

2021年03月28日

证券研究报告·公司研究报告

蔚蓝锂芯 (002245) 交通运输

买入 (首次)

当前价: 10.99 元

目标价: 15.00 元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

完成战略调整，开启蔚蓝征途

投资要点

- **推荐逻辑:** a. 公司实控人变更，各业务板块发展战略调整完成。b. 公司在三元材料动力型圆柱电池领域具有将近 10 年的研发和制造经验的积累，护城河深筑。经历之前动力电池领域的波折，公司锂电池战略已经重回优势的工具锂电领域，未来行业规模与公司市占率双增长，锂电业务将带领公司重回高速增长。c. 此外，公司是国内 LED 外延芯片行业技术水平、营运效率、盈利最好的企业之一，行业从低谷开始回升，公司产品战略从低端向高端扩展，盈利水平持续提升，预计 2021 年实现扭亏。d. 公司是金属物流配送行业的领导者，业务深耕多年，年均利润 1 亿元左右，保证公司现金流稳定，支持公司新业务开展。
- **工具锂电池:** 公司是国内唯一进入全球 TOP5 电动工具公司供应链的锂电池供应商。2018 年开始，锂电池业务开始战略调整，从车用动力电池领域切回至电动工具电池领域。2020 年锂电池业务毛利率 21.32%，扣非净利率约 15.7%，净利率显著高于行业平均水平。公司目前已有圆柱电池产能约 3.9 亿颗，将于 21 年第四季度释放新增 3 亿颗的产能，并且公司公布的淮安新厂的产线设计产能合计为 12 亿颗。电动工具无绳化趋势显著，目前，工具锂电池由于下游需求旺盛，及上游供给不足，形成了紧平衡。我们预测未来整个工具锂电池市场年平均增速将达到 15% 以上，年增需求量约 2 亿颗左右。公司有望凭借大股东的渠道优势提升市场份额，公司未来的新建产能将得到充分发挥。2021 年公司锂电池业务贡献 4 亿元左右利润。
- **LED:** 公司对 LED 业务进行了战略调整，通过技术提升单品的附加值，持续进行产品结构优化与客户结构调整，转向高光效、背光、植物照明等领域。行业整体出现了底部向上好转趋势，预计公司 2021 年 LED 业务将实现扭亏，完成 5000 万净利润目标。
- **盈利预测与投资建议。** 公司在锂电池及 LED 业务战略调整初见成效，工具锂电池行业前景乐观，公司产能加速扩张。LED 行业出现底部反转迹象，公司经营持续改善。未来三年公司总收入复合增长率为 46%，归母净利润复合增长率为 62%。我们给予公司 2021 年 28 倍 PE，目标价 15.00 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 锂电池产能扩张速度或不及预期；上游原材料价格继续暴涨，产品价格向下游传导受阻的风险；LED 行业整体继续低迷，无法实现扭亏的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4249.55	5904.78	8226.12	13250.08
增长率	20.76%	38.95%	39.31%	61.07%
归属母公司净利润 (百万元)	277.95	601.52	799.42	1189.77
增长率	136.33%	116.41%	32.90%	48.83%
每股收益 EPS (元)	0.27	0.52	0.70	1.04
净资产收益率 ROE	8.29%	11.76%	13.76%	17.21%
PE	41	21	16	11
PB	4.40	2.74	2.39	2.00

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: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.36
流通 A 股(亿股)	9.68
52 周内股价区间(元)	3.65-14.33
总市值(亿元)	113.84
总资产(亿元)	71.64
每股净资产(元)	2.56

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司锂电、LED 业务完成战略调整，开启蔚蓝征途	1
1.1 公司三主营业务都处于行业领先，经营能力优异	1
1.2 公司治理结构变化，开启蔚蓝征途	3
1.3 公司业务发展开始进入正轨，未来高速增长可期	4
2 重心重回工具动力电池，下游需求稳定向好	6
2.1 掌握工具锂电池先发优势，持续加码产能	6
2.2 工具锂电池需求增速可观，公司客户资源有助消化新增产能	7
2.3 锂电上游材料涨价，公司产品价格向下游传导顺畅	9
3 LED 提升单品附加值，今年有望扭亏	11
4 财务分析	12
5 盈利预测与估值	14
5.1 盈利预测	14
5.2 相对估值	14
6 风险提示	15

图 目 录

图 1: 公司主营业务发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	3
图 3: 公司营业收入.....	4
图 4: 公司归母净利润.....	4
图 5: 公司营业收入拆分 (按产品)	5
图 6: 公司营业收入拆分 (按地区)	5
图 7: 公司各业务毛利率及公司净利率	5
图 8: 公司锂电池业务收入情况	6
图 9: 全球电动工具市场规模	7
图 10: 2019 年全球电动工具主要企业市场份额	8
图 11: 全球电动工具锂电池装机份额	9
图 12: 电解钴价格	10
图 13: 碳酸锂价格	10
图 14: 氢氧化锂价格	10
图 15: 硫酸镍价格	10
图 16: 淮安澳洋顺昌盈利能力	11
图 17: 可比公司 LED 芯片业务毛利率	12
图 18: 公司期间费用率	12
图 19: 公司现金流改善	13
图 20: 公司应收账款及应付账款周转率	13

表 目 录

表 1: 公司产能规划 (亿颗)	7
表 2: 公司锂电池成本构成 (假设)	10
表 3: 分业务收入及毛利率	14
表 4: 可比公司估值	15
附表: 财务预测与估值	16

1 公司锂电、LED 业务完成战略调整，开启蔚蓝征途

1.1 公司三主营业务都处于行业领先，经营能力优异

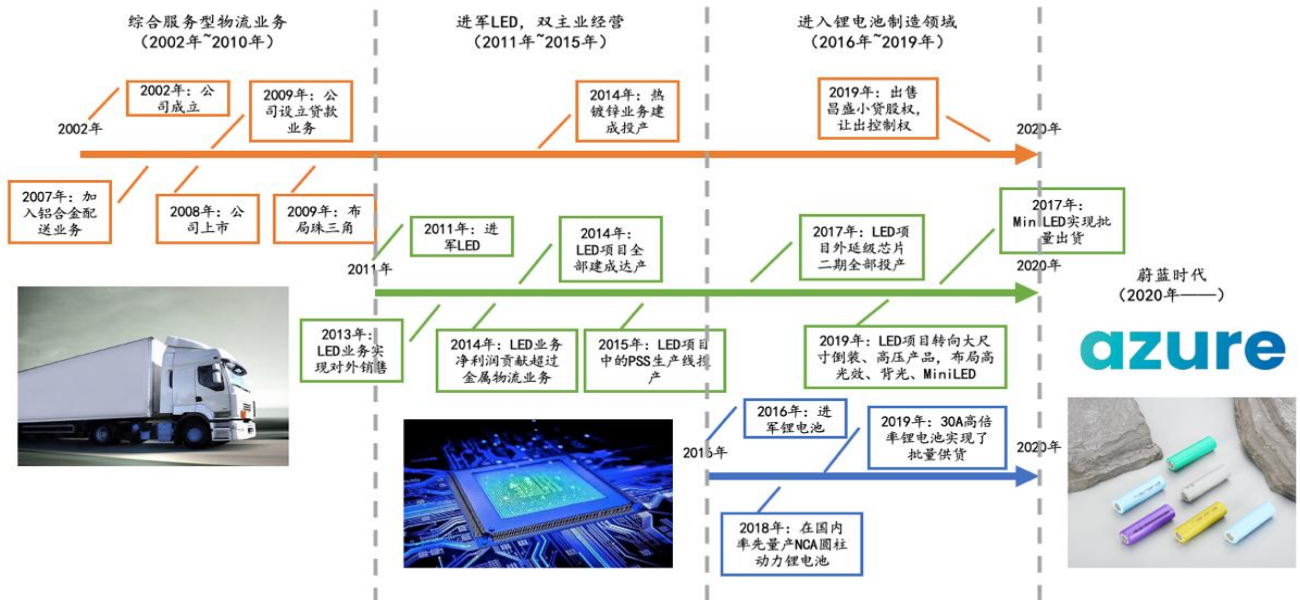
公司成立于 2002 年，曾用名“澳洋顺昌”，2020 年改名为“蔚蓝锂芯”。公司从最初的金属物流配送行业，逐渐扩展到现今的三个主营板块，分别是金属物流配送、LED 芯片、工具锂电池行业。在公司三个主营业务的细分领域中，公司都处于行业领先地位。

公司是金属物流配送行业的领导者，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。

公司是国内 LED 外延芯片行业技术水平、营运效率、盈利最好的企业之一。是少数具有从衬底、外延片到芯片的完整产业链的公司，公司 LED 芯片凭借稳定的性能和高性价比获得市场的高度认可。

公司主营锂电池的子公司江苏天鹏电源有限公司，是专业从事锂离子电池研发、生产、销售的高新技术企业，作为国内较早选定三元体系用于电动工具用锂离子电池的企业，在 3 元材料动力型圆柱锂电池领域具有将近 10 年的研发和制造经验的积累，拥有先进的圆柱型锂电池生产线，具有较大规模的圆柱型动力锂离子电池生产能力，在工具型动力锂电池领域处于领先地位。

图 1：公司主营业务发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

综合服务型物流业务 (2002 年~2010 年)

公司前身是 2002 年 9 月 30 日成立的张家港澳洋顺昌金属制品有限公司，为中外合资经营企业，公司面向 IT 产品制造商提供金属材料的仓储、分拣、套裁、包装、配送等完整供应链服务，是长三角区域 IT 制造业金属材料配送规模最大的物流服务商。公司套裁、配送的钢

铁薄板可分为：耐指纹镀锌薄板和普通冷、热轧薄板，其中耐指纹镀锌薄板是 IT 制造业需求的主要金属材料，被广泛用于电脑制造业和电子消费品制造业。

2007 年 8 月开始，子公司润盛公司开始为客户提供更轻便、散热性强、加工性更好的铝合金板的套裁、配送业务，毛利率也随之提升。

2008 年 6 月，公司首次公开发行人民币普通股 1520 万股，在深交所成功上市，控股股东为澳洋集团，持有公司 66.12% 的股份。但同年经济危机全面爆发，大宗商品价格大幅回落，公司毛利水平下降严重。

2009 年 2 月，公司出资 7000 万人民币投资张家港市昌盛农村小额贷款有限公司，占注册资本比例 35%。同年 6 月，全资子公司江苏鼎顺创投成立，从事私募股权投资业务。同年 10 月，全资子公司广东润盛成立，完成公司在珠三角地区铝板销售的布局。

2010 年，成立子公司上海澳洋顺昌金属材料有限公司和澳洋顺昌能源技术（苏州）有限公司，分别从事货物及技术的进出口业务和节能技术的研发咨询服务。

进军 LED，开启双主业经营模式（2011 年~2015 年）

2011 年 4 月，投资设立江苏澳洋顺昌光电技术有限公司，从事电子产品研发、制造、销售等业务，标志公司进军 LED 产业，开启双主业经营模式。

2013 年，公司 LED 项目全面建设完成，LED 外延片及芯片生产线全线贯通，并实现了对外销售。

2014 年，公司 LED 业务营业收入及利润贡献呈现逐季递增的态势，全年净利润贡献超过金属物流业务。同年四季度，公司 LED 一期项目全部建成达产，芯片月产能达 16.5 万片（折合 2 吋片）。同年，扬州澳洋顺昌热镀锌业务建成投产并形成了部分销售收入。

2015 年，LED 二期项目中的 PSS（图形化蓝宝石衬底）生产线投产。

进入锂电池制造，拓展新领域（2016 年~2019 年）

2016 年 4 月，公司收购江苏绿伟锂能有限公司（含其全资子公司江苏天鹏）47.06% 的股权，进入锂电行业，主要生产圆柱形三元动力锂电池。自此公司形成了金属物流、LED 及锂电池三大业务的总体业务格局。

2017 年，公司 LED 外延级芯片二期全部投产，产能从 20 万片/月提升到 100 万片/月，控股子公司淮安光电已成为国内主要的 LED 芯片供应商之一。同时，公司开始着手实施蓝宝石图形产业化项目，向上游产业链延伸业务。

同年，公司与宝钢、鞍钢、马钢、武钢、首钢、中铝瑞闽及台湾中钢铝、韩国诺贝尔斯建立了良好的战略伙伴关系，成为中国首屈一指的能提供多品种、多规格、多产品金属材料供给增值服务的大型金属材料配送中心。

2018 年，江苏天鹏在国内率先量产 NCA 三元圆柱动力锂电池。同年，公司 LED 产品开始涉足显示领域。

2019 年，公司 LED 业务逐步从通用照明向大尺寸倒装、高压产品，以及高光效、背光等高端产品应用领域跨出了重要一步，并且布局 MiniLed，形成了全新的产品格局。同年，30A 高倍率电池实现了批量稳定供货，打破了日韩厂家垄断。公司将业务中心转向小型动力电池，且在该领域持续加强大客户的开发，成效显著。

蔚蓝元年 (2020 年至今)

2020 年 9 月, 公司的控股股东由澳洋集团有限公司变更为香港绿伟有限公司, 公司的实际控制人由沈学如变更为陈锴。陈锴是公司创始人之一, 同时是江苏天鹏的董事长, 此次公司实控人的转变将更有利于锂电池业务板块的发展。

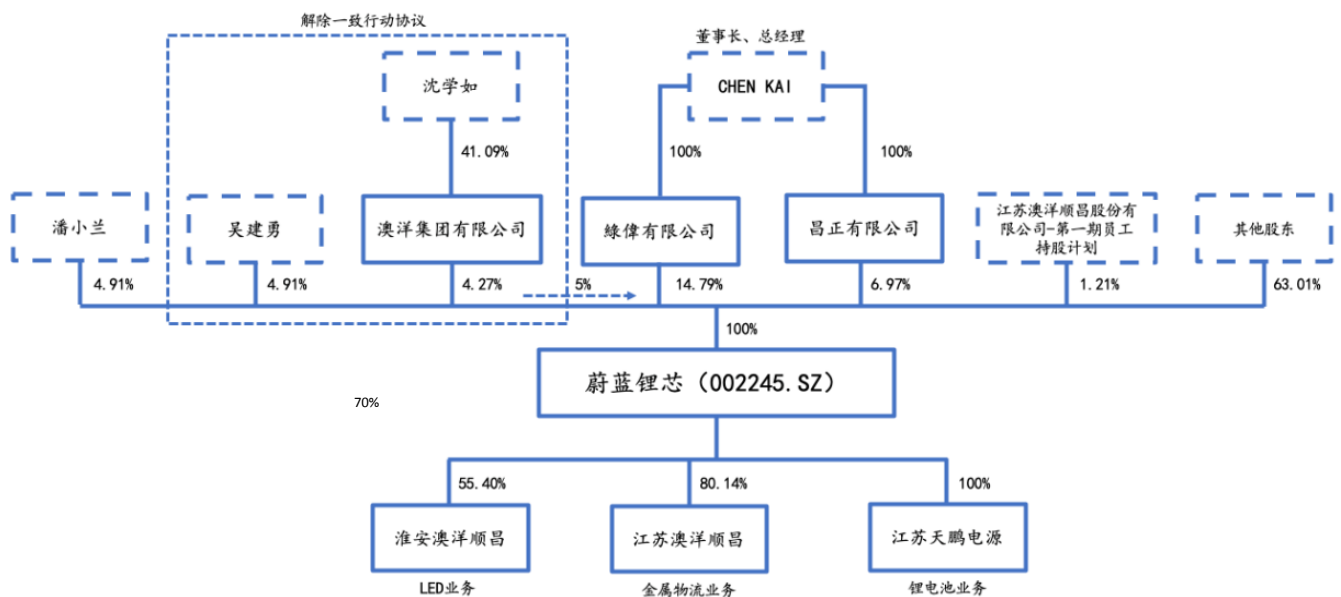
公司为加强生产规模优势, 持续进行产线扩建, 预计 2021 年锂电池年产能将达到 7 亿颗。同年 7 月, 公司出售子公司昌盛小贷 42.84% 的股权, 让出控制权, 专注于核心主业经营, 降低公司经营风险。

1.2 公司治理结构变化, 开启蔚蓝征途

2020 年 9 月, 公司原控股股东沈学如通过澳洋集团向绿伟有限公司转让 5% 的股权, 截至 2020 年年底, 绿伟有限公司持股 14.79%, 公司实控人变为陈锴。

陈锴原为澳洋顺昌两位创始人之一, 一直负责公司的经营管理, 此次实控人变更, 优化了公司治理结构, 实现了责权利的进一步统一, 公司名称由原来的“澳洋顺昌”更名为“蔚蓝锂芯”也彰显了公司聚焦锂电池和 LED 业务的战略布局。

图 2: 公司股权结构



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

同年, 公司通过并实施了第一期员工持股计划。2020 年 8 月 26 日, 公司第一期员工持股计划通过大宗交易的方式买入公司股票 1213.4 万股, 锁定期自公司公告购买完成之日起 12 个月。

9 月 22 日和 10 月 26 日, 公司公告锂电池和金属加工业务子公司股权变动, 变动后股权结构更加简洁清晰。此外公司还对全体员工实行收益与工作业绩、公司效益挂钩的绩效考核机制, 并实施了股权激励, 有效提高了管理人员和员工的工作积极性与责任感, 保持了个人利益与公司利益的高度一致, 实现股东利益的最大化。

1.3 公司业务发展开始进入正轨，未来高速增长可期

2011年~2016年，公司的营业收入在15亿至20亿的区间内维持稳定，5年内复合增速1.68%，收入贡献由金属配送业务逐渐流向LED业务，归母净利润也有所增长。

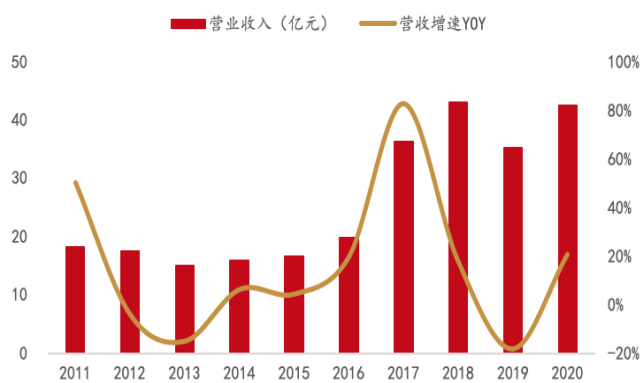
2013年~2015年，因为高毛利率的LED业务占比逐年提升，公司净利润率快速上升。

2017年，随着公司LED业务产能的跨越式发展，及公司锂电池业务开始加速扩张，业绩出现了爆发性的增长，营业收入同比增长82.93%，归母净利润同比增长72.36%。

2018年、2019年，由于LED行业整体增长放缓，LED芯片售价出现持续下滑，及公司锂电池业务战略调整影响，产能利用率出现下滑。公司营业收入虽然保持平稳，但归母净利润出现明显下滑。

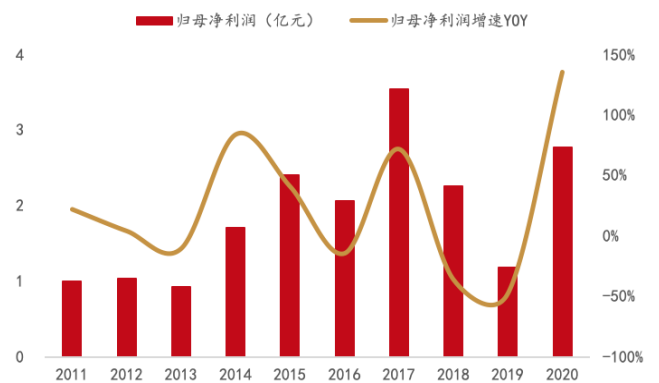
2020年，公司营业收入42.40亿元，同比增长20.76%，归母净利润2.78亿元，同比增长136.33%。2020年业绩的快速回升与净利润的爆发性增长得益于公司毛利率最高的锂电池业务开始发力，聚焦电动工具为主的小型动力电池市场，现已成为行业龙头。

图3：公司营业收入



数据来源：公司公告，西南证券整理

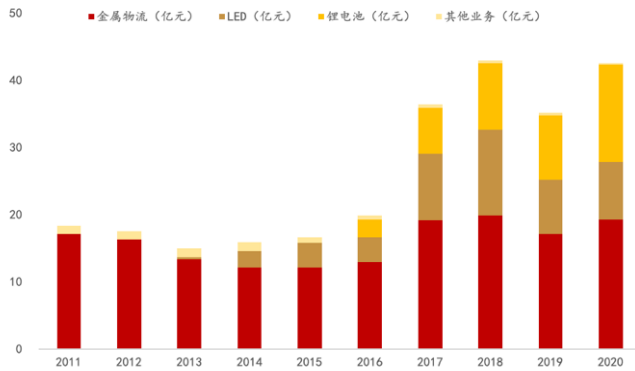
图4：公司归母净利润



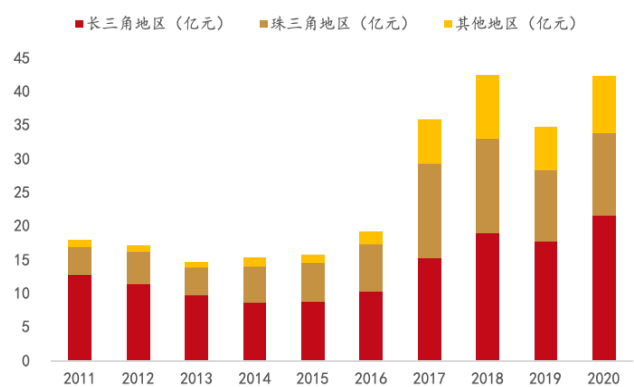
数据来源：公司公告，西南证券整理

至2020年底，公司共拥有3块主营业务，分别为金属物流业务、LED业务和锂电池业务，占营业收入比重分别为45.36%、20.21%和34.05%。在过去的10年中，金属物流业务占比逐年下降，LED业务占比自2017年产能扩张以来一直维持在20%~30%的区间，锂电业务占比在2016年13.22%的基础上逐年稳步上升，预计未来将作为公司主要的营收来源。

在市场分布上，公司的主要市场集中在长三角与珠三角地区，源自于传统金属物流业务的销售网络布局在华东与华南地区。2017年，公司在其他地区的销售额占营业收入比重有较快的上升，是由于LED与锂电池业务的全国性销售导致。

图 5：公司营业收入拆分（按产品）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司营业收入拆分（按地区）


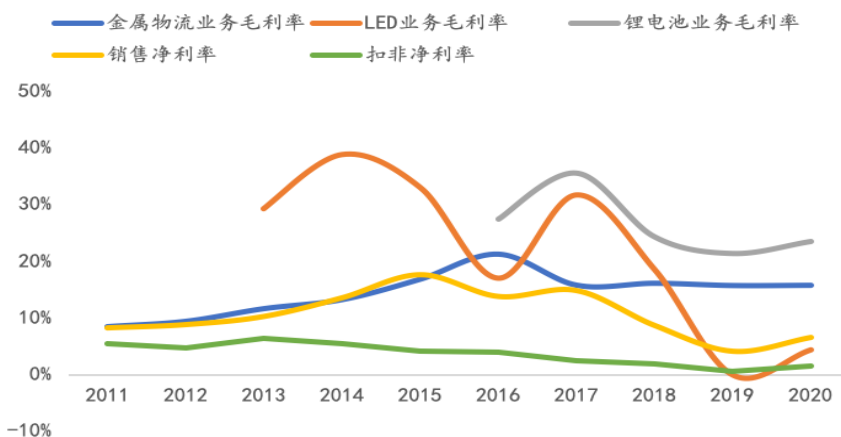
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司所有业务盈利能力在 2020 年皆提升明显，各业务板块毛利率都形成上升趋势，2020 年扣非净利润同比增长 683%。

金属配送业务稳定贡献现金流和利润。金属配送业务是公司起家业务，该业务主要在长三角、珠三角等地进行布局，目前已形成区域性优势，每年能够产出 1 个亿左右的净利润。

受价格波动，LED 业务毛利率震荡明显。2016 年毛利率下降是因为 2015 年四季度延续至 2016 年一季度的 LED 芯片价格下跌所致，2018 年~2019 年毛利率连续两年下降同样是遭受了芯片行业低端产能过剩带来的芯片降价影响。随着行业低端产能出清，价格趋稳，及公司通过技术提升 LED 芯片平均销售单价，公司 LED 业务 2020 年四季度已经实现扭亏，2020 年毛利率开始反弹。

锂电池是公司毛利率最高的业务，曾经一度达到 30% 以上。由于公司曾经战略转型新能源动力电池，导致公司锂电业务业绩受到一定的影响，但总体上，近三年毛利率水平较为稳定，且在重新把经营重心放回动力工具锂电池业务后，毛利率开始提升。

图 7：公司各业务毛利率及公司净利率


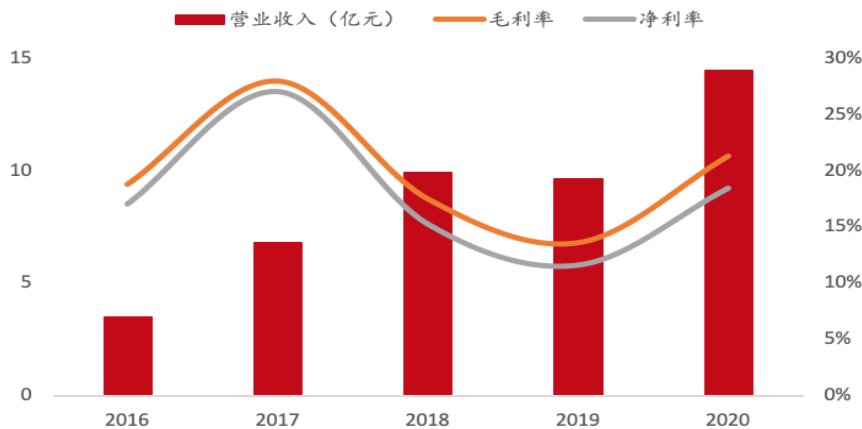
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 重心重回工具动力电池，下游需求稳定向好

2.1 掌握工具锂电池先发优势，持续加码产能

公司锂电池产品目前主要应用于无线工具电池，包含电动工具、扫地机器人、吸尘器等配套的电池，是国内唯一进入全球 TOP5 电动工具公司供应链的锂电池供应商。

图 8：公司锂电池业务收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司锂电池业务全部由子公司江苏天鹏经营，江苏天鹏有着近 10 年生产工具锂电池的经验，2016 年，江苏天鹏并购进入公司并保持较快增长，公司锂电池业务聚焦在车用动力电池领域，2018 年开始，锂电池业务开始战略调整，下游从车用动力电池领域切回至电动工具电池领域。

2020 年锂电池业务营业收入 14.47 亿元，毛利率 21.32%，扣非净利率约 15.7%，净利率显著高于行业平均水平。该业务 2020 年营业收入同比增长 49.97%，毛利率较 2019 年提高 7.73 个百分点，净利率提高 6.83 个百分点，盈利能力全面提升。

2021 年 3 月 6 日，蔚蓝锂芯发布《2021 年非公开发行 A 股股票预案》，发行数量不超过 15,000 万股，预计募集资金金额不超过人民币 15 亿元。扣除发行费用后拟用于：1. 年产 10 亿 AH 高安全性、长寿命、高能量密度新型锂离子电池扩建项目；2. 年产 20 亿 AH 高效新型锂离子电池产业化项目。

公司目前已有圆柱电池产能约 3.9 亿颗，张家港二厂后续仍将继续进行产线扩建，于 21 年第四季度释放新增 3 亿颗的产能。并且公司公布的淮安新厂的产线设计产能合计为 12 亿颗，其中淮安新厂一期计划在 2022 年 Q4 投运。预计今后几年，公司随着新产能的投运，将获得更加明显的规模优势，市占率继续上升。

表 1: 公司产能规划 (亿颗)

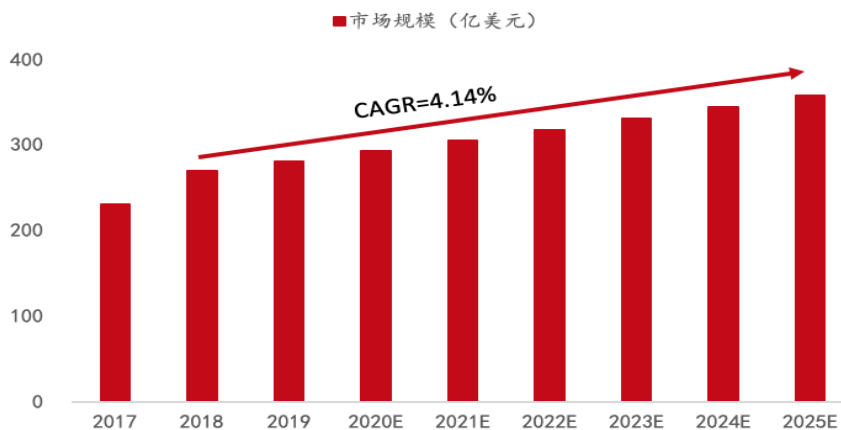
	2020	2021	2022	2023	预计投产日期
张家港一厂	0.9	0.9	0.9	0.9	
张家港二厂一期	3	3	3	3	
张家港二厂二期		3	3	3	2021Q4
淮安三厂一期			6	6	2022Q4
淮安三厂二期				6	2023Q4
合计	3.9	6.9	12.9	18.9	

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.2 工具锂电池需求增速可观, 公司客户资源有助消化新增产能

工具电池与新能源汽车动力电池市场并不完全重叠, 从某种意义上说, 可以认为是完全细分的两个市场。因为对于锂电池的容量, 能量密度, 倍率性等参数要求上, 两个市场的需求不同, 所以电池技术研发上也各有侧重, 并且下游客户不同。相对来说, 两个市场之间有一定的壁垒。目前, 工具锂电池由于下游需求旺盛, 及上游供给不足, 形成了紧平衡。

据 Zion Market Research 数据, 2017 年至 2021 年, 全球电动工具市场预计将实现增长逾 74.4 亿美元。2020 年度, 全球电动工具市场规模预计超过 290 亿美元, 到 2025 年, 预计全球电动工具市场规模将以 4% 以上的增速达到 360 亿美元左右。

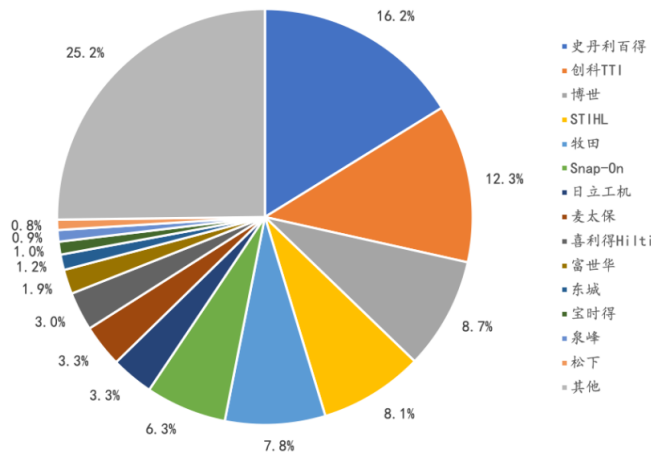
图 9: 全球电动工具市场规模


数据来源: Zion Market Research, 西南证券整理

无绳电动工具具有灵活便捷、安全、噪音低等优势, 占全球电动工具比重已超过 50%, 随着电池与马达的进步、成本下降、价格上升, 未来无绳电动工具的占比将持续上升。现阶段锂电池在无绳电动工具中的渗透率高达 87%, 电动工具的成本中锂电池约战 20%~30%。

2019 年全球电动工具厂商中, 行业集中度较高, CR5 的市场份额已结超过 50%, 且占比在逐年提升。头部企业中, 各欧美品牌电动工具产品结构在向无绳化率极高。其中作为无绳化电动工具龙头的史丹利百得的子品牌 DeWalt 的无绳产品比例达到 90%, 科创实业(TTI)的电动工具品牌 Milwaukee 和 Ryobi 的无绳产品比例也达到 90%, 而无绳化率最低的牧田(日本)也达到了 47%, 高于行业平均水平。

图 10: 2019 年全球电动工具主要企业市场份额



数据来源:《中国电动工具行业发展白皮书(2020年)》,西南证券整理

2020年,电动工具锂电池需求规模为202亿人民币,装机量在过去10年的复合增长率超过30%。根据国际市场研究机构Markets and Markets的预测,该增长趋势在未来5年将保持10%~20%增速,到2025年电动工具锂电池市场规模将达到300~500亿人民币。

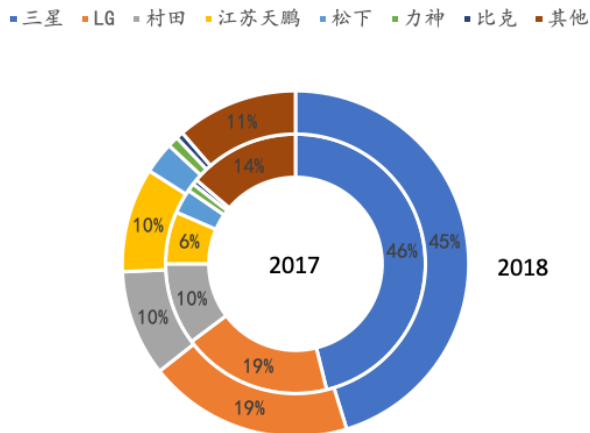
相关研究数据显示,2012年~2019年全球电动工具锂电池总装机量增长了251.56%,年均复合增速19.7%,在2019年达到12.02GWh。其中,全球TOP5的电动工具公司每年合计锂电池使用量高达10GWh以上,行业需求高度集中,未来该数据还将进一步增长。

随着国内电芯厂在高倍率电池领域与国际锂电池厂家的差距逐步缩小,在性能、规模、成本等综合优势加持下,国际电动工具巨头对于电芯供应链的选择已经明显转向中国。叠加20年疫情因素影响,锂电池国产替代进程明显加速,国内锂电池头部制造企业产能持续紧张。GGII数据显示,2019年国内电动工具领域锂离子电池的出货量为5.4GWh,同比增长54.8%,仍不足市场需求的一半,未来的增长空间巨大。

通过几年的努力,公司已经成功进入国际电动工具头部企业供应链,公司市占率稳定提升,打破日韩电池垄断局面。是国内唯一进入全球TOP5电动工具公司供应链的锂电池主要供应商,公司将步入高速增长的快车道。

之前三星SDI和LG化学等日韩企业的圆柱锂电池市占率较高,但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10%,较2017年提升4个百分点,位居全球第四。

图 11: 全球电动工具锂电池装机份额



数据来源: 真锂研究, 西南证券整理

2020 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和推进批量供货, 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。同时, 国内客户中, 与东成、大艺等知名电动工具企业也有着紧密的联系。

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, 并保证较好的循环能力, 并且公司 45A 的高倍率电池也已经开始进行验证, 将持续引领倍率市场。

我们预计随着工具电动化及无绳化渗透率的提升, 及工具单位容量的提升, 在整个电动工具市场 4% 增速前提下, 未来整个工具锂电池市场年平均增速将达到 15% 以上, 年增需求量约 2 亿颗左右。此外, 行业市占率第二的龙头 LG 化学由于和特斯拉的合作, 造成产能紧张, 未来有可能逐渐退出工具动力锂电池市场, 江苏天鹏有望凭借大股东的渠道优势提升市场份额, 公司未来的新建产能将得到充分发挥。

2.3 锂电上游材料涨价, 公司产品价格向下游传导顺畅

圆柱电池工艺性能稳定、尺寸灵活、配组方便, 同时规模上量也很快, 在电动工这种多样化产品形态上具有很强的灵活性和适应性。在材料体系上, 因电动工具对于高倍率放电、高能量密度的要求, 目前也基本被三元电池体系垄断。目前行业主要推出的有圆柱 18650 电芯, 同时公司也已经导入了内阻小、容量高且具备放电倍率大及储存容量保持率高的圆柱 21700 电芯。

从成本看, 锂离子电池的成本由材料成本、人工及制造费用决定, 公司 2020 年年报披露各自占比 71.56%、13.05%、15.39%。电池成本受材料价格影响较大, 材料端上游主要是正极材料、负极材料、隔膜和电解液, 其中正极材料占材料端比重达到约 40%, 为主要影响因素, 近期上游价格上涨对公司会形成一定压力。

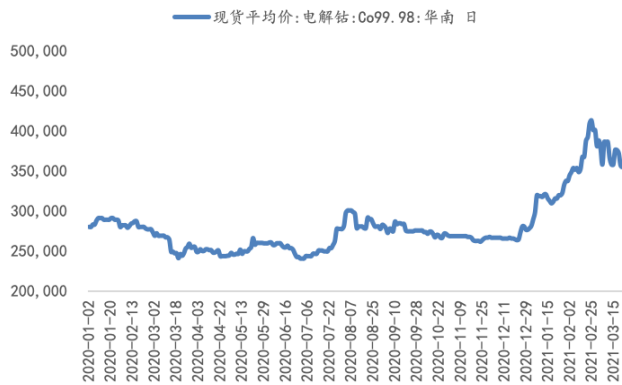
表 2: 公司锂电池成本构成 (假设)

成本端	占比
正极	33.30%
负极	7.05%
隔膜	5.31%
电解液	2.24%
人工成本	13.05%
制造费用	15.39%

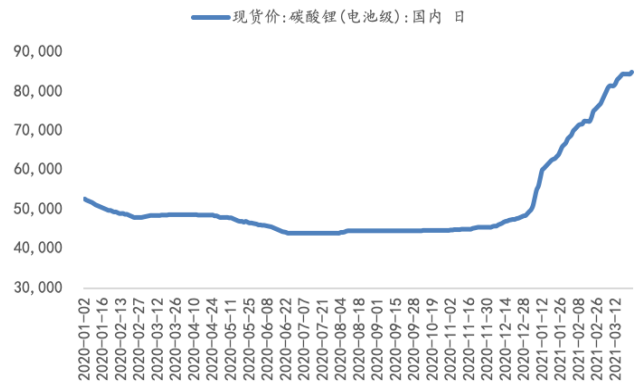
数据来源: 公司公告, 西南证券

从 2020 年初来看, 正极材料的上游材料价格均有较大幅度的上涨, 但是进入 2021 年 3 月以来, 钴、镍的价格有所松动, 但是锂价依然坚挺。经过测算, 我们预计上游涨价对公司锂电池成本的影响在 10% 左右。锂电池大约占电动工具成本的 20%-30%, 假设涨价部分全部由下游客户承担, 电动工具的成本仅仅增加 2 到 3 个百分点。

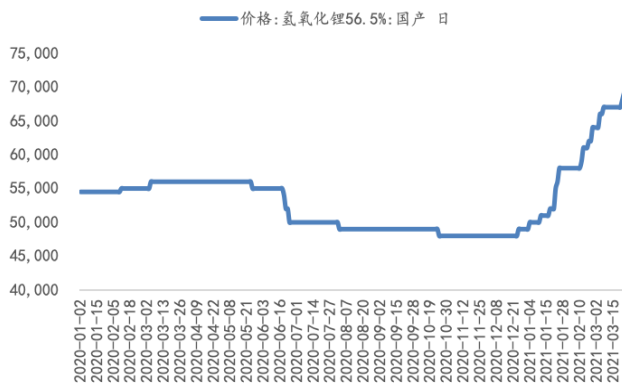
我们认为, 考虑到目前工具锂电池供需紧平衡的环境, 上游涨价带来的成本上升, 相对容易往下游传导。事实上, 为了应对材料价格上涨带来的成本增加、利润减少, 公司近期已上调电池价格, 毛利率水平有望维持去年水平。

图 12: 电解钴价格


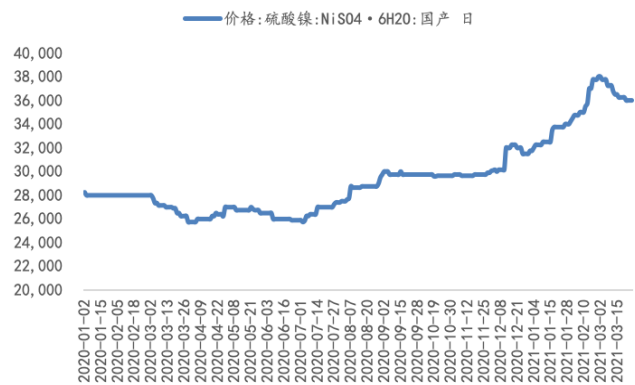
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 13: 碳酸锂价格


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 14: 氢氧化锂价格


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 15: 硫酸镍价格


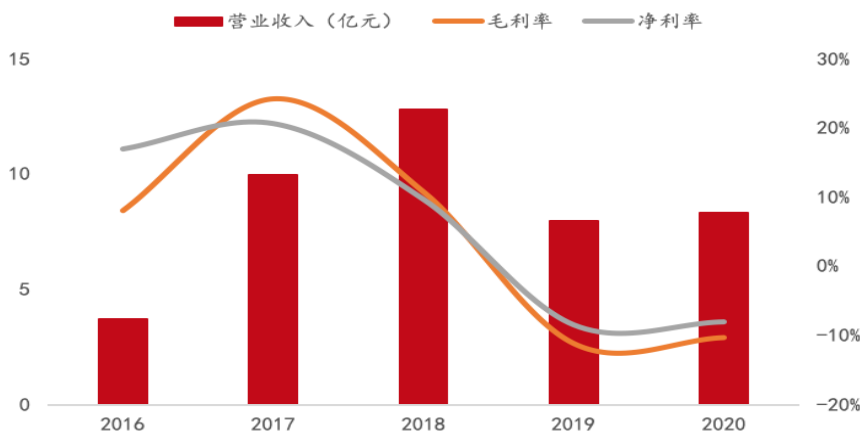
数据来源: Wind, 西南证券整理

3 LED 提升单品附加值，今年有望扭亏

公司自 2011 年布局 LED 领域，历时 10 年，目前已在规模上跻身 LED 芯片行业的第一梯队，国内盈利能力仅次于三安光电。LED 业务在子公司淮安澳洋顺昌，蔚蓝锂芯合计持有其约 70% 的股权，主营业务为 LED 衬底、LED 外延片、LED 芯片等领域。

进入 LED 行业后，公司绑定大客户木林森，主要提供低附加值产品，通过降低成本获取利润。公司芯片的成本能够做到明显领先于同行的水平，2017 年新厂投运后，就获得了丰厚的利润。但近几年，由于地方政府补贴导致行业低端产能过剩，行业供需失衡，芯片价格出现雪崩，直接导致公司 LED 业务亏损。

图 16：淮安澳洋顺昌盈利能力

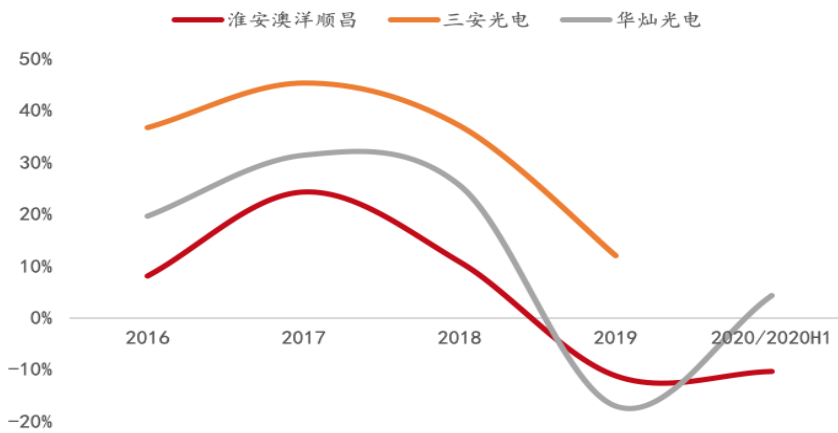


数据来源：公司公告，西南证券整理

2019 年开始，公司对 LED 业务进行了战略调整，通过技术提升单品的附加值，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。

并且公司逐步降低木林森的低端产品供货，从原先的单一大客户逐渐已经拓展到和下游 100 多家客户开展合作。去年公司引入新的管理团队，未来，淮安顺昌会延续“高端产品和高端市场路线”，持续进行产品结构优化与客户结构调整，转向高光效、背光、植物照明等高附加值芯片的生产与销售。

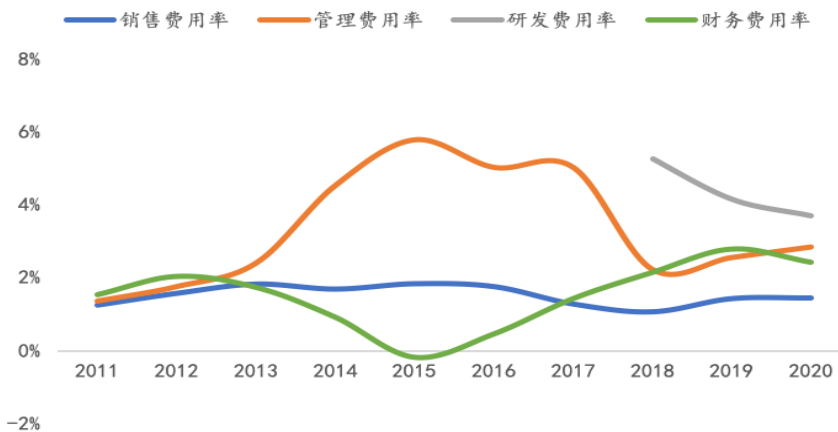
同时，主要竞争对手毛利率、存货周转率基本触底，预计行业正在进入底部区间。2020 年，经过 LED 业务升级后，扣除补贴等非经常损益影响，淮安顺昌较上年度经营亏损程度大幅下降，且全年毛利率已经转正、报告期末已实现单月份盈亏平衡。公司预计，2021 年 LED 业务将实现扭亏，完成 5000 万的净利润。我们认为，行业触底及公司内部战略调整见效，未来公司 LED 芯片业务将实现单片 10 元的净利润，能够实现 0.5 至 1 亿元的净利润。

图 17: 可比公司 LED 芯片业务毛利率


数据来源: 公司公告, Wind, 西南证券整理

4 财务分析

公司期间费用稳定。在 2014 年~2017 年, 因为针对 LED 业务的研发投入增加, 所以管理费率随之上升。在 2018 年研发费用单独列支后, 公司管理费用率稳定, 每年仅因为折旧增加所以略有上升。2018 年~2020 年, 研发费用虽同比增加, 但占营业收入比重有所下降, 预计未来公司仍将加大研发投入, 研发费用率将保持稳定。

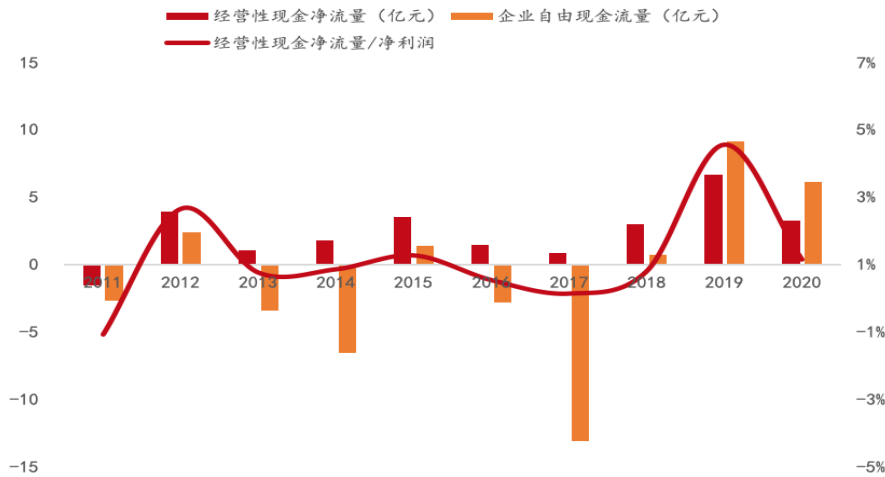
图 18: 公司期间费用率


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2020 年, 公司总资产规模为 71.64 亿元, 同比增长 7.83%。其中, 流动资产为 33.23 亿元, 占总资产比例约为 46.39%, 非流动资产为 38.41 亿元, 占比约为 53.61%。资产细分来看, 货币资金 3.21 亿元, 存货 10.06 亿元, 应收票据及应收账款总额为 13.89 亿元, 占总资产分别为 4.48%、14.04%、19.39%。

公司现金流情况在近两年得到改善，2020 年经营活动现金流量净额为 32746.88 万元，同比下降 51.19%，原因主要为销售增长，尤其是四季度销售增长导致报告期应收款项相应加大，遇上年度同期相比，票据接收、支付及贴现差异较大影响所致。以 2017 年为代表的年份因为业务扩张，回款较慢叠加厂房设备方面的投资，所以自由现金流为负。

图 19：公司现金流改善

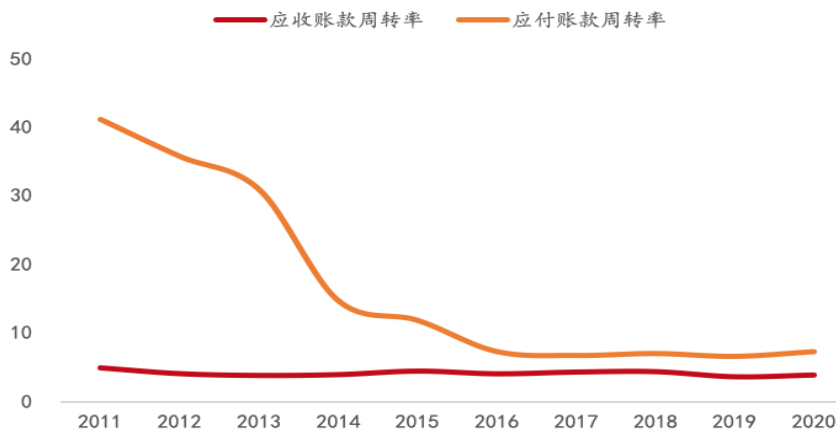


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司应收账款周转率常年稳定，回款周期约为一个季度。公司应付账款周转率由于 LED 业务及锂电池业务的引入，开始下降，最终维持在稳定水平。

此外，公司资产负债率常年处于较低水平，2020 年为 52.70%，较 2019 年下降 4.76 个百分点，银行信贷信誉及评级良好，获得的银行授信足以支持公司业务的发展。现金到期债务比为 15.97，同时参考流动比率 1.16、速动比率 0.81、现金比率 0.20，公司资金流动性、偿债能力较好，并无违约风险。

图 20：公司应收账款及应付账款周转率



数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司完成非公开发行，用于投入新产能建设。

假设 2：公司今年锂电池产能利用率接近 100%，销量达到 4.2 亿颗；后续新增产能按计划顺利投产，2022 年销量达到 7 亿颗，2023 年销量达到 13 亿颗。

假设 3：公司 2020-2023 年 LED 业务保持稳定，实现销量 1000 万片。今年单片利润达到 5 元；后续单片利润逐步提高至 10 元。

假设 4：公司金属物流业务保持营收及毛利率稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
锂电池	收入	1446	2962	5183	10107
	增速	50.0%	104.8%	75.0%	95.0%
	毛利率	23.6%	25.0%	21.5%	18.5%
LED	收入	859	1000	1100	1200
	增速	7.5%	16.4%	10.0%	9.1%
	毛利率	4.4%	13.0%	16.0%	18.0%
金属物流	收入	1928	1928	1928	1928
	增速	12.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%
其他	收入	15.96	15	15	15
	增速	-58.4%	-6.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	4249.6	5905	8226	13250
	增速	20.8%	39.0%	39.3%	61.1%
	毛利率	16.5%	19.9%	19.4%	18.1%

数据来源：Wind, 西南证券

5.2 相对估值

我们选取工具锂电池及 LED 的四家主流公司，2020 年四家公司平均 PE 为 62 倍，2021 年平均 PE 为 45 倍。公司在锂电池及 LED 业务战略调整初见成效，工具锂电池行业前景乐观，公司产能加速扩张。LED 行业出现底部反转迹象，公司经营持续改善。未来三年公司总收入复合增长率为 46%，归母净利润复合增长率为 62%。我们给予公司 2021 年 28 倍 PE，目标价 15.00 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
300014.SZ	亿纬锂能	75.13	1.64	0.91	1.64	45.81	82.55	45.79
300438.SZ	鹏辉能源	16.17	0.60	0.56	0.99	26.95	29.14	16.29
600703.SH	三安光电	23.68	0.32	0.32	0.47	74.00	73.27	50.40
300323.SZ	华灿光电	10.07	-0.96	0.02	0.15	-10.49	625.47	65.73
平均值						48.92	61.65	44.56

数据来源: Wind, 西南证券整理; 注: 华灿光电 19、20 年未计入平均值统计

6 风险提示

- 1) 公司锂电池产能扩张速度不及预期的风险;
- 2) 上游原材料价格继续暴涨, 公司产品价格向下游传导受阻的风险;
- 3) LED 行业整体继续低迷, 公司无法实现扭亏的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4249.55	5904.78	8226.12	13250.08	净利润	281.00	639.52	848.42	1248.77
营业成本	3550.40	4727.46	6628.88	10857.40	折旧与摊销	290.98	207.31	293.20	346.08
营业税金及附加	12.57	18.95	26.39	41.96	财务费用	103.43	107.94	155.94	221.08
销售费用	61.49	81.23	115.81	185.98	资产减值损失	-30.27	0.00	0.00	0.00
管理费用	120.52	156.07	221.72	357.94	经营营运资本变动	177.23	-474.68	-844.65	-1676.41
财务费用	103.43	107.94	155.94	221.08	其他	-494.90	4.20	-30.95	14.77
资产减值损失	-30.27	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	327.47	484.27	421.96	154.29
投资收益	-2.85	0.00	0.00	0.00	资本支出	128.75	-1250.00	-2350.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-224.51	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-95.76	-1250.00	-2350.00	0.00
营业利润	355.60	813.13	1077.39	1585.73	短期借款	69.86	-128.54	2436.41	729.07
其他非经营损益	0.99	-1.56	-0.71	-0.99	长期借款	-182.59	0.00	0.00	0.00
利润总额	356.60	811.58	1076.68	1584.74	股权融资	250.58	1500.00	0.00	0.00
所得税	75.60	172.06	228.26	335.97	支付股利	-14.72	-55.59	-120.30	-159.88
净利润	281.00	639.52	848.42	1248.77	其他	-225.18	-280.33	-155.94	-221.08
少数股东损益	3.05	38.00	49.00	59.00	筹资活动现金流净额	-102.05	1035.54	2160.17	348.11
归属母公司股东净利润	277.95	601.52	799.42	1189.77	现金流量净额	116.61	269.82	232.13	502.40
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	320.66	590.48	822.61	1325.01	成长能力				
应收和预付款项	1677.86	2192.93	3140.52	5030.93	销售收入增长率	20.76%	38.95%	39.31%	61.07%
存货	1006.43	1345.42	1930.76	3148.88	营业利润增长率	126.27%	128.66%	32.50%	47.18%
其他流动资产	318.46	278.55	367.22	559.12	净利润增长率	91.30%	127.59%	32.67%	47.19%
长期股权投资	2.94	2.94	2.94	2.94	EBITDA 增长率	45.77%	50.45%	35.29%	41.03%
投资性房地产	43.13	43.13	43.13	43.13	获利能力				
固定资产和在建工程	2540.31	3602.76	5679.31	5352.99	毛利率	16.45%	19.94%	19.42%	18.06%
无形资产和开发支出	772.69	753.42	734.15	714.88	三费率	6.72%	5.85%	6.00%	5.77%
其他非流动资产	481.91	481.43	480.95	480.46	净利率	6.61%	10.83%	10.31%	9.42%
资产总计	7164.40	9291.06	13201.59	16658.35	ROE	8.29%	11.76%	13.76%	17.21%
短期借款	1243.62	1115.09	3551.50	4280.57	ROA	3.92%	6.88%	6.43%	7.50%
应付和预收款项	1307.23	1737.86	2445.19	3997.99	ROIC	7.24%	12.62%	11.89%	13.35%
长期借款	265.37	265.37	265.37	265.37	EBITDA/销售收入	17.65%	19.11%	18.56%	16.25%
其他负债	959.51	733.79	772.46	858.46	营运能力				
负债合计	3775.73	3852.10	7034.51	9402.38	总资产周转率	0.60	0.72	0.73	0.89
股本	998.93	1148.93	1148.93	1148.93	固定资产周转率	1.75	1.99	1.77	2.40
资本公积	233.60	1583.60	1583.60	1583.60	应收账款周转率	3.90	4.25	4.25	4.49
留存收益	1321.97	1867.90	2547.02	3576.91	存货周转率	3.52	3.92	4.00	4.26
归属母公司股东权益	2588.15	4600.44	5279.56	6309.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.85%	—	—	—
少数股东权益	800.52	838.52	887.52	946.52	资本结构				
股东权益合计	3388.67	5438.96	6167.08	7255.96	资产负债率	52.70%	41.46%	53.29%	56.44%
负债和股东权益合计	7164.40	9291.06	13201.59	16658.35	带息债务/总负债	49.10%	44.79%	59.16%	52.02%
					流动比率	1.16	1.49	1.02	1.18
					速动比率	0.81	1.04	0.71	0.81
					股利支付率	5.30%	9.24%	15.05%	13.44%
					每股指标				
					每股收益	0.27	0.52	0.70	1.04
					每股净资产	2.50	4.00	4.60	5.49
					每股经营现金	0.32	0.42	0.37	0.13
					每股股利	0.01	0.05	0.10	0.14
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	750.01	1128.38	1526.53	2152.89					
PE	40.96	20.99	15.79	10.61					
PB	4.40	2.74	2.39	2.00					
PS	2.68	2.14	1.53	0.95					
EV/EBITDA	15.99	11.61	10.03	7.22					
股息率	0.13%	0.49%	1.06%	1.40%					

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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@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
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@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	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn