

## 老树“新”花，铅炭储能或成新增长点， 展望欧储放量后利润兑现

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年业绩快报, 报告期内实现营业收入 417.8 亿元, 同比+7.9%, 实现归母净利润 19.0 亿元, 同比+38.9%。对应 22Q4 实现营业收入 117.4 亿元, 同比-8.4%, 实现归母净利润 4.8 亿元, 同比-29.1%。
- **全年铅蓄电池销售约 105GWh, 领先下游行业增长。** 2022 年, 公司铅蓄电池下游两轮车行业飞速发展, 带动公司销量超预期增加。全球电动车网数据显示, 2022 年我国两轮车总销量达 6007 万辆, 同比增长约 20%。存量市场增速预计约 8%, 较 2021 年均存在显著扩张。经测算, 公司两轮车用铅酸电池销量跟随下游市场增长, 达到 100GWh, 同比+8%。同时, 公司积极开拓铅蓄电池应用场景, 48V 启动启停电池、备用储能等下游客户均有所突破, 预计 2022 年铅蓄电池总销量将达到 105GWh。此外, 公司锂电业务持续推进, 预计 2022 年出货约 3GWh, 主要由新增工商业储能产品拉动。
- **铅炭储能需求广阔, 有望成为传统铅蓄业务的新增长点。** 2022 年, 铅炭储能技术在《“十四五”新型储能发展实施方案》等指导文件中被多次重点提及, 铅炭储能作为最早期的新型储能方案, 重新回归主流。主要得益于: (1) 铅炭储能具有显著的成本优势, 当前循环寿命已达到 3000 次, 运营成本摊薄、经济性保持领先; (2) 铅炭电池拥有极强的稳定性, 铅炭储能电站更为适合在人群密集区域铺设; (3) 经过天能集团对于铅蓄电池回收技术的持续钻研, 当下已实现电池“内循环”, 使用过程将不会存在污染。2022 年底, 公司与太湖能谷签订《战略合作协议》, 未来 3 年太湖能谷将在其所实施的储能项目中采用公司铅炭电池电芯总量合计不低于 30GWh。综上, 预计随着下游应用场景逐步扩张、丰满, 2023 年公司铅炭储能产品出货有望达到 10GWh, 若对标公司铅酸电池 0.02 元/Wh 的盈利能力, 将增厚公司传统业务利润约 2 亿元。
- **利润端显著改善, 展望 2023 年锂电欧储业务利润兑现。** 经过 2022 年初调价机制完善后, 公司盈利能力同比大幅改善, 净利率增长超 1pp。经测算, 2022 年铅蓄业务盈利能力修复至历史平均水平, 达 0.02 元/Wh; 锂电池业务受原材料碳酸锂等大幅涨价影响, 仍略有亏损。2023 年, 公司天能 SAFT 子公司将实现规模出货, 受益于产能建设推进、下游储能需求爆发, 锂电业务出货量有望实现翻倍增长, 接近 7GWh。同时, SAFT 兼具渠道优势, 叠加 2023 年碳酸锂等原材料供给增加、价格下降, 有望助力公司锂电业务盈利能力回暖。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.96 元、2.41 元、2.76 元, 对应 PE 分别为 19 倍、15 倍、13 倍。公司规划目标积极, 产能建设、战略合作持续落地, 看好以价值促成长, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动的风险、上下游合作发生重大变化的风险、产能建设不及预期的风险。

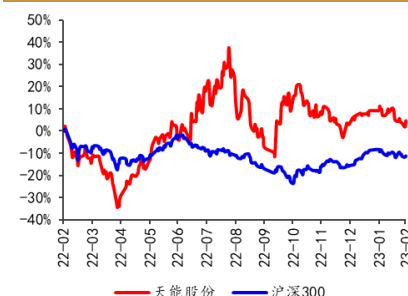
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	38716.17	41783.81	47502.19	54090.33
增长率	10.30%	7.92%	13.69%	13.87%
归属母公司净利润(百万元)	1369.37	1901.20	2341.07	2686.89
增长率	-39.94%	38.84%	23.14%	14.77%
每股收益 EPS(元)	1.41	1.96	2.41	2.76
净资产收益率 ROE	10.40%	12.96%	13.89%	13.93%
PE	26	19	15	13
PB	2.94	2.61	2.28	2.00

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: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	9.72
流通 A 股(亿股)	1.31
52 周内股价区间(元)	22.60-50.49
总市值(亿元)	361
总资产(亿元)	266.77
每股净资产(元)	13.50

### 相关研究

1. 天能股份(688819): 铅酸盈利能力持续向好, 展望 2023 年锂电扭亏为盈 (2022-11-01)
2. 天能股份(688819): 铅酸盈利能力持续修复, 锂电受益储能发展亟待重估 (2022-08-31)
3. 天能股份(688819): 一季度业绩恢复, 锂电业务开始发力 (2022-05-01)
4. 天能股份(688819): 多业务布局, 攻守兼具, 静待花开 (2022-04-01)
5. 天能股份(688819): 原材料涨价成本承压, 静待业绩改善 (2021-11-01)
6. 天能股份(688819): 扩产布局多赛道, 盈利能力持续改善 (2021-09-02)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：公司铅蓄电池价格 2022-2024 年维持不变，销量分别增长 8%、10%、6%，2023 年受益于铅炭储能放量，销量增速略高于历史平均水平。

假设 2：预计随着铅炭储能放量，2023-2024 年分业务利润水平有望向较为成熟的铅酸产品靠拢，单位净利达到 0.02 元/Wh，对应毛利率约 20%；

假设 3：公司产能建设稳步推进，22Q4 受不可控因素影响，产能建设进度略微推后，预计 2023 年有效产能约 7GWh，产能利用率约 80%；

假设 4：预计 2023 年、2024 年锂电池主要原材料碳酸锂供给趋松，年内采购均价下行至 35 万元/吨、20 万元/吨，参考锂电池成本拆分模型，公司锂电业务毛利率将回升至 8%、12%。

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	36184	39802	42190
	增速		8.0%	10.0%	6.0%
	毛利率	17.7%	20.0%	20.0%	20.0%
锂电池	收入	997	2100	4200	8400
	增速		110.7%	100.0%	100.0%
	毛利率	-3.6%	-6.0%	8.0%	12.0%
其他业务	收入	4216	3500	3500	3500
	增速		-17.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
合计	收入	38716	41784	47502	54090
	增速		10.3%	13.7%	13.9%
	毛利率	15.6%	17.3%	17.7%	17.7%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 418 亿元（+8%）、475 亿元（+14%）和 541 亿元（+14%），归母净利润分别为 19 亿元（+39%）、23 亿元（+23%）、27 亿元（+15%），EPS 分别为 1.96 元、2.41 元、2.76 元，对应动态 PE 分别为 19 倍、15 倍、13 倍。

综合考虑业务范围，分别选取了铅蓄电池、锂电池行业 4 家上市公司作为估值参考，其中南都电源均兼具铅蓄、储能概念，且营收规模较大；爱玛科技为公司下游重要客户，代表两轮车行业龙头估值水平；派能科技、鹏辉能源为海外储能核心标的，对于公司未来欧储市场盈利能力形成可靠参照。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
300068.SZ	南都电源	255	26.05	-1.58	0.55	1.05	1.72		48	25	15
603529.SH	爱玛科技	332	57.83	1.64	2.85	3.72	4.58	28	20	16	13
688063.SH	派能科技	471	268.00	2.04		13.94	19.81	96	38	19	14
300438.SZ	鹏辉能源	309	67.05	0.42	1.43	2.78	4.06	112	47	24	17
平均值								79	38	21	15
688819.SH	天能股份	361	37.15	1.41	1.96	2.41	2.76	26	19	15	13

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2023 年估值为 15 倍，行业平均值为 21 倍，显著低于行业平均估值水平。伴随公司未来海外储能放量，锂电产品盈利能力兑现，业绩将呈现高质量、高确定性增长趋势，看好利润端进一步的弹性释放，维持“买入”评级。

**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	41783.81	47502.19	54090.33	净利润	1324.86	1851.20	2241.07	2536.89
营业成本	32685.34	34568.05	39100.75	44539.26	折旧与摊销	549.03	583.17	583.17	583.17
营业税金及附加	1449.84	1500.33	1735.81	1973.28	财务费用	41.22	41.78	95.00	108.18
销售费用	1105.82	1128.16	1235.06	1406.35	资产减值损失	-12.89	-20.00	-20.00	-20.00
管理费用	2019.40	2381.68	2707.63	3083.15	经营营运资本变动	1591.35	-1932.12	710.87	233.89
财务费用	41.22	41.78	95.00	108.18	其他	-41.81	-81.42	-74.60	-76.27
资产减值损失	-12.89	-20.00	-20.00	-20.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3451.76</b>	<b>442.61</b>	<b>3535.51</b>	<b>3365.86</b>
投资收益	95.30	100.00	100.00	100.00	资本支出	-953.83	-1000.00	-2000.00	-4000.00
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2927.34</b>	<b>-900.00</b>	<b>-1900.00</b>	<b>-3900.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>1551.72</b>	<b>2283.81</b>	<b>2747.94</b>	<b>3100.11</b>	短期借款	1007.12	-1030.35	0.00	0.00
其他非经营损益	27.19	-80.00	-80.00	-80.00	长期借款	-305.54	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1578.91</b>	<b>2203.81</b>	<b>2667.94</b>	<b>3020.11</b>	股权融资	4742.55	0.00	0.00	0.00
所得税	254.05	352.61	426.87	483.22	支付股利	-583.26	-273.87	-380.24	-468.21
净利润	1324.86	1851.20	2241.07	2536.89	其他	-1788.96	-366.15	-95.00	-108.18
少数股东损益	-44.51	-50.00	-100.00	-150.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>3071.92</b>	<b>-1670.37</b>	<b>-475.24</b>	<b>-576.39</b>
归属母公司股东净利润	1369.37	1901.20	2341.07	2686.89	<b>现金流量净额</b>	<b>3597.88</b>	<b>-2127.77</b>	<b>1160.27</b>	<b>-1110.54</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	10273.48	8145.72	9305.98	8195.45	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2837.18	3368.25	3718.94	4284.93	销售收入增长率	10.30%	7.92%	13.69%	13.87%
存货	3709.08	4275.48	4705.77	5413.09	营业利润增长率	-42.79%	47.18%	20.32%	12.82%
其他流动资产	2136.99	1906.68	1966.30	2035.00	净利润增长率	-42.87%	39.73%	21.06%	13.20%
长期股权投资	15.18	15.18	15.18	15.18	EBITDA 增长率	-34.83%	35.80%	17.79%	10.66%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	5356.71	5877.98	7399.26	10920.53	毛利率	15.58%	17.27%	17.69%	17.66%
无形资产和开发支出	958.63	854.79	750.95	647.12	三费率	8.66%	8.50%	8.50%	8.50%
其他非流动资产	1389.83	1389.23	1388.62	1388.02	净利率	3.42%	4.43%	4.72%	4.69%
<b>资产总计</b>	<b>26677.08</b>	<b>25833.30</b>	<b>29251.02</b>	<b>32899.32</b>	ROE	10.40%	12.96%	13.89%	13.93%
短期借款	1030.35	0.00	0.00	0.00	ROA	4.97%	7.17%	7.66%	7.71%
应付和预收款项	7582.59	7462.68	8695.50	9886.30	ROIC	25.54%	30.37%	28.44%	24.60%
长期借款	319.06	319.06	319.06	319.06	EBITDA/销售收入	5.53%	6.96%	7.21%	7.01%
其他负债	5005.98	3772.24	4096.30	4485.13	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>13937.98</b>	<b>11553.98</b>	<b>13110.86</b>	<b>14690.49</b>	总资产周转率	1.67	1.59	1.72	1.74
股本	972.10	972.10	972.10	972.10	固定资产周转率	8.64	9.48	12.09	15.68
资本公积	5753.49	5753.49	5753.49	5753.49	应收账款周转率	36.41	36.82	38.29	37.91
留存收益	5509.29	7136.62	9097.45	11316.12	存货周转率	8.41	8.62	8.67	8.77
归属母公司股东权益	12271.99	13862.21	15823.04	18041.72	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.33%	—	—	—
少数股东权益	467.11	417.11	317.11	167.11	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>12739.10</b>	<b>14279.32</b>	<b>16140.16</b>	<b>18208.83</b>	资产负债率	52.25%	44.73%	44.82%	44.65%
负债和股东权益合计	26677.08	25833.30	29251.02	32899.32	带息债务/总负债	9.68%	2.76%	2.43%	2.17%
					流动比率	1.54	1.78	1.71	1.52
					速动比率	1.24	1.35	1.30	1.11
					股利支付率	42.59%	14.41%	16.24%	17.43%
					<b>每股指标</b>				
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	每股收益	1.41	1.96	2.41	2.76
EBITDA	2141.97	2908.76	3426.11	3791.46	每股净资产	12.62	14.26	16.28	18.56
PE	26.37	19.00	15.43	13.44	每股经营现金	3.55	0.46	3.64	3.46
PB	2.94	2.61	2.28	2.00	每股股利	0.60	0.28	0.39	0.48
PS	0.93	0.86	0.76	0.67					
EV/EBITDA	11.49	8.74	7.08	6.69					
股息率	1.62%	0.76%	1.05%	1.30%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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悉范围内，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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn