

证券研究报告—动态报告

新三板

电池制造

长虹能源(836239)

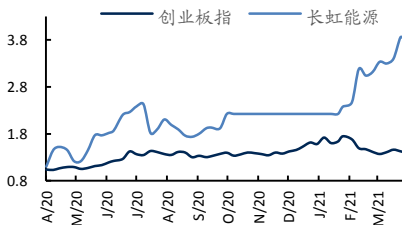
买入

2020 年报点评

(首次评级)

2021 年 04 月 14 日

近一年该股与创业板指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	81.28/28.72
总市值/流通(百万元)	48,06/1,698
上证综指/深圳成指	3,396/13,528
12 个月最高/最低(元)	61.90/15.81

公司相关研究报告:

《长虹能源(836239):“碱电+锂电”双核心主业,扩产升级把握行业机遇》——  
2021-02-23

证券分析师:彭若恒

E-MAIL: pengruoheng@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520060002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

锂电&碱电齐发力,应需扩产潜力足

● 2020 年收入增长提速,业绩表现靓丽

2020 全年营收 19.52 亿元,同比+37.77%,较上一年有所提速;实现归母净利润 1.62 亿元,同比+54.59%,扣非后 1.58 亿元,同比+63.10%,表现靓丽。

● 锂电爆发受益产能扩张和下游景气,碱电产能升级大客户拓展顺利

分业务看,1) 锂电板块实现收入 7.41 亿元,同比+78.41%,收入大幅增长主要系公司在原有 1 条 18650 国产线的基础上,分别于 2019 年和 2020 年 7 月相继投产 1 条 18650 型和 21700 型生产线,产能得到大幅扩充,同时下游订单需求良好产销率高;今年则有望成最大收入板块;2) 锌锰电池方面,核心的碱性电池业务实现收入 11.06 亿元,同比+32.98%,高增速主要系原生产线改造升级不断推进,产能获得较大提升,同时近年客户拓展情况良好,公司凭良好的质量和技术优势新打入亚马逊、劲量等全球一线品牌供应链,所获订单快速增加。

● 随业务结构变化及规模扩大盈利能力持续增强,毛利率提升明显

全年毛利率为 25.17%,同比+2.27pct.提升明显,主要系毛利率较高的锂电池销售占比提升较快,而碱电、碳电毛利率也有所提升,预计与原材料价格走低有关;期间费用率 12.70%,同比+0.12pct,其中销售费用率下降 0.57pct 至 4.17%,与业务规模扩大有关,研发费用率上升 0.64pct 至 2.97%,管理和财务费率基本持平;存货/应收周转天数同比-5.5/-2.1 天,经营净现金流/营收基本持平。

● 掌握先进技术优势,持续扩产对接头部客户,向细分龙头进军

公司锂电团队多年深耕高倍率锂电领域,整体技术水平和产品性能居行业前列,部分核心性能达国际先进水平,切入业务后迅速引入进口产线扩产,积极突破下游龙头客户,把握电动工具等主攻领域锂电化历史机遇。锌锰电池领域公司长期扎根,已具备制造国际领先水平高效生产线的的能力,智能工厂项目将打破产能瓶颈实现产量翻番,在争取全球知名品牌客户的供应链份额中增强优势。

● 风险提示: 同业竞争加剧,国际贸易环境变化,原材料价格快速上涨

● 投资建议: 锂电碱电双线驱动前景广,首次覆盖给予“买入”评级

锂电和碱电业务规模皆有望持续放大,业绩快速增长确定性较强,预计 21-23 年 EPS2.72/3.49/4.76 元,对应 PE22/17/12 倍,首次覆盖给与“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,417	1,952	2,497	3,323	4,136
(+/-%)	32.3%	37.8%	27.9%	33.1%	24.5%
净利润(百万元)	105	162	221	284	387
(+/-%)	69.3%	54.6%	36.5%	28.5%	36.2%
摊薄每股收益(元)	1.51	2.34	2.72	3.49	4.76
EBIT Margin	11.0%	13.3%	14.4%	15.0%	16.2%
净资产收益率(ROE)	19.2%	26.4%	21.6%	23.2%	25.9%
市盈率(PE)	39.1	25.3	21.8	16.9	12.4
EV/EBITDA	8.79	7.85	13.8	10.7	8.7
市净率(PB)	27.3	18.8	4.69	3.93	3.22

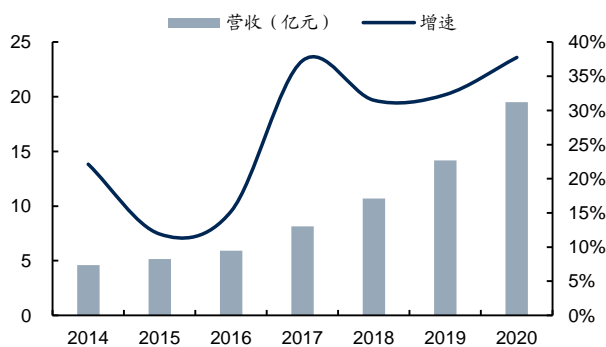
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 全年收入增长提速，业绩表现靓丽

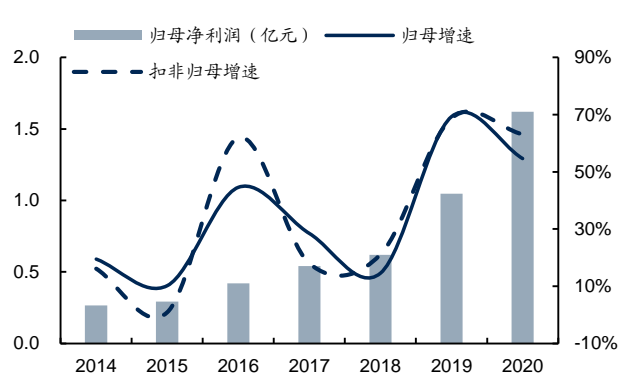
2020 全年营收 19.52 亿元，同比+37.77%，较上一年提速 5.45pct，维持高增速；实现归母净利润 1.62 亿元，同比+54.59%，扣非后 1.58 亿元，同比+63.10%，增速略低于上一年，仍然表现靓丽。整体来看公司保持良好的成长性，此外在疫情下由于海外碱电同业受影响较大，公司实际相对受益。

图 1：长虹能源营收及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

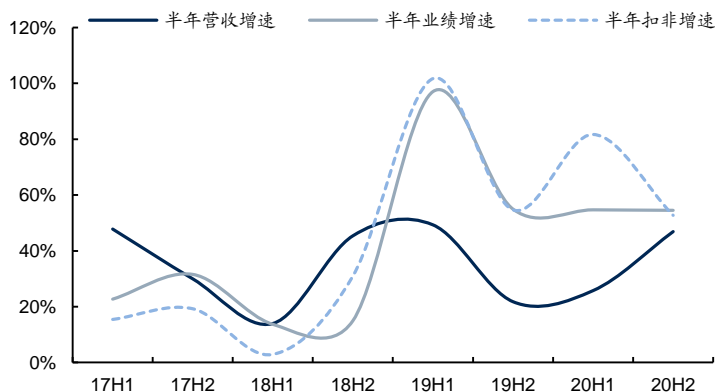
图 2：长虹能源归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

其中，下半年收入 11.82 亿元，增速达到 46.93%，占全年的 60.56%，通常下半年受节假日影响较少，收入占比较大；下半年业绩/扣非业绩为 0.98/0.95 亿元，增速达 54.59/52.72%，占全年的 60.40/60.08%。

图 3：长虹能源半年业绩动态情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 锂电爆发受益产能扩张和下游景气，碱电产能升级大客户拓展顺利

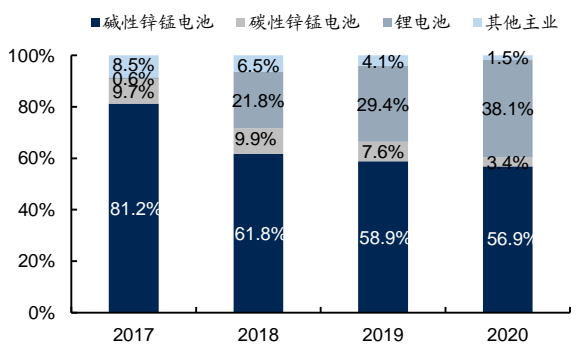
分业务看，1) 锂电板块实现收入 7.41 亿元，同比+78.41%，收入大幅增长主要系公司在原有的 1 条 18650 电芯国产生产线基础上，分别于 2019 年 7 月和 2020 年 7 月相继投产 1 条 18650 型韩国进口生产线和 1 条 21700 型生产线，产能得到大幅扩充，同时下游订单需求良好产销率高。此外，锂电业务营收占比近年快速提升，2020 年全年已超过 38%，2021 有望超过碱电成为最大收入板块。

2) 锌锰电池方面，核心的碱性锌锰电池业务实现收入 11.06 亿元，同比+32.98%，高增速主要系原生产线改造升级不断推进，产能获得较大提升，同时近年客户

拓展情况良好，公司凭良好的质量和技术优势新打入亚马逊、劲量等全球一线品牌供应链，所获订单快速增加；

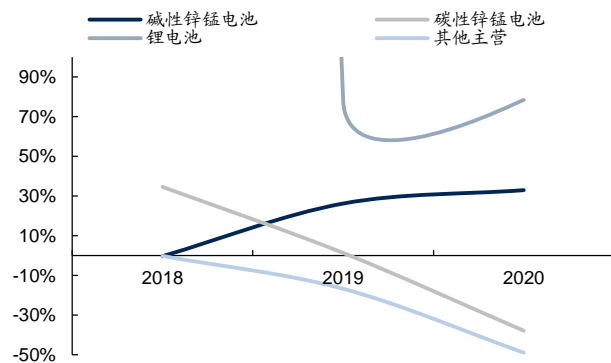
3) 对于碳性锌锰电池业务，公司已于 2018 年处置了所有生产线，主要是满足部分客户的一站式采购搭配需求，通过外购光身电池包装后销售，而其他主营产品包括排插、扣式电池、充电宝等。这些非核心聚焦的主营业务合计收入不足 1 亿，对经营情况影响已较小。公司非主营业务主要为废料销售，占营收不足 1%。

图 4：长虹能源分产品服务主营收入占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理  
注：公司为 2018 年 4 月并购锂电业务

图 5：长虹能源分产品服务主营收入增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理  
注：锂电收入 2018 增速为 4467%

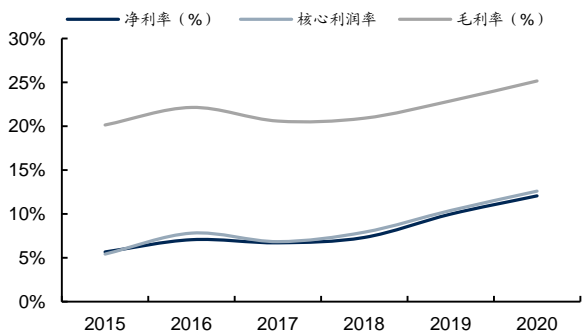
随业务结构变化和规模扩大，盈利能力增强，毛利率提升明显

公司全年毛利率为 25.17%，同比+2.27pct.提升明显，主要系业务结构变化，其中锂电池毛利率近 30%（2018 年 4 月并购长虹三杰自产锂电产品后），销售占比快速提升，而碱电毛利率接近 25%，相对稳定，碳电产品毛利率本来较低，2018 年后皆为外购，毛利率 10%左右，二者占比皆逐步下降。此外，本年碱电、锂电毛利率同比分别上升 0.60pct.、1.63pct.，预计主要与上游原材料锌、锰等价格走低有关，对整体毛利率有一定拉动作用。

全年期间费用率 12.70%，同比+0.12pct 相对稳定，其中销售费用率下降 0.57pct 至 4.17%，与业务规模扩大有关，研发费用率则随研发投入的加大上升 0.64pct 至 2.97%，管理费用率和财务费用率则基本持平。

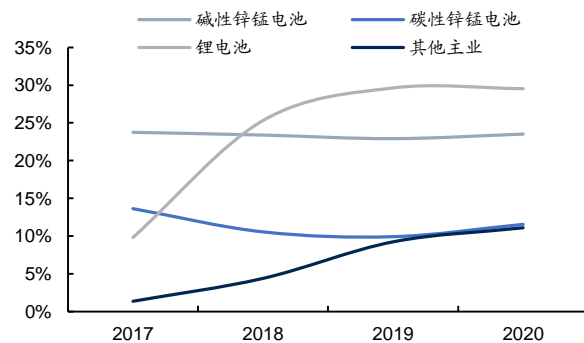
综合来看，公司核心利润率和净利率在毛利率提升带动下不断走高，盈利能力持续向好。

图 6：长虹能源毛利率、净利率及核心利润率变化



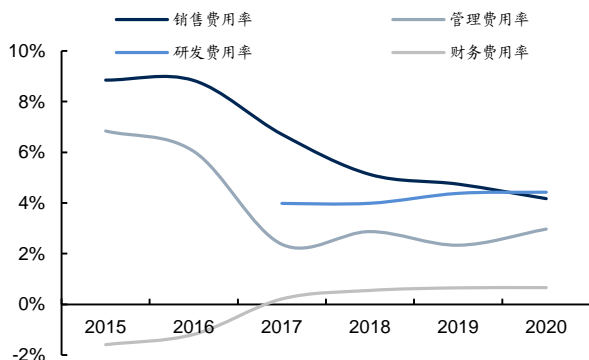
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理  
核心利润率：毛利率-四项费用率-营业税金及附加/营收

图 7：长虹能源主要产品业务毛利率



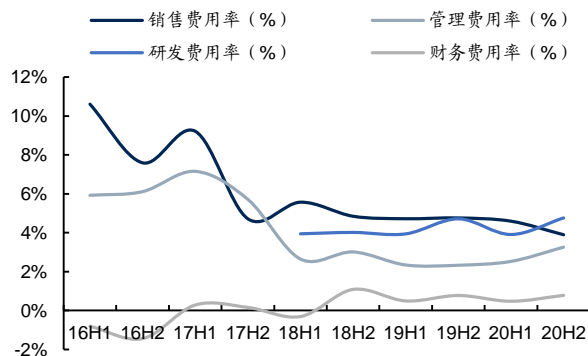
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理  
注：2018 年 4 月以前公司尚未并表长虹三杰，锂电产品为外购

图 8: 长虹能源四项期间费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理  
注: 2016 年前管理费用包含研发费用

图 9: 长虹能源四项期间费用率—半年度

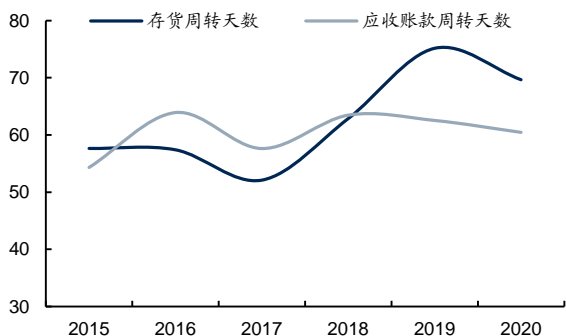


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理  
注: 2016 年前管理费用包含研发费用

**运营能力有所增强, 经营现金流保持稳健**

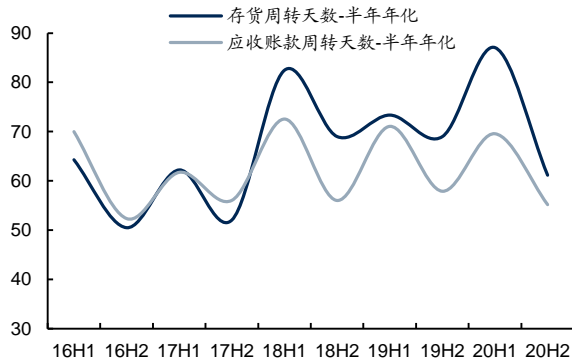
公司 2020 年存货周转率 69.6 天, 同比下降 5.5 天, 自并购长虹三杰以来存货周转天数呈上升趋势, 随扩产进行和市场打开周转效率有望进一步强化, 应收账款周转天数 61.3 天, 同比下降 2.1 天, 体现良好的客户信用和回款管理能力, 综合来看运营能力有所增强。经营现金流/营收同比微降 0.8pct. 至 9.1%, 基本保持稳健, 销售商品现金流/营收同比降 15.2pct., 主要系近年业务扩张较快。

图 10: 长虹能源运营能力情况



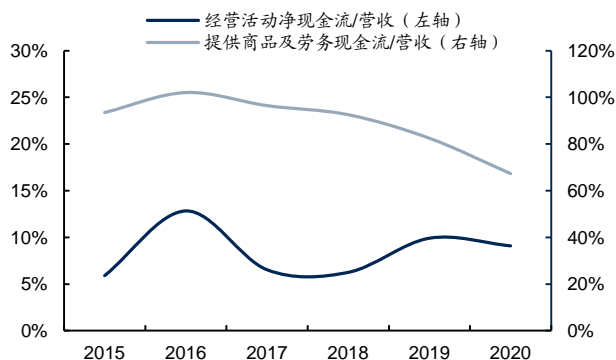
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 长虹能源运营能力情况—半年年化



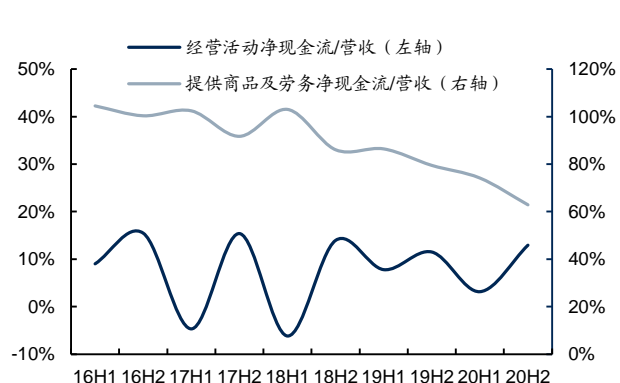
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理  
注: 年化指标数据为半年指标数据\*2

图 12: 长虹能源经营现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 长虹能源经营现金流情况—半年度

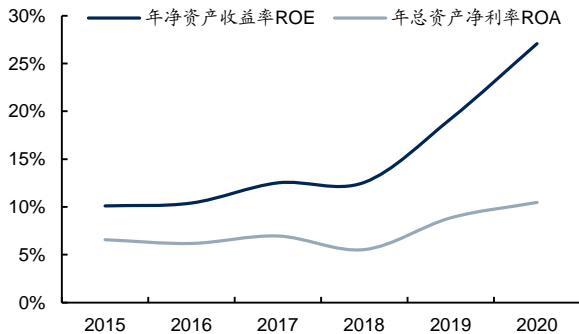


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 净资产收益率水平快速提升

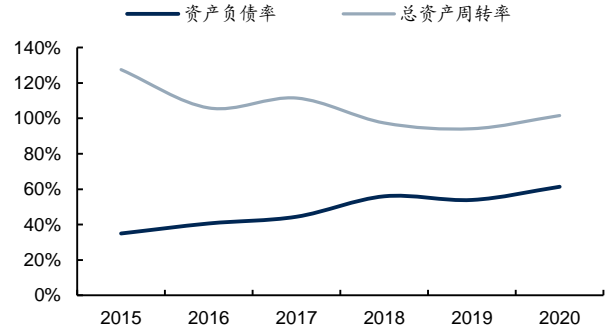
公司 2020 年 ROE 为 27.08%，同比提升 7.87pct.，其中总资产净利率为 10.47%，同比提升 1.61pct.，近年来看主要在销售净利率提升下持续走高。资产负债率为 61.34%，同比上升 7.44pct，预计主要系产能快速扩张，资本需求增加所致，由于本精选层次募资未达到原计划规模，未来可能会进行再融模式增加资本，另一方面，公司控股方长虹集团的资本支持能力较强，公司财务杠杆方面预计仍具有较强灵活性。

图 14: 长虹能源 ROE 及 ROA



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 长虹能源资产负债率及总资产周转率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 投资建议：享先进技术优势，锂电碱电双线驱动，首次覆盖给予“买入”评级

公司锂电团队多年深耕高倍率锂电领域，整体技术水平和产品性能居行业前列，部分核心性能达国际先进水平，切入业务后迅速引入进口产线扩产，积极突破下游龙头客户，把握电动工具等主攻领域锂电化历史机遇。锌锰电池领域公司长期扎根，已具备制造国际领先水平高效生产线的能力，智能工厂项目将打破产能瓶颈实现产量翻番，在争取全球知名品牌客户的供应链份额中增强优势。综合而言，锂电和碱电业务规模皆有望持续放大，业绩快速增长确定性较强，预计 21-23 年 EPS2.72/3.49/4.76 元，对应 PE22/17/12 倍，首次覆盖给与“买入”评级。

**表 1: 可比上市公司估值对比**

代码	简称	股价	EPS			PE			PB-2021E	PEG-20/22E	总市值 (亿元)
			2020	2021	2022E	2020	2021	2022E			
836239.OC	长虹能源	59.13	2.34	2.72	3.49	25.3	21.8	16.9	4.7	0.78	48
	同业上市公司										
002245.SZ	蔚蓝锂芯	11.81	0.28	0.76	1.04	42.5	20.9	15.5	3.6	0.61	122
300014.SZ	亿纬锂能	69.60	1.52	1.64	2.24	45.9	42.4	31.1	9.9	0.81	1,315
605378.SH	野马电池	27.91	1.19			23.5					37
	均值					37.3	28.9	21.3	6.8	0.7	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

注: 股价截止至 2021 年 4 月 13 日收盘; 可比公司盈利预测采用万得一致预期; 亿纬锂能尚未公布 2020 年年报, 采用万得一致预测值。

**风险提示: 同业竞争加剧, 国际贸易环境变化, 原材料价格快速上涨**

**附表：财务预测与估值**

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	209	746	767	1321	营业收入	1952	2497	3323	4136
应收款项	712	684	910	1133	营业成本	1461	1848	2444	2997
存货净额	302	382	506	624	营业税金及附加	7	8	10	13
其他流动资产	18	25	33	41	销售费用	81	100	130	157
<b>流动资产合计</b>	<b>1248</b>	<b>1845</b>	<b>2226</b>	<b>3131</b>	管理费用	144	183	241	298
固定资产	764	1130	1365	1213	财务费用	13	16	16	9
无形资产及其他	49	46	43	40	投资收益	5	6	7	8
投资性房地产	160	160	160	160	资产减值及公允价值变动	3	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	27	27	27	27	其他收入	12	10	10	10
<b>资产总计</b>	<b>2248</b>	<b>3208</b>	<b>3820</b>	<b>4570</b>	营业利润	266	357	499	679
短期借款及交易性金融负债	306	500	400	350	营业外净收支	(4)	(1)	(1)	(1)
应付款项	850	1097	1455	1795	<b>利润总额</b>	<b>263</b>	<b>356</b>	<b>498</b>	<b>678</b>
其他流动负债	145	181	240	297	所得税费用	27	36	75	102
<b>流动负债合计</b>	<b>1300</b>	<b>1778</b>	<b>2095</b>	<b>2442</b>	少数股东损益	73	99	139	189
长期借款及应付债券	19	19	19	19	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>162</b>	<b>221</b>	<b>284</b>	<b>387</b>
其他长期负债	59	59	59	59					
<b>长期负债合计</b>	<b>78</b>	<b>78</b>	<b>78</b>	<b>78</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1379</b>	<b>1856</b>	<b>2173</b>	<b>2520</b>	净利润	162	221	284	387
少数股东权益	256	326	423	556	资产减值准备	(6)	(2)	(1)	0
股东权益	613	1025	1224	1495	折旧摊销	71	123	154	169
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2248</b>	<b>3208</b>	<b>3820</b>	<b>4570</b>	公允价值变动损失	(3)	1	1	1
					财务费用	13	16	16	9
关键财务与估值指标					营运资本变动	(34)	223	57	48
每股收益	2.34	2.72	3.49	4.76	其它	18	72	98	132
每股红利	1.96	0.82	1.05	1.43	<b>经营活动现金流</b>	<b>207</b>	<b>638</b>	<b>592</b>	<b>737</b>
每股净资产	8.84	12.61	15.06	18.39	资本开支	(222)	(485)	(385)	(15)
ROIC	23%	26%	31%	44%	其它投资现金流	(5)	(2)	(2)	(2)
ROE	26%	22%	23%	26%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(231)</b>	<b>(487)</b>	<b>(387)</b>	<b>(17)</b>
毛利率	25%	26%	26%	28%	权益性融资	20	258	0	0
EBIT Margin	13%	14%	15%	16%	负债净变化	19	0	0	0
EBITDA Margin	17%	19%	20%	20%	支付股利、利息	(136)	(66)	(85)	(116)
收入增长	38%	28%	33%	24%	其它融资现金流	293	194	(100)	(50)
净利润增长率	55%	36%	28%	36%	<b>融资活动现金流</b>	<b>81</b>	<b>386</b>	<b>(185)</b>	<b>(166)</b>
资产负债率	73%	68%	68%	67%	<b>现金净变动</b>	<b>57</b>	<b>537</b>	<b>21</b>	<b>554</b>
息率	3.3%	1.6%	2.1%	2.8%	货币资金的期初余额	152	209	746	767
P/E	25.3	21.8	16.9	12.4	货币资金的期末余额	209	746	767	1321
P/B	7.85	4.69	3.93	3.22	企业自由现金流	46	184	249	772
EV/EBITDA	18.8	13.8	10.7	8.7	权益自由现金流	359	364	135	714

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032