

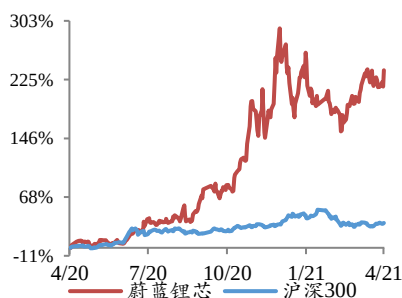
锂电产销维持旺盛，盈利水平大幅提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-29

收盘价（元）	12.26
近 12 个月最高/最低（元）	14.29/3.63
总股本（百万股）	1,036
流通股本（百万股）	968
流通股比例（%）	93.44
总市值（亿元）	127
流通市值（亿元）	119

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

邮箱：chenxiao@hazq.com

分析师：滕飞

执业证书号：S0010520080006

邮箱：tengfei@hazq.com

联系人：别依田

执业证书号：S0010120080027

邮箱：bieyt@hazq.com

相关报告

1. 国产替代创造机遇期，锂电细分龙头乘风而上 - 蔚蓝锂芯深度报告
2021-04-12

主要观点：

公司发布 2021 年一季报，报告期内公司实现营收 14.63 亿元，同比增长 113.27%；实现归母净利润 1.60 亿元，同比增长 1508.53%；实现扣非归母净利润 1.51 亿元，同比增长 1104.52%

● 电动工具锂电需求旺盛，金属物流、LED 业务贡献利润超预期。

一季度公司营收和利润保持高速增长，主要受益于电动工具市场对锂电的强劲需求，公司锂电业务延续了去年四季度满产满销的状态，单季度盈利超 1 亿元。LED 业务在行业景气度回升和公司产品结构优化后在一季度实现盈利，贡献利润正增长。金属物流业务销量同比实现增长外，金属价格的上涨也成为公司 Q1 利润超预期的重要因素。

● 产能利用率提升公司盈利水平，财务费用率大幅降低。

公司一季度盈利水平实现大幅提升，2021Q1 公司毛利率达到 20.21%，同比和环比分别增长了 11.96pcts 和 4.07pcts，一方面来自锂电业务产能利用率提升后对毛利率的贡献，另一方面 LED 业务利润水平也实现触底回升。公司一季度期间费用率大幅降低，其中财务费用率同比和环比分别降低了 2.47pcts 和 1.57pcts，主要由于报告期内并购贷款减少以及可转债摘牌导致利息费用减少。

● 锂电成为公司主要利润来源，产能持续大幅扩张。

公司持续扩张产能应对下游需求，天鹏电源二厂二期项目 2020 年开工建设，报告期内建筑主体已经封顶，预计今年四季度顺利投产。项目达产后公司电池产能将达到 7 亿颗。淮安清河经济开发区锂电池投资项目已经完成了项目立项备案，预计将于 2022 年四季度的项目投产。

● 投资建议

预计公司 21/22/23 年归母净利润分别为 6.06/8.09/11.95 亿元，EPS 为 0.58/0.78/1.15 元，对应 P/E 为 21x/16x/11x，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示：电动工具发展不及预期，产品价格下降超出预期，产能扩张不及预期，原材料价格波动风险。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4250	6067	7356	9525
收入同比（%）	20.8%	42.8%	21.2%	29.5%
归属母公司净利润	278	606	809	1195
净利润同比（%）	136.3%	117.9%	33.6%	47.7%
毛利率（%）	16.4%	19.8%	20.5%	22.1%
ROE（%）	10.7%	19.0%	20.2%	23.0%
每股收益（元）	0.27	0.58	0.78	1.15
P/E	48.37	21.09	15.78	10.69
P/B	5.19	4.00	3.19	2.46
EV/EBITDA	23.07	13.81	11.28	7.86

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 电动工具锂电供需两旺，金属物流利润超预期.....	4
2 盈利水平大幅提升，财务费用率明显减少	5
3 锂电成为主要利润来源，产能持续大幅扩张.....	6
4 盈利预测与投资建议.....	8
风险提示:	9
财务报表与盈利预测	10

图表目录

图表 1 公司近年营业收入及增速 (亿元)	4
图表 2 公司近年归母净利润及增速 (亿元)	4
图表 3 公司近年金属物流业务销量及增速 (万吨)	4
图表 4 公司近年 LED 业务销量及增速 (百万片)	4
图表 5 公司近年锂电池业务销量及增速 (百万支)	5
图表 6 近年公司 LED、锂电池业务和公司净利润 (亿元)	5
图表 7 公司近年毛利率及净利率变化	5
图表 8 公司近年期间费用率变化	6
图表 9 公司近年管理费用及占比 (亿元)	6
图表 10 公司近年销售费用及占比 (亿元)	6
图表 11 公司近年财务费用及占比 (亿元)	6
图表 12 全球电动工具锂电供应商及客户关系 (截至 2020 年)	7
图表 13 公司生产的超高倍率、高倍率和中倍率三类圆柱电芯及其主打市场	7
图表 14 公司盈利预测拆分	8

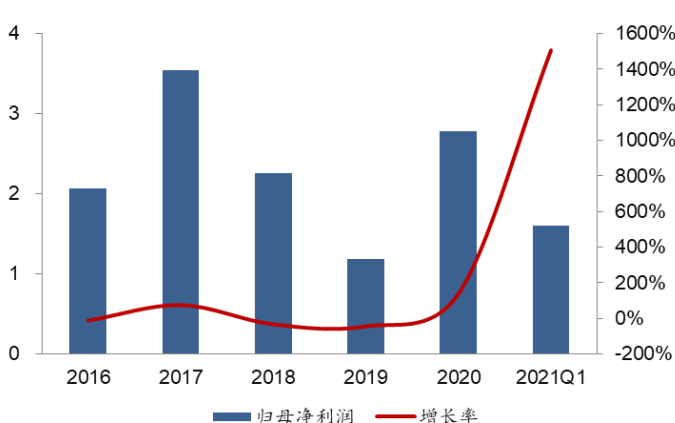
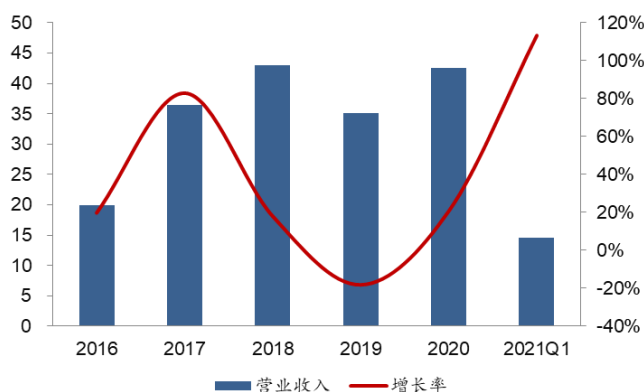
1 电动工具锂电供需两旺，金属物流利润超预期

公司发布2021年一季报,报告期内公司实现营收14.63亿元,同比增长113.27%;实现归母净利润1.60亿元,同比增长1508.53%;实现扣非归母净利润1.51亿元,同比增长1104.52%

一季度公司营收和利润保持高速增长,主要受益于电动工具市场对锂电的强劲需求,公司锂电业务延续了去年下半年满产满销的状态,单季度盈利超1亿元。LED业务在行业景气度回升和公司产品结构优化后在一季度实现盈利,贡献利润正增长。金属物流业务销量同比实现增长外,金属价格的上涨也成为公司Q1利润超预期的重要因素。

图表1 公司近年营业收入及增速(亿元)

图表2 公司近年归母净利润及增速(亿元)

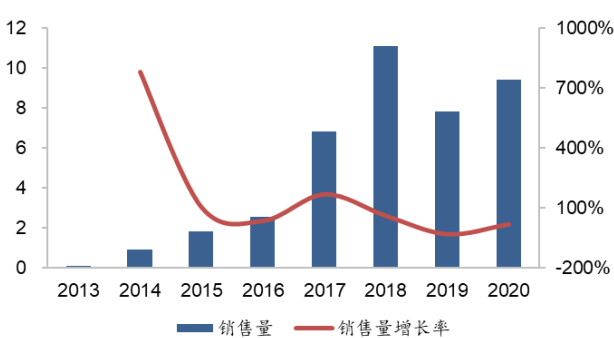
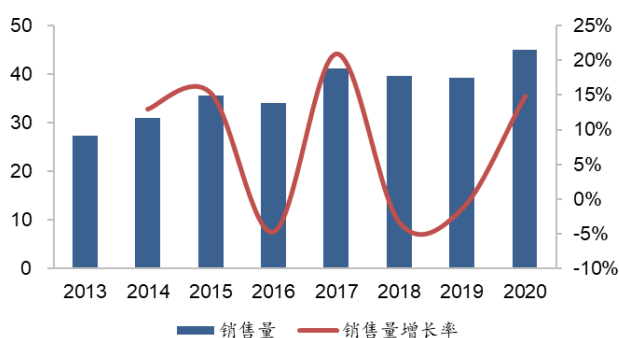


资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表3 公司近年金属物流业务销量及增速(万吨)

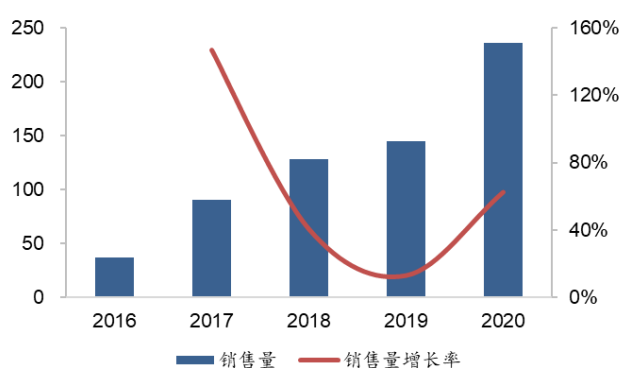
图表4 公司近年LED业务销量及增速(百万片)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

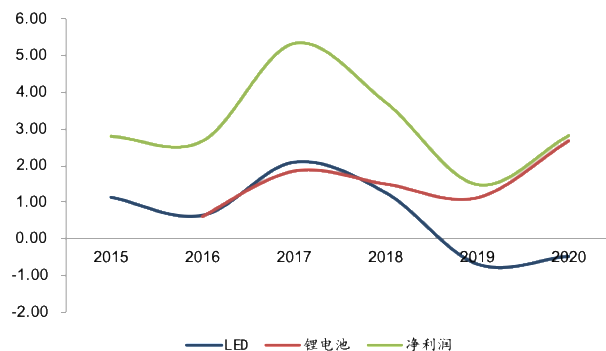
资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

图表 5 公司近年锂电池业务销量及增速 (百万支)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

图表 6 近年公司 LED、锂电池业务和公司净利润 (亿元)

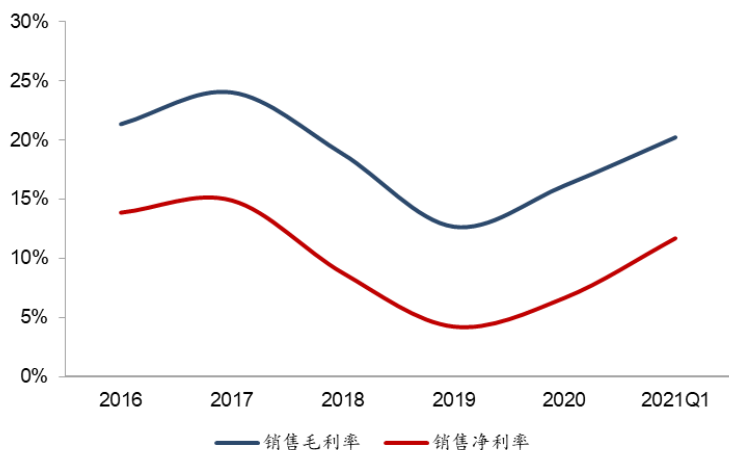


资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

2 盈利水平大幅提升, 财务费用率明显减少

公司一季度盈利水平实现大幅提升, 2021Q1 公司毛利率达到 20.21%, 同比和环比分别增长了 11.96pcts 和 4.07pcts, 净利率达到 11.66%, 同比和环比分别增长了 11.00pcts 和 5.02pcts。公司盈利水平的提升一方面来自锂电业务产能利用率提升后对毛利率的贡献, 另一方面来自 LED 业务利润水平的触底回升。

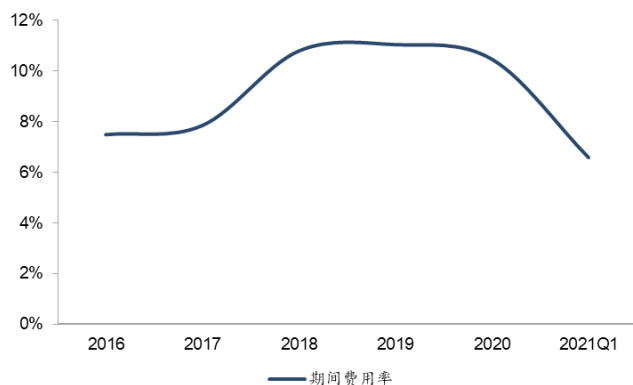
图表 7 公司近年毛利率及净利率变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

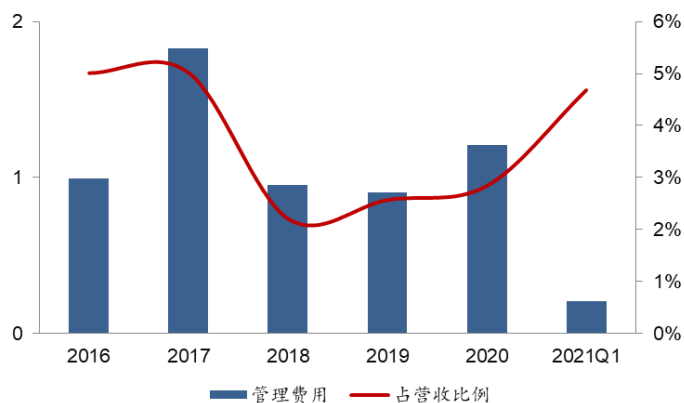
公司一季度经营管理水平进一步提升, 期间费用率也实现大幅减少, 2021Q1 公司期间费用率为 6.57%, 同比和环比分别降低了 5.68pcts 和 3.89pcts。其中财务费用率和销售费用率大幅降低, 财务费用率同比和环比分别降低了 2.47pcts 和 1.57pcts, 主要由于报告期内并购贷款减少以及可转债摘牌, 利息费用减少。

图表 8 公司近年期间费用率变化



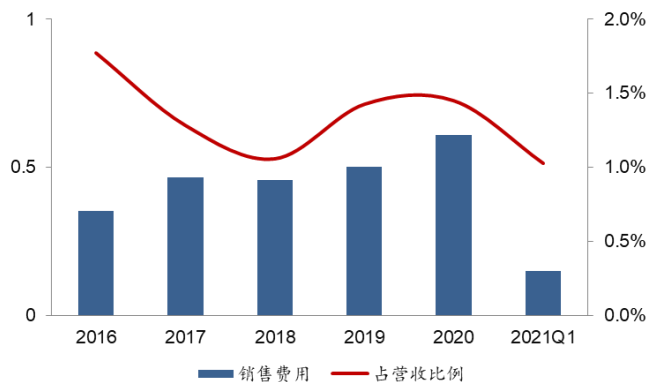
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司近年管理费用及占比 (亿元)



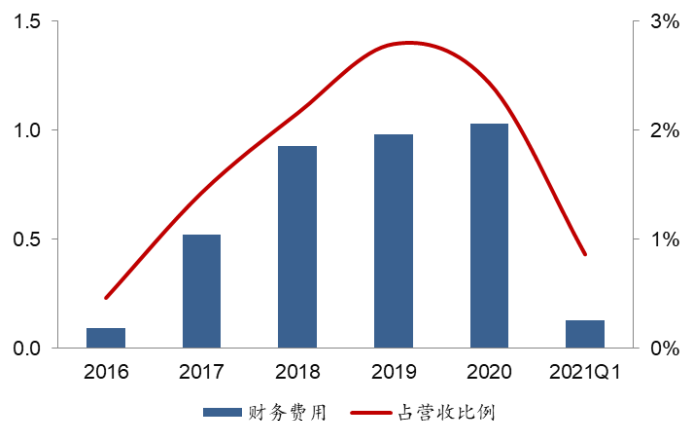
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 公司近年销售费用及占比 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 公司近年财务费用及占比 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

3 锂电成为主要利润来源, 产能持续大幅扩张

公司旗下全资子公司江苏天鹏电源有限公司自 2006 年成立以来,持续深耕以电动工具为主的小型动力应用市场,成为唯一同时进入四大国际客户 (TTI、史丹利百得、牧田和博世) 供应链的国内主流供应商。受益于工具无绳化渗透率的逐年提升,叠加美国房地产行业持续上行和拜登政府的新基建项目,市场需求井喷式增长,预计 2022 年电芯供应从紧的行业供需状态将依然延续,产能不足也影响了公司锂电池业务的客户服务和业务拓展。

图表 12 全球电动工具锂电供应商及客户关系 (截至 2020 年)

电动工具锂电供应商	国际电动工具企业客户	国内电动工具企业客户
SDI	TTI、百得、博世、Makita、Hitachi、Hilti	宝时得、泉峰
Murata	TTI、Makita、Hilti	
松下	Makita、Hitachi	
海四达	TTI	宝时得、泉峰、东成、科沃斯、美的、小米
亿纬锂能	TTI、麦太保、伊莱克斯	东成、创科、格力博
天鹏电源	博世、TTI、百得、牧田、伊莱克斯	大艺、东成、泉峰、格力博、宝时得、科沃斯、莱克电器、大疆
九夷锂能	百得、BMZ 集团	新科

资料来源：真锂研究，华安证券研究所

图表 13 公司生产的超高倍率、高倍率和中倍率三类圆柱电芯及其主打市场

类型	品名	型号	标称电压 (V)	标称容量 (mAh)	持续放电电流 (A)	持续充电电流 (A)	主打市场
中倍率	48ME	21700	3.6	4800	15	0.5C	电动摩托车、AGV
	32ME	18650	3.6	3200	15	0.5C	电动摩托车、电动滑板车、AGV
	22HE	18650	3.6	2200	10	0.5C	无绳吸尘器、扫地机器人
	26HE	18650	3.6	2600	10	0.5C	无绳吸尘器、扫地机器人、E-BIKE、电动滑板车
	28HE	18650	3.6	2900	10	0.5C	扫地机器人、E-BIKE、电动摩托车、电动滑板车、AGV
	32HE	18650	3.6	3200	10	0.5C	扫地机器人、E-BIKE、电动滑板车、AGV
	35HE	18650	3.6	3500	10	0.5C	E-BIKE、AGV
	50HE	21700	3.6	5000	10	0.5C	E-BIKE
高倍率	15PG	18650	3.6	1500	20	6	无绳吸尘器
	20PG	18650	3.6	2000	20	6	园林电动工具、无绳吸尘器、UPS
	25PG	18650	3.6	2500	20	6	园林电动工具、无绳吸尘器、UPS
超高倍率	15SG	18650	3.6	1500	30	6	工业电动工具、无绳吸尘器
	20SG	18650	3.6	2000	30	6	工业电动工具、无绳吸尘器、无人机、UPS
	30SG	21700	3.6	3000	30	6	园林电动工具、无绳吸尘器、

						电动摩托车、UPS
30TG	21700	3.6	3000	45	6	工业电动工具、无绳吸尘器、无人机
40TG	21700	3.6	4000	45	6	工业电动工具、无绳吸尘器、无人机

资料来源：公司官网，华安证券研究所

根据公司发展战略规划，三元圆柱动力锂电池业务作为公司聚焦主要资源重点打造战略产业，也已经成为支撑公司持续快速成长的最主要业务。为解决产能不足对公司发展的制约，天鹏电源二厂二期项目 2020 年开工建设，报告期内建筑主体已经封顶，项目进展顺利，预计能够确保今年四季度顺利投产。该项目达产后，公司电池产能将实现年产圆柱电池 7 亿颗。2021 年 3 月披露的淮安清河经济开发区锂电池投资项目，在本报告期内，已经完成了工商设立登记相关手续，领取了营业执照，并且完成了发改委的项目立项备案，为 2022 年四季度的项目投产奠定了良好的开端。

4 盈利预测与投资建议

我们对公司 2021-2023 年的经营情况做如下假设：

1、锂电业务：公司目前一厂和二厂共有 6 条产线，实际产能在 115 万颗/天。二厂二期四条线共 100 万颗/天将于 2021 年下半年释放，届时公司总产能将达到 7 亿颗，随着三厂产线的投建 2023 年公司产能将达到 12 亿颗。我们预计公司 2021~2023 年锂电营收保持 85%、50%、49% 的增速，毛利率为 27%、26%、26%。

2、LED 业务：我们预计公司 2021~2023 年 LED 业务营收保持 20%、13%、15% 的增速，毛利率为 8%、10%、15%。

3、金属物流业务：我们预计公司 2021~2023 年金属物流业务营收保持 22%、-8%、1% 的增速，毛利率为 16.7%、15.9%、15.7%。

综上我们预计公司 2021/2022/2023 年的归母净利润分别为 6.06/8.09/11.95 亿元，EPS 为 0.58/0.78/1.15 元，对应 2021/2022/2023 年 P/E 为 21x/16x/11x。

图表 14 公司盈利预测拆分

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
锂电材料业务					
销量 (亿颗)	1.45	2.36	4.00	6.50	10.00
营业收入 (亿元)	9.64	14.47	26.80	40.30	60.00
营业收入增速	-2.67%	50.10%	85.21%	50.37%	48.88%
毛利率	21.42%	23.55%	27.00%	26.00%	26.00%
LED 业务					
营业收入 (亿元)	7.97	8.59	10.35	11.70	13.50
营业收入增速	-37.52%	7.78%	20.49%	13.04%	15.38%
毛利率	-4.53%	4.44%	8.00%	10.00%	15.00%
金属物流业务					

营业收入 (亿元)	17.17	19.28	23.52	21.56	21.75
营业收入增速	-13.50%	12.29%	21.99%	-8.33%	0.88%
毛利率	15.75%	15.79%	16.70%	15.90%	15.70%
合计					
营业收入 (亿元)	35.19	42.50	60.67	73.56	95.25
营业收入增速	-18.10%	20.76%	42.75%	21.25%	29.49%
毛利率	13.61%	16.36%	19.77%	20.49%	22.09%

数据来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示：

电动工具行业发展不及预期。若电动工具发展增速放缓不及预期，国产替代进程有所放缓，对公司产销量造成不利影响。

行业竞争激烈，产品价格下降超出预期。可能存在产品市占率下降、产品价格下降超出预期等情况。

产能扩张不及预期，产品开发不及预期。若建立新产能进度落后，新产品开发落后，造成供应链风险与产品量产上市风险。

原材料价格波动。原材料主要为锂、钴、镍等金属，价格波动影响公司原材料成本。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3323	4535	5865	7902	营业收入	4250	6067	7356	9525
现金	321	436	991	1734	营业成本	3554	4868	5848	7421
应收账款	1178	1695	2050	2657	营业税金及附加	13	19	24	30
其他应收款	11	16	19	24	销售费用	61	87	106	137
预付账款	278	294	387	477	管理费用	121	160	198	257
存货	1006	1415	1685	2144	财务费用	103	115	114	110
其他流动资产	530	680	732	865	资产减值损失	-30	-12	-11	-9
非流动资产	3841	3806	3644	3476	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	3	3	3	投资净收益	-3	2	3	2
固定资产	2323	2181	2026	1790	营业利润	356	746	997	1472
无形资产	175	212	234	260	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	1340	1410	1381	1423	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	7164	8341	9509	11378	利润总额	357	746	997	1472
流动负债	2873	3437	3788	4450	所得税	76	134	179	265
短期借款	1244	1244	1244	1244	净利润	281	612	818	1207
应付账款	556	719	870	1111	少数股东损益	3	6	8	12
其他流动负债	1073	1474	1675	2095	归属母公司净利润	278	606	809	1195
非流动负债	903	903	903	903	EBITDA	634	1004	1181	1600
长期借款	265	265	265	265	EPS (元)	0.27	0.58	0.78	1.15
其他非流动负债	638	638	638	638	主要财务比率				
负债合计	3776	4340	4691	5353	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	801	807	815	827	成长能力				
股本	999	999	999	999	营业收入	20.8%	42.8%	21.2%	29.5%
资本公积	234	234	234	234	营业利润	126.3%	109.8%	33.6%	47.7%
留存收益	1356	1961	2771	3966	归属于母公司净利	136.3%	117.9%	33.6%	47.7%
归属母公司股东权	2588	3194	4003	5198	获利能力				
负债和股东权益	7164	8341	9509	11378	毛利率(%)	16.4%	19.8%	20.5%	22.1%
现金流量表					净利率(%)	6.5%	10.0%	11.0%	12.5%
单位:百万元					ROE(%)	10.7%	19.0%	20.2%	23.0%
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	ROIC(%)	5.0%	9.3%	10.7%	13.3%
经营活动现金流	327	528	820	1012	偿债能力				
净利润	278	606	809	1195	资产负债率(%)	52.7%	52.0%	49.3%	47.0%
折旧摊销	291	322	294	300	净负债比率(%)	111.4%	108.5%	97.4%	88.8%
财务费用	112	118	118	118	流动比率	1.16	1.32	1.55	1.78
投资损失	3	-2	-3	-2	速动比率	0.71	0.82	1.00	1.19
营运资金变动	-364	-542	-432	-638	营运能力				
其他经营现金流	650	1175	1275	1873	总资产周转率	0.59	0.73	0.77	0.84
投资活动现金流	-96	-296	-147	-152	应收账款周转率	3.61	3.58	3.59	3.58
资本支出	-129	-298	-150	-153	应付账款周转率	6.39	6.77	6.72	6.68
长期投资	26	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	8	2	3	2	每股收益	0.27	0.58	0.78	1.15
筹资活动现金流	-102	-118	-118	-118	每股经营现金流薄)	0.32	0.51	0.79	0.98
短期借款	70	0	0	0	每股净资产	2.50	3.08	3.86	5.02
长期借款	-183	0	0	0	估值比率				
普通股增加	18	0	0	0	P/E	48.37	21.09	15.78	10.69
资本公积增加	233	0	0	0	P/B	5.19	4.00	3.19	2.46
其他筹资现金流	-240	-118	-118	-118	EV/EBITDA	23.07	13.81	11.28	7.86
现金净增加额	117	115	555	743					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与联系人简介

华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业

陈晓：华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

滕飞：四年产业设计和券商行业研究经验，法国 KEDGE 高商金融硕士，电气工程与金融专业复合背景，覆盖锂电产业链。

别依田：上海交通大学锂电博士，获国家奖学金并在美国劳伦斯伯克利国家实验室学习工作，六年锂电研究经验，覆盖锂电产业链。

宋伟健：五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

盛炜：三年买方行业研究经验，墨尔本大学金融硕士，研究领域覆盖风电光伏板块。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收取任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。