

天奇股份 (002009)

战略合作星恒电源，回收渠道再扩张

买入 (维持)

2022 年 04 月 17 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 任逸轩

执业证书: S0600522030002

renyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万元)	3,592	3,918	5,454	7,165
同比	14%	9%	39%	31%
归属母公司净利润 (百万元)	61	155	349	558
同比	-15%	154%	125%	60%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.16	0.41	0.92	1.47
P/E (现价&最新股本摊薄)	101.09	39.79	17.69	11.06

投资要点

- **事件:** 天奇股份与星恒电源签署《战略合作协议》，双方拟在废旧动力电池及电池废料回收再生利用领域内开展合作，共同打造废旧动力电池回收再生利用闭环产业链。
- **强强联合，打造回收体系深入材料再生。** 天奇股份锂电循环利用技术、规模优势突出。星恒电源为轻型车锂电池全球龙头。此次天奇股份与星恒电源双方战略合作包含 1) 共同打造废旧动力电池回收体系: 星源电源具备健全的全国销售网络系统及分销商网点布局，为废电池回收提供有力渠道支撑。双方将在废电池回收体系上展开深度合作，星恒负责废旧电池有序回收，天奇股份负责规范处理; 2) 深入电池材料循环再生合作，打造电池循环产业闭环: 在共建废旧电池回收体系基础上，依托天奇股份于电池材料再生领域的产能与布局，在废旧动力电池回收加工、废旧动力电池分拣处理、梯次利用以及回收材料处理等方面开展深度合作，将共同打造电池循环产业闭环。3) 探索其他业务合作。
- **星恒电源全球轻型车锂电龙头，产能快速扩张深化布局回收。** 1) 星恒电源轻型车锂电池龙头地位突出，根据第一电动数据，星恒电源 2020 年、2021 年销售量分别为 4.95GWh、5.03GWh，2018-2021 年连续四年轻型车锂电池销量全球第一。2) 星恒电源产能积极扩产保障回收量，拥有苏州、滁州、盐城三大生产基地，2022 年产能达 20GWh，2020 年以来产能连续翻番。3) 星恒电源积极布局回收业务，2021 年 7 月成立星恒新材料科技，提升锂电资源利用率。小动力电池报废周期短报废量大，星恒电源销售网络和分销商布局完备，销售同时开展逆向物流回收。
- **量化测算: 星恒电源 2024 年可再生碳酸锂 1614 吨，截止 2021 年底累计可再生碳酸锂 6290 吨，成为天奇股份锂电回收业务渠道重要补充。**
 A 我们预计 2024 年可回收电池 5.42GWh，可再生碳酸锂 1614 吨。假设如下: 1) 2022 年星恒电源销售电池 6.29GWh (同增 25%); 2) 轻型车锂电池退役年限较短，使用年限 2-4 年，年限内每年退役 1/3。我们预计 2024 年可回收电池 5.42GWh，参考锰酸锂电池含锂量及 85% 锂回收率，预计可再生碳酸锂 1614 吨，预计占天奇股份 2024 年规划产能的 9.5%。
 B 我们预计截止 2021 年底累计装机电池 21 GWh，可再生碳酸锂 6290 吨。假设如下: 1) 单位电池组带电量: 2021 年公司装机 500 万组，装机量 5.03GWh，单组带电量约 1.01KWh。参考公司截止 2021 年装机 2100 万组，我们预计累计装机规模达 21.13GWh，参考锰酸锂电池含锂量及 85% 锂回收率，预计可再生碳酸锂 6290 吨。星恒产能快速扩张，回收量快速增长。
- **盈利预测与投资评级:** 战略合作星恒电源有望提升公司回收渠道优势，回收渠道拓展保障扩产项目产能利用率。我们维持公司 2021-2023 年归母净利润 1.55/3.49/5.58 亿元，2021-2023 年 EPS 为 0.41/0.92/1.47 元/股，当前对应 PE 为 40x/18x/11x，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新能源汽车销售不及预期，项目进度不及预期，竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.27
一年最低/最高价	9.01/25.78
市净率(倍)	2.93
流通 A 股市值(百万元)	6,019.53
总市值(百万元)	6,171.20

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.55
资产负债率(% ,LF)	62.00
总股本(百万股)	379.30
流通 A 股(百万股)	369.98

相关研究

- 《天奇股份(002009): 2021 年业绩快报&2022 年一季报预告点评: 一季报高增，锂电循环产能&盈利能力双升》
2022-03-22
- 《天奇股份(002009): 战略合作京东，打造锂电循环再利用生态体系》
2022-03-10
- 《天奇股份(002009): 2021 年业绩预告点评: 业绩高增，锂电循环板块发展加速》
2022-01-17

表1: 星恒电源产能、产量情况

星恒电源	2020	2021	2022E
产能 (GWh)	6.3	10.5	20
销量 (GWh)	4.95	5.03	6.29
销量 YOY	-	2%	25%

数据来源：第一电动网，GGII，东吴证券研究所

图 1: 星恒电源电池回收再生量测算

电池参数假设			
单位GWh 星恒S7质量（万t）		0.57	
其中：S7质量能量密度（Wh/kg）		175	
正极质量占比（%）		30%	
锰酸锂正极含锂量（%）		3.84%	
锂回收率（%）		85%	
回收再生假设			
2024年回收电池量（GWh）	5.42	截止2021年累计装机量（GWh）	21.13
2024年回收电池质量（万t）	3.10	截止2021年底累计可回收电池质量（万t）	12.07
2024年再生碳酸锂（t）	1614	截止2021年底累计可再生碳酸锂（t）	6290

数据来源：第一电动，GGII，星恒电源官方网站，东吴证券研究所测算

天奇股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,133	4,145	5,367	6,819	营业总收入	3,592	3,918	5,454	7,165
货币资金及交易性金融资产	1,023	867	847	917	营业成本(含金融类)	2,961	3,085	4,164	5,362
经营性应收款项	1,414	1,486	2,083	2,747	税金及附加	24	32	42	54
存货	878	904	1,224	1,579	销售费用	104	118	169	229
合同资产	607	662	921	1,210	管理费用	200	235	344	430
其他流动资产	212	226	292	365	研发费用	147	156	191	277
非流动资产	1,789	1,935	2,021	2,117	财务费用	88	100	107	116
长期股权投资	96	96	96	96	加:其他收益	53	47	55	57
固定资产及使用权资产	736	753	744	726	投资净收益	35	8	8	9
在建工程	53	185	317	449	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	338	333	295	276	减值损失	-76	-60	-60	-60
商誉	422	422	422	422	资产处置收益	16	10	11	14
长期待摊费用	7	7	7	7	营业利润	103	198	451	718
其他非流动资产	138	139	140	141	营业外净收支	4	4	4	4
资产总计	5,922	6,080	7,388	8,935	利润总额	106	202	455	722
流动负债	3,631	3,520	4,367	5,237	减:所得税	20	42	93	144
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,584	1,387	1,496	1,547	净利润	87	160	361	578
经营性应付款项	1,666	1,736	2,343	3,018	减:少数股东损益	26	5	12	20
合同负债	189	197	266	342	归属母公司净利润	61	155	349	558
其他流动负债	192	200	262	330	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.16	0.41	0.92	1.47
非流动负债	208	308	408	508	EBIT	179	293	544	813
长期借款	115	215	315	415	EBITDA	328	481	743	1,024
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.58	21.26	23.66	25.16
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	1.70	3.96	6.40	7.79
其他非流动负债	93	93	93	93	收入增长率(%)	13.77	9.08	39.19	31.36
负债合计	3,838	3,828	4,775	5,744	归母净利润增长率(%)	-15.20	154.04	124.98	59.96
归属母公司股东权益	1,932	2,096	2,445	3,003					
少数股东权益	152	156	169	188					
所有者权益合计	2,084	2,252	2,613	3,191					
负债和股东权益	5,922	6,080	7,388	8,935					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	154	337	128	303	每股净资产(元)	5.21	5.53	6.45	7.92
投资活动现金流	-320	-312	-262	-279	最新发行在外股份(百万股)	379	379	379	379
筹资活动现金流	47	-182	114	45	ROIC(%)	3.93	6.07	10.44	13.59
现金净增加额	-126	-156	-20	70	ROE-摊薄(%)	3.16	7.40	14.27	18.59
折旧和摊销	149	188	199	210	资产负债率(%)	64.82	62.96	64.63	64.29
资本开支	104	-315	-265	-283	P/E(现价&最新股本摊薄)	101.09	39.79	17.69	11.06
营运资本变动	-184	-136	-560	-618	P/B(现价)	3.12	2.94	2.52	2.06

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

