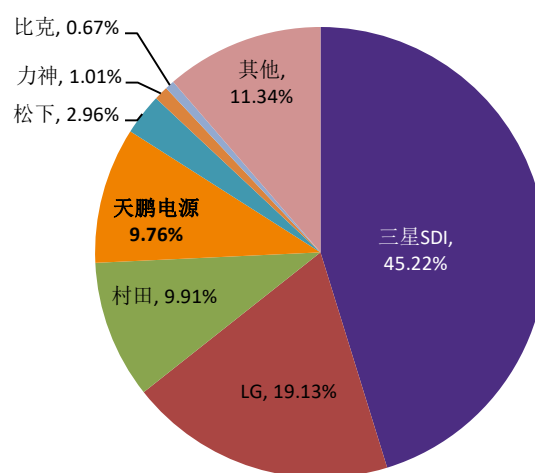
而从占比增速来看，2017 年到 2018 年，排名前五的企业中，仅有 LG 化学和天鹏电源份额实现增长，其余企业市场份额均有下滑。尽管市场份额较国际巨头仍存在差距，但天鹏电源市场份额增速最快，2018 年出货量达到 708.9MWh，市场份额由 6.52% 上升至 9.76%。

图表 27 2017 年全球电动工具市场锂电池装机份额



资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

图表 28 2018 年全球电动工具市场锂电池装机份额



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

4.3 核心技术取得突破，下游客户有望不断开拓

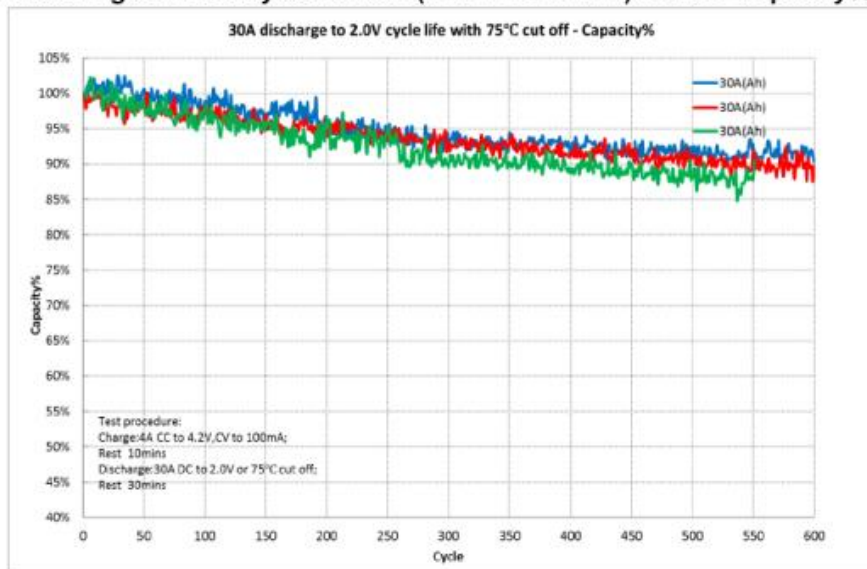
30A 高倍率电芯是解决未来高功率应用场景的主要选择。在国际高端电动工具市场，高端品牌客户针对电动工具用电池的高倍率循环要求已经从最初的 15-20A 持续放电提升到了 30A 持续放电并保证很好的循环，同时，电芯需要兼具 3-5C 快充、高低温循环稳定性、低自放电等苛刻的要求，这已经成为国际专业工具品牌选用电芯的新标准，这些性能的提升也给更多大功率应用场景的锂电化提供了可能性。例如汽车启停电源等性需要瞬时大电流充放电的应用领域。因此未来 30A 高倍率电芯市场需求巨大，占比将不断提高。

30A 高倍率电池领域取得突破，打破日韩技术垄断。天鹏电源长期以来注重研发投入，目前公司 18650 系列 1.5/2.0AH-30A 产品已解决了 30A 持续放电寿命短及温升问题，短时间脉冲轻松承载 100A 以上电流。同时，公司 30A 产品充放电循环 500 次后，容量剩余仍可达 80% 以上，实现在 30A 高倍率电池领域重要突破，打破了 30A 高倍率电池一直以来被日韩几大电芯厂家垄断的局面。目前公司相关产品已实现批量稳定供货。



图表 29 公司 30A 高倍率电池产品性能指标

30A discharge to 2.0V cycle life test(with 75°C cutoff) at R.T.- capacity%



资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

电动工具领域客户不断拓展，高端二轮车市场取得突破。在工具电池下游客户方面，公司客户稳定并持续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。2019 年 4 月，公司与国内知名电动工具企业江苏大艺签订战略合作协议，有望未来 2 年内向其提供各类型三元圆柱锂电池总计达 1.5 亿只。

在不断挖掘电动工具领域客户的同时，公司积极拓展高端二轮车市场。目前国内二轮电动车所使用的动力电池主要仍是铅酸电池，根据国际铅联盟的预测，锂电池或将在未来的 5 至 6 年大幅进入目前铅酸电池所主宰的二轮车领域，市场空间广阔。目前，公司锂电产品已相继通过五羊本田、哈啰出行等供应商审核，并与速珂（SOCO）开展战略合作，为公司锂电池业务持续增长打下了良好基础。

5. 公司盈利预测与评级

公司盈利预测假设：

- （1）在金属物流板块，“新冠”的短期扰动对该业务有一定的影响，预计下半年影响消失，未来几年下游行业景气度将逐渐恢复。我们预计 2019-2021 年公司金属物流业务收入分别为 16.18、17.47 和 18.87 亿元；
- （2）在 LED 芯片板块，预计“新冠”对重资产的 LED 芯片行业影响有限。公司产品结构调整将在 2020 年体现，高光效产品、高压、倒装和背光等新产品将逐渐放量，传统 LED 照明芯片占比将显著降低。我们预计 LED 芯片业务在 2019-2021 年分别实现营业收入 7.93、9.36 和 11.23 亿元；
- （3）在锂电池板块，预计“新冠”的短期扰动对该业务存在一定影响，下半年影响消失。假设公司在电动工具及二轮电动车领域客户拓展顺利，订可单顺利转化，预计锂电池板块业务在 2019 年-2021 年可分别实现营收 11.29、

13.21 和 15.85 亿元；

(3) 公司销售费用率和管理费用率保持基本稳定；

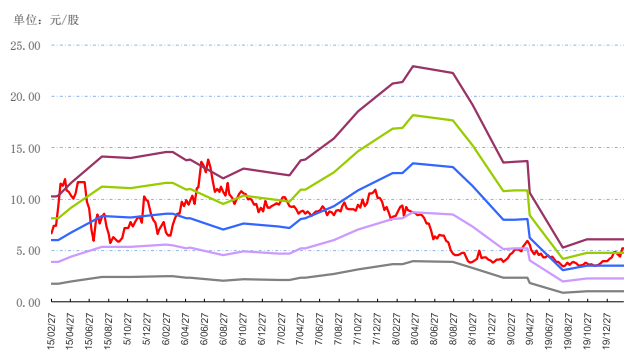
(4) 公司其他收入和成本保持相对稳定；

(5) 公司总股本按照当前股本 9.81 亿股计算（不考虑可转债转股）。

综上，我们预计公司 2019–2021 年营业收入分别为 35.82、40.46 和 46.37 亿元，实现归属母公司所有者净利润分别为 1.41、2.28 和 3.31 亿元。

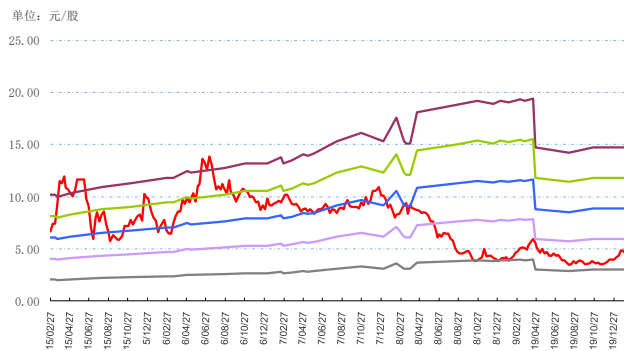
历史估值：目前公司股价对应 TTM-PE 处于历史较高水平，但考虑到 2019 年是公司的业绩低点，最新股价对应 2020–2021 年的市盈率分别为 22.7 和 15.6 倍，均显著低于历史 PE 估值中枢（35.1X）。另外一方面，公司 PB 估值也处于近 5 年的低位附近。

图表 30 公司 PE-Band



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 31 公司 PB-Band



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

可比公司估值比较：由于公司在金属物流配送领域不存在可比上市公司，因此我们选择 LED 芯片行业的三安光电、华灿光电、乾照光电、聚灿光电和锂电池行业的亿纬锂能及国轩高科作为可比上市公司。剔除部分不存在市场一致预期的标的，可比上市公司 2020 动态 PE 平均为 39 倍，显著高于公司的估值水平。

图表 32 LED 与锂电行业上市公司估值（截止 2020 年 2 月 17 日）

公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB亿元)	EPS			PE		
				TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300323.sz 华灿光电	中国	7.32	80	-0.89	n. a.	n. a.	(8.3)	n. a.	n. a.
600703.sh 三安光电	中国	24.85	1,013	0.34	0.37	0.55	72.96	66.8	45.2
300708 聚灿光电	中国	15.87	41	0.03	n. a.	n. a.	507.03	na.	n. a.
300102.sz 乾照光电	中国	5.48	39	-0.03	n. a.	n. a.	-175.08	na.	n. a.
300014 亿纬锂能	中国	77.03	747	1.39	1.65	2.06	55.27	46.8	37.5
002074 国轩高科	中国	25.45	289	0.44	0.63	0.74	57.89	40.7	34.6
平均值									39.1

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

综合来看，公司是国内金属物流配送行业龙头企业，现金流稳定，在锂电板块公司通过差异化竞争，深耕电动工具领域，优势突出。同时公司在 LED 块由成本领先转向技术驱动，预计业务盈利有望反转。我们首次覆盖给予“推荐”投资评级。

5. 风险提示

- (1) “新冠”疫情持续扩大，导致下游需求持续低迷；
- (2) LED 芯片、电池产品价格继续下降；
- (3) 客户开拓及订单转化不及预期；
- (4) 市场系统性风险等。



图表 33 公司盈利预测（百万元）

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产:					营业收入	4,297	3,582	4,046	4,637
货币资金	282	1,025	178	341	营业成本	3,455	3,109	3,342	3,711
应收款	2,007	1,642	1,854	2,125	营业税金及附加	13	13	13	13
存货	943	950	1,021	1,134	销售费用	46	50	53	60
待摊费用和其他流动资产	56,248	56,248	56,248	56,248	管理费用	95	97	105	116
流动资产合计	3,794	3,617	3,054	3,601	财务费用	93	94	82	62
非流动资产:					费用合计	233	241	240	238
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	9	-20	10	11
固定资产+在建工程	2,741	2,904	2,991	3,054	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	76,112	76,712	77,102	77,482	投资收益	-1	3	2	2
其他非流动资产	22	22	22	22	营业利润	425	193	300	464
非流动资产合计	3,585	3,754	3,845	3,912	加: 营业外收入	2	10	10	10
资产总计	7,379	7,371	6,899	7,513	减: 营业外支出	2	2	2	2
流动负债:					利润总额	425	202	308	472
短期借款	1,083	1,083	500	600	所得税费用	53	26	40	61
应付账款、票据	1,166	1,123	1,207	1,340	净利润	372	176	268	411
其他流动负债	392	392	392	392	少数股东损益	146	35	40	80
流动负债合计	2,642	2,598	2,099	2,332	归母净利润	226	141	228	331
非流动负债:									
长期借款	78	523	300	300	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
其他非流动负债	179	179	179	179	成长性				
非流动负债合计	738	1,190	967	967	营业收入增长率	18.1%	-16.6%	13.0%	14.6%
负债合计	3,379	3,787	3,066	3,299	营业利润增长率	-32.7%	-54.6%	55.4%	54.5%
所有者权益					归母净利润增长率	-36.4%	-37.7%	62.4%	44.9%
股本	981	981	981	981	总资产增长率	13.2%	-0.1%	-6.4%	8.9%
资本公积金	371	371	371	371	盈利能力				
未分配利润	1,181	1,310	1,533	1,873	毛利率	19.6%	13.2%	17.4%	20.0%
少数股东权益	1,303	1,303	1,303	1,303	营业利润率	9.9%	5.4%	7.4%	10.0%
所有者权益合计	3,999	4,146	4,396	4,777	三项费用/营收	5.4%	6.7%	5.9%	5.1%
负债和所有者权益	7,379	7,933	7,461	8,075	EBIT/销售收入	9.8%	3.7%	8.2%	10.9%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利润率	8.7%	4.9%	6.6%	8.9%
净利润	372	176	268	411	ROE	9.3%	4.2%	6.1%	8.6%
折旧与摊销	213	242	266	291	营运能力				
财务费用	83	94	82	62	总资产周转率	58.2%	48.6%	58.6%	61.7%
存货的减少	-238	-7	-71	-113	资产结构				
营运资本变化	-142	321	-128	-138	资产负债率	45.8%	51.4%	44.4%	43.9%
其他非现金部分	15	7	0	0	现金流质量				
经营活动现金净流量	304	832	417	513	经营净现金流/净利	0.82	4.74	1.56	1.25
投资活动现金净流量	-522	-410	-358	-358	每股数据 (元/股)				
筹资活动现金净流量	188	322	-907	8	每股收益	0.23	0.14	0.23	0.34
现金流量净额	-29	743	-847	163	每股净资产	4.08	4.22	4.48	4.87

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

杨靖磊：华鑫证券分析师，工学硕士，2016 年 4 月加入华鑫证券研发部。

徐鹏：华鑫证券分析师，工学硕士，2013 年 6 月加盟华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面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，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>