

## 多业务布局，攻守兼具，静待花开

### 投资要点

- 事件:**公司发布2021年度报告，2021年全年实现营业收入387.16亿元，同比增长10.30%；实现归母净利润13.69亿元，同比下降39.94%；实现扣非归母净利润10.36亿元，同比下降48.82%。公司2021年单四季度实现营业收入119.67亿元，同比增长20.34%，环比增长14.04%；实现归母净利润3.04亿元，同比下降62.70%，环比下降22.84%；实现扣非归母净利润2.63亿元，同比下降65.95%，环比下降21.02%。业绩不及预期。
- 铅蓄电池业务:**辅材价格大涨，毛利率受损严重。报告期内，公司生产铅蓄电池1.02亿kVAh，销售0.93kVAh，销售量较去年同比增长10.33%，对应单位价格362元/kVAh，较2020年小幅上升。公司与下游客户、经销商锚定铅价进行铅酸电池结算价格调整，因报告期内硫酸、锡、ABS等辅材价格大幅上涨，导致铅蓄电池成本难以向下游传导，铅酸蓄电池毛利率显著低于历史同期水平。预计随着2022年原材料供需矛盾缓和，价格回归正常水平，叠加公司或更新结算价格模型，业务毛利率将修复至历史平均水平。根据《电动三轮车动力系统白皮书》预测，2021年至2025年，电动三轮车的年均销量复合增长率达6.2%，作为行业龙头，未来公司出货有望以小幅领先行业的增速增长。
- 锂电业务:**投资扩产加快，业务增长有望提速。报告期内，公司生产锂电池1.30GWh，销售1.61GWh，与去年同期基本持平，库存去化表现良好。受限于公司产能，以及电芯原材料(碳酸锂、六氟磷酸锂等)价格大幅上涨等因素，公司锂电业务盈利水平小幅下降。但2021年公司成功完成低速电动汽车海全、金致等动力电池产品交付，同时完成江苏煦协新能源及法国帅福得储能订单。报告期内，公司加快锂电产能建设，投资约40亿元建设锂电产能10GWh/年，同时，拟投资约52亿元建设年产15GWh储能及动力电池项目。目前，公司正积极扩大锂电池产能，未来随着公司产能的逐步释放，锂电业务的增长有望快速提升。
- 氢燃料电池:**积极布局，实现产业化落地。报告期内，公司燃料电池产品已量产出货，实现收入，标志这产业化进程的深化、稳步推进。公司在成立了氢燃料电池相关公司的基础上，积极开展产学研合作，先后获得专利23项。在产业化落地方面，公司与南京金龙、徐工集团、吉利汽车等厂商签订战略合作协议。其中合作生产的开沃客车及远程牌客车已上榜工信部产品目录，标志着公司氢燃料电池已成功实现商业化落地。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年EPS分别为2.09元、3.03元、4.34元，未来三年归母净利润将保持46%的复合增长率。考虑到公司2022年传统业务盈利能力回暖，安全垫稳固，锂电业务随产能投放量利齐升，有望扭亏，业绩将出现较大转折。给予公司2022年20倍PE，对应市值407亿元。近期公司股价回调较深，亏损预期已完全反映，考虑未来业绩向好，因此上调至“买入”评级。
- 风险提示:**原材料价格或大幅波动的风险、产能建设不急预期的风险、新产品技术替代的风险、上下游合作发生重大变化的风险。

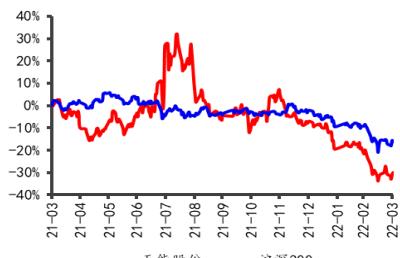
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	38716.17	43308.33	48991.77	55280.52
增长率	10.30%	11.86%	13.12%	12.84%
归属母公司净利润(百万元)	1369.37	2032.75	2943.88	4219.97
增长率	-39.94%	48.44%	44.82%	43.35%
每股收益EPS(元)	1.41	2.09	3.03	4.34
净资产收益率ROE	10.40%	13.70%	6.99%	20.21%
PE	23	15	11	7
PB	2.55	2.24	1.90	1.55

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: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	9.72
流通A股(亿股)	1.29
52周内股价区间(元)	30.19 - 64.53
总市值(亿元)	313.31
总资产(亿元)	266.77
每股净资产(元)	12.62

### 相关研究

- 天能股份(688819): 原材料涨价成本承压，静待业绩改善 (2021-11-01)
- 天能股份(688819): 扩产布局多赛道，盈利能力持续改善 (2021-09-02)

### 关键假设：

假设 1：公司 2022 年至 2024 年铅蓄电池产品销量以略高于行业增速的速度稳步增长，年均增速达 10%；

假设 2：公司铅蓄电池产品价格稳定，与 2021 年持平，成本压力逐年减轻，叠加规模效益，2022 年公司毛利率修复至历史平均水平，2023 年至 2024 年毛利率稳步上行；

假设 3：公司锂电池产品销量随产能投放增长，2022 年太湖基地 3GWh 产能将实现率先投产，随后开启 7GWh 产能建设，预计 2022 年至 2024 年锂电池销量分别为 3/5/8GWh。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
铅蓄电池	收入	33504	36854	40539	44593
	增速		10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	17.7%	20.0%	22.0%	24.0%
锂电池	收入	997	1395	2381	3402
	增速		100.0%	60.0%	60.0%
	毛利率	-3.6%	0.0%	5.0%	10.0%
...其他	收入	4216.0	5059	6071	7285
	增速		20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	3.3%	3.5%	4.0%	5.0%
合计	收入	38716	43308	48992	55281
	增速		11.9%	13.1%	12.8%
	毛利率	15.6%	17.4%	18.9%	20.6%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取了行业中与天能股份业务最为相近的三家公司，2022 年三家公司的平均 PE 为 20 倍，2023 年平均 PE 为 15 倍。我们看好公司未来多业务良好的成长性，叠加传统铅蓄电池业务回暖，业绩确定性较强，后续想象空间巨大，给予 2022 年 20 倍 PE，对应市值 407 亿元，上调至“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
300438	鹏辉能源	47.28	0.13	0.64	1.38	2.05	207.23	73.54	34.25	23.11
601311	骆驼股份	11.26	0.65	0.82	1.03	1.22	14.44	13.68	10.97	9.24
600580	卧龙电驱	13.12	0.66	0.78	0.95	1.14	23.56	16.78	13.81	11.55
平均值									20	15

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	38716.17	43308.33	48991.77	55280.52	净利润	1324.86	1972.75	2863.88	4119.97
营业成本	32685.34	35760.48	39711.22	43873.68	折旧与摊销	549.03	385.88	385.88	385.88
营业税金及附加	1449.84	1555.07	1790.24	2016.70	财务费用	41.22	130.68	194.72	205.38
销售费用	1105.82	1169.32	1273.79	1382.01	资产减值损失	-12.89	-20.00	-20.00	-20.00
管理费用	2019.40	2511.88	2792.53	3095.71	经营营运资本变动	1609.91	-1880.71	658.48	80.99
财务费用	41.22	130.68	194.72	205.38	其他	-60.38	-80.00	-80.00	-80.00
资产减值损失	-12.89	-20.00	-20.00	-20.00	经营活动现金流净额	3451.76	508.60	4002.96	4692.23
投资收益	95.30	100.00	100.00	100.00	资本支出	-953.83	-500.00	-500.00	-500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1973.51	100.00	100.00	100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2927.34	-400.00	-400.00	-400.00
营业利润	1551.72	2300.89	3349.27	4827.03	短期借款	1007.12	2969.65	1000.00	0.00
其他非经营损益	27.19	20.00	20.00	20.00	长期借款	-305.54	0.00	0.00	0.00
利润总额	1578.91	2320.89	3369.27	4847.03	股权融资	4742.55	0.00	0.00	0.00
所得税	254.05	348.13	505.39	727.05	支付股利	0.00	-273.87	-406.55	-588.78
净利润	1324.86	1972.75	2863.88	4119.97	其他	-2372.22	-455.05	-194.72	-205.38
少数股东损益	-44.51	-60.00	-80.00	-100.00	筹资活动现金流净额	3071.92	2240.73	398.73	-794.16
归属母公司股东净利润	1369.37	2032.75	2943.88	4219.97	现金流量净额	3597.88	2349.33	4001.69	3498.07
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E					
货币资金	10273.48	12622.82	16624.51	20122.58	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
应收和预付款项	2837.18	3491.17	3829.96	4364.38	成长能力				
存货	3709.08	4428.31	4780.48	5332.04	销售收入增长率	10.30%	11.86%	13.12%	12.84%
其他流动资产	2136.99	1922.57	1981.83	2047.41	营业利润增长率	-42.79%	48.28%	45.56%	44.12%
长期股权投资	15.18	15.18	15.18	15.18	净利润增长率	-42.87%	48.90%	45.17%	43.86%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-34.83%	31.54%	39.48%	37.87%
固定资产和在建工程	5356.71	5562.46	5768.21	5973.95	获利能力				
无形资产和开发支出	958.63	867.61	776.58	685.56	毛利率	15.58%	17.43%	18.94%	20.63%
其他非流动资产	1389.83	1389.23	1388.62	1388.02	三费率	9.67%	8.80%	8.70%	8.47%
<b>资产总计</b>	<b>26677.08</b>	<b>30299.34</b>	<b>35165.38</b>	<b>39929.12</b>	净利润率	3.42%	4.56%	5.85%	7.45%
短期借款	1030.35	4000.00	5000.00	5000.00	ROE	10.40%	13.70%	16.99%	20.21%
应付和预收款项	7582.59	7721.91	8848.15	9783.10	ROA	4.97%	6.51%	8.14%	10.32%
长期借款	319.06	319.06	319.06	319.06	ROIC	25.54%	32.64%	39.79%	54.05%
其他负债	5005.98	3857.49	4139.95	4437.54	EBITDA/销售收入	5.53%	6.51%	8.02%	9.80%
<b>负债合计</b>	<b>13937.98</b>	<b>15898.46</b>	<b>18307.16</b>	<b>19539.70</b>	营运能力				
股本	972.10	972.10	972.10	972.10	总资产周转率	1.67	1.52	1.50	1.47
资本公积	5753.49	5753.49	5753.49	5753.49	固定资产周转率	8.64	9.63	11.65	14.14
留存收益	5509.29	7268.17	9805.51	13436.70	应收账款周转率	36.41	37.47	38.20	37.75
归属母公司股东权益	12271.99	13993.77	16531.10	20162.30	存货周转率	8.43	8.79	8.62	8.68
少数股东权益	467.11	407.11	327.11	227.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.33%	—	—	—
<b>股东权益合计</b>	<b>12739.10</b>	<b>14400.88</b>	<b>16858.21</b>	<b>20389.41</b>	资本结构				
负债和股东权益合计	26677.08	30299.34	35165.38	39929.12	资产负债率	52.25%	52.47%	52.06%	48.94%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	带息债务/总负债	9.68%	27.17%	29.05%	27.22%
EBITDA	2141.97	2817.45	3929.87	5418.29	流动比率	1.54	1.57	1.63	1.78
PE	22.88	15.41	10.64	7.42	速动比率	1.24	1.26	1.34	1.48
PB	2.55	2.24	1.90	1.55	股利支付率	0.00%	13.47%	13.81%	13.95%
PS	0.81	0.72	0.64	0.57	每股指标				
EV/EBITDA	9.26	7.16	4.37	2.52	每股收益	1.41	2.09	3.03	4.34
股息率	0.00%	0.87%	1.30%	1.88%	每股净资产	12.62	14.40	17.01	20.74
					每股经营现金	3.55	0.52	4.12	4.83
					每股股利	0.00	0.28	0.42	0.61

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

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

### 行业评级

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 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

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
	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
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	郑龑	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn