

业绩符合预期，铅蓄龙头多曲线成长明确

2023 年 08 月 29 日

➤ **事件说明。**2023 年 8 月 28 日，公司发布 2023 年半年报，23 年 H1 公司实现营收 215.58 亿元，同增 25.14%，实现归母净利润 10.92 亿元，同增 45.21%，扣非后归母净利润 9.08 亿元，同增 79.92%。

➤ **Q2 拆分。营收和净利：**公司 2023Q2 营收 108.06 亿元，同增 24.09%，环增 0.51%，归母净利润为 4.75 亿元，同增 51.12%，环减 23.14%，扣非后归母净利润为 3.76 亿元，同增 121.15%，环减 29.28%。**毛利率：**2023Q2 毛利率为 18.76%，同增 1.77pcts，环减 0.39pct。**净利率：**2023Q2 净利率为 4.12%，同增 0.60pct，环减 1.42pct。

➤ **铅蓄电池龙头地位稳固，铅炭领域稳步推进。**2023 年 H1，铅蓄电池实现营收 202.46 亿元，同增 36.28%。2023 年以来，随着公司的制造力、产品竞争力、渠道拓展力不断优化与提升，铅蓄电池营收实现同比增长。同时，公司也加快铅炭储能电池的市场拓展，2023 年 H1 铅炭储能电池实现营收 2.37 亿元，同增 208.94%，产能布局上，公司加速马鞍山铅炭储能生产线建设，铅炭电芯至 2025 年的规划产能约 30GWh。今年 3 月，湖州综合智慧零炭电厂“和平共储”项目正式运行，是目前世界上规模最大的铅炭储能电站。

➤ **锂电业务坚实向前，钠电业务加速落地。**2023 年 H1，公司锂电业务实现营收 3.71 亿元。目前，公司成功推出储能电芯产品 100Ah-305Ah 及风冷、液冷等多款储能插箱，并稳步推进湖州锂电及南太湖锂电项目的产能落地，至 2023 年底锂电储能电芯规划产能 15GWh，至 2025 年达到 30GWh。同时公司重视钠离子电池的技术储备和产业化落地推进，发布新一代钠离子电池天钠 T1，含 48V、60V、72V 三个系列模组，以及 26700 圆柱电芯、方型电芯等，目前公司具备 300MWh 的钠离子电池电芯和模组产品的专线生产供货能力。

➤ **氢电业务突破创新，市场客户不断拓展。**2023 年 H1，氢燃料电池在技术上实现突破，公司完成百千瓦级石墨板大功率电堆 A 样件开发和试制，天机-80/天机-160 燃料电池发动机系统相继通过上海汽检的第三方强检测试。公司与山西格润时代工程机械有限公司签订氢燃料装载机采购框架协议，搭载天机-80 氢燃料电池发动机系统的装载机正式下线，为下一步扩大订单销售奠定良好基础。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年实现营收 499.60、589.04、682.95 亿元，同比增速分别为 19.3%、17.9%、15.9%，归母净利润依次为 24.75、30.69、37.68 亿元，同比增速分别为 29.7%、24.0%、22.8%，当前收盘价对应 2023-2025 年 PE 依次为 14/11/9 倍。考虑公司铅蓄电池的龙头领先地位，且锂电、钠电、氢电业务持续推进，多曲线增长明确，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新产品技术替代风险，原材料价格波动风险，行业政策调整风险，市场竞争加剧风险，宏观经济波动风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	41882	49960	58904	68295
增长率 (%)	8.2	19.3	17.9	15.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	1908	2475	3069	3768
增长率 (%)	39.3	29.7	24.0	22.8
每股收益 (元)	1.96	2.55	3.16	3.88
PE	18	14	11	9
PB	2.5	2.2	1.8	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

35.32 元


分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理 李孝鹏

执业证书：S0100122010020

电话：021-60876734

邮箱：lixiaopeng@mszq.com

研究助理 席子屹

执业证书：S0100122060007

电话：021-60876734

邮箱：xiziyi@mszq.com

研究助理 赵丹

执业证书：S0100122120021

电话：021-60876734

邮箱：zhaodan@mszq.com

相关研究

1.天能股份 (688819.SH) 2022 年年报点评：业绩符合预期，铅酸龙头多业务曲线增长-2023/03/26

2.天能股份 (688819) 2022 年三季报点评：净利润环比翻倍，亟待锂电产能释放-2022/11/14

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	41882	49960	58904	68295
营业成本	34107	41066	48649	56413
营业税金及附加	1619	1799	2121	2459
销售费用	1239	1449	1649	1912
管理费用	1136	1299	1355	1502
研发费用	1526	1799	2062	2322
EBIT	2396	2929	3559	4290
财务费用	57	-28	-67	-108
资产减值损失	-97	-80	-60	-20
投资收益	75	100	118	137
营业利润	2369	2922	3619	4439
营业外收支	-2	-20	-20	-20
利润总额	2367	2902	3599	4419
所得税	528	522	648	795
净利润	1839	2380	2951	3623
归属于母公司净利润	1908	2475	3069	3768
EBITDA	3056	3624	4306	5057

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11104	18204	21675	26012
应收账款及票据	3545	4043	4809	5611
预付款项	375	493	632	790
存货	5627	6764	8048	9382
其他流动资产	1666	1675	1826	1983
流动资产合计	22317	31180	36990	43778
长期股权投资	17	17	17	17
固定资产	5672	6660	6977	6830
无形资产	1094	1374	1654	1934
非流动资产合计	10060	11765	12618	12950
资产合计	32378	42944	49608	56728
短期借款	2167	5609	5609	5609
应付账款及票据	9057	11635	13784	15984
其他流动负债	5132	6872	8036	9233
流动负债合计	16356	24116	27429	30826
长期借款	550	1250	1650	1750
其他长期负债	1398	1408	1408	1408
非流动负债合计	1948	2658	3058	3158
负债合计	18304	26774	30487	33984
股本	972	972	972	972
少数股东权益	398	303	184	40
股东权益合计	14073	16170	19121	22744
负债和股东权益合计	32378	42944	49608	56728

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	8.18	19.29	17.90	15.94
EBIT 增长率	55.63	22.24	21.51	20.54
净利润增长率	39.35	29.70	24.00	22.80
盈利能力 (%)				
毛利率	18.56	17.80	17.41	17.40
净利率	4.56	4.95	5.21	5.52
总资产收益率 ROA	5.89	5.76	6.19	6.64
净资产收益率 ROE	13.95	15.60	16.21	16.60
偿债能力				
流动比率	1.36	1.29	1.35	1.42
速动比率	0.96	0.97	1.01	1.07
现金比率	0.68	0.75	0.79	0.84
资产负债率 (%)	56.53	62.35	61.46	59.91
经营效率				
应收账款周转天数	11.45	15.00	15.00	15.00
存货周转天数	59.39	60.00	60.00	60.00
总资产周转率	1.42	1.33	1.27	1.28
每股指标 (元)				
每股收益	1.96	2.55	3.16	3.88
每股净资产	14.07	16.32	19.48	23.36
每股经营现金流	1.75	5.91	4.98	5.67
每股股利	0.60	0.60	0.60	0.60
估值分析				
PE	18	14	11	9
PB	2.5	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	8.86	7.47	6.29	5.35
股息收益率 (%)	1.70	1.70	1.70	1.70

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1839	2380	2951	3623
折旧和摊销	661	696	747	768
营运资金变动	-1104	2355	814	845
经营活动现金流	1704	5744	4845	5512
资本开支	-2547	-2175	-1685	-1195
投资	-1	0	0	0
投资活动现金流	-1266	-2075	-1567	-1059
股权募资	2	0	0	0
债务募资	1125	4152	400	100
筹资活动现金流	-1233	3431	194	-117
现金净流量	-786	7099	3472	4336

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026