

【广发海外】天能动力 (0819.HK)

公司业务增长稳定，行业整合模式开启

核心观点:

- 公司主营业务收入与归母净利润均实现较快增长

2017 年公司实现业务收入 269.04 亿元人民币，同比增长 25.25%；归母净利润 11.78 亿元人民币，同比增长 37.25%，增长超出预期，主要由于铅酸电池回收及锂电池业务增长超预期以及费用控制良好。公司综合毛利率为 13.04%，较 2016 年下降 0.81 个百分点，主要由于铅酸电池业务毛利率的回落所致。

- 铅酸电池业务收入增加，2017 年毛利率有所回落，2018 年以后有望上升

公司 2017 年铅酸电池业务实现收入 237.61 亿元人民币，同比增长 24.8%，主要由于公司在电动自行车及三轮车电池市场的占有率有所提升，该市场需求增长以及电池单价提高所致。但由于 2017 年铅价维持高位，成本攀升，导致公司铅酸电池业务毛利率下滑；但随着铅价回稳、行业整合带来公司议价和定价能力的提高，我们预计 2018 年开始毛利率将进入上升通道。

- 锂电池业务发展迅速，前景广阔

公司 2017 年锂电池业务实现收入 12.23 亿元人民币，同比增长 98.5%；业务收入占公司主营收入的比重达到 4.5%，同比增长 1.7 个百分点，主要由于公司在浙江长兴新建的 3GW 新能源汽车动力锂电池项目逐步发挥效能。

- 购入超威动力股权达 10.08%

公司于 2018 年 2 月 13 日，累计购入超威动力控股有限公司已发行股本的 10.08%。超威动力作为公司最大的竞争者，此次公司入股超威，十分有利于公司优化行业布局、提升定价能力和提高股东利益。

- 盈利预测与投资评级

基于铅酸电池行业成熟度，假设 2018、2019 年公司营业收入增速放缓；基于公司经营费用率的逐步降低，假设公司综合毛利率和净利率逐步提升；预测公司 2018-2019 年全面摊薄 EPS 分别为人民币 1.330 元人民币和 1.651 元人民币，由于铅酸电池行业集中度逐渐提升，公司净利率处于较低水平，进入上升通道，维持“买入”评级。

- 风险提示

铅价高居不下的风险；利润率提升不及预期的风险；财务风险；环保政策不确定性风险

盈利预测:

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入(RMB百万元)	17,804	21,481	26,904	31,150	35,584
增长率(%)	27	21	25	16	14
EBITDA(RMB百万元)	1,126	1,497	1,693	2,130	2,626
净利润(RMB百万元)	611	859	1,178	1,498	1,860
增长率(%)	(300)	41	37	27	24
EPS (RMB元/股)	0.534	0.762	1.046	1.330	1.651
市盈率 (P/E)	12.5	8.7	6.4	5.0	4.1
市净率 (P/B)	2.2	2.0	1.6	1.6	1.6

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

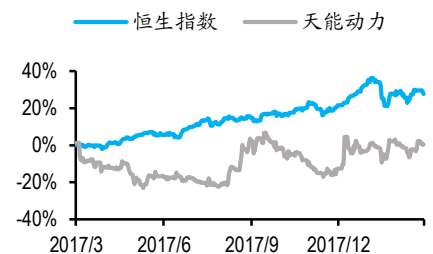
公司评级

公司评级	买入
当前价格	8.32 港元
前次评级	买入
报告日期	2018-3-27

基本数据

总股本/流通股本 (百万 HKD)	1,127/1,127
流通港股市值 (百万 HKD)	9,148
每股净资产 (港元)	3.49
资产负债率 (%)	66.14
一年内最高/最低 (港元)	8.29/5.97

相对市场表现



分析师: 韩玲, S0260511030002



021-60750603



hanling@gf.com.cn

相关研究:

【广发海外】天能动力 (0819.HK): 铅酸电池毛利率有望回升

【广发海外】天能动力 (0819.HK): 铅酸增长稳健，锂电扩产效能初显

一、公司主营业务收入与归母净利润均实现稳定增长

2017年公司实现主营业务收入269.04亿元人民币，同比增长25.25%；实现归属于母公司净利润11.78亿元人民币，同比增长37.25%，增长超出预期，主要由于公司锂电池业务收入大幅增长所致。公司2017年综合毛利率为13.04%，较2016年下降0.81个百分点，主要由于铅酸电池业务毛利率的回落和公司销售收入的增加所致。

图 1：2011-2017 年公司主营业务收入及同比

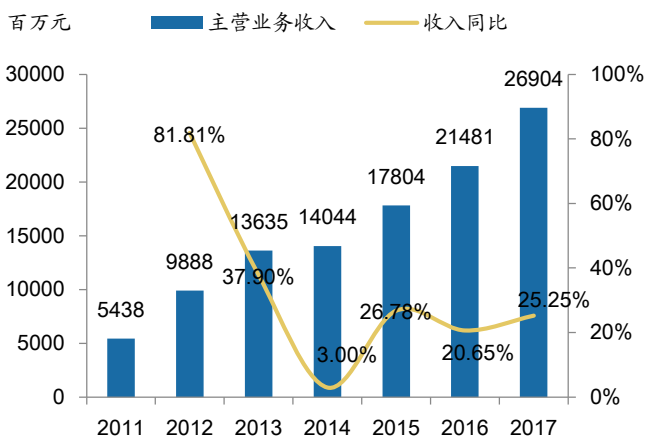
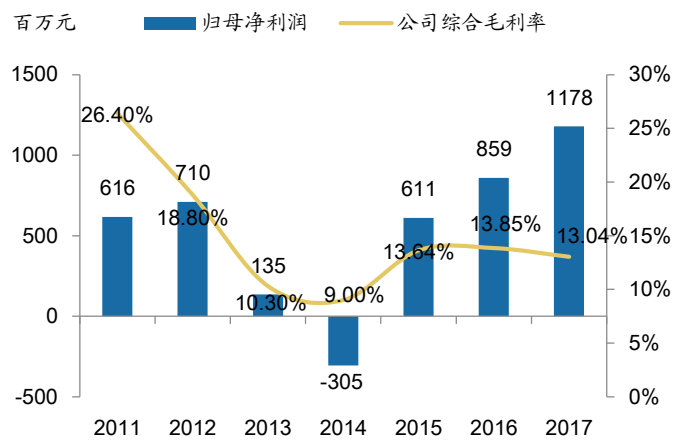


图 2：2011-2017 年公司归母净利润及综合毛利率



来源：公司财报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

二、铅酸电池业务收入增加，业务毛利率有所回落

铅酸电池业务收入增加，2017年毛利率有所回落，2018年有望回到上升通道

公司2017年铅酸电池业务实现收入237.61亿元人民币，同比增长24.8%，主要由于公司在电动自行车及三轮车电池市场的占有率有所提升、该市场需求增长以及电池单价提高所致。由于2017年铅价维持高位，成本攀升，导致公司铅酸电池业务毛利率下滑。2018年，因为2017年铅价高企创造的可观利润，以及随着再生铅业务的快速发展，预计铅市供应扩大，且随着天能动力与超威动力等龙头企业市占率的上升，定价能力增强，铅酸电池价格有望提高，铅酸电池业务毛利率将有所回升。

图 3: 2011-2017 年公司铅酸动力电池收入及同比

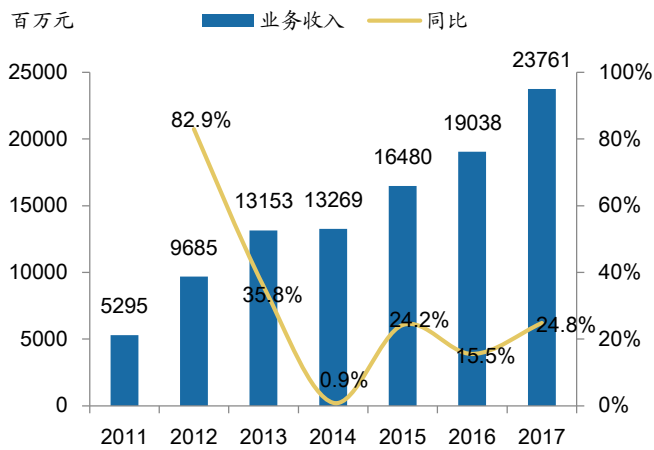
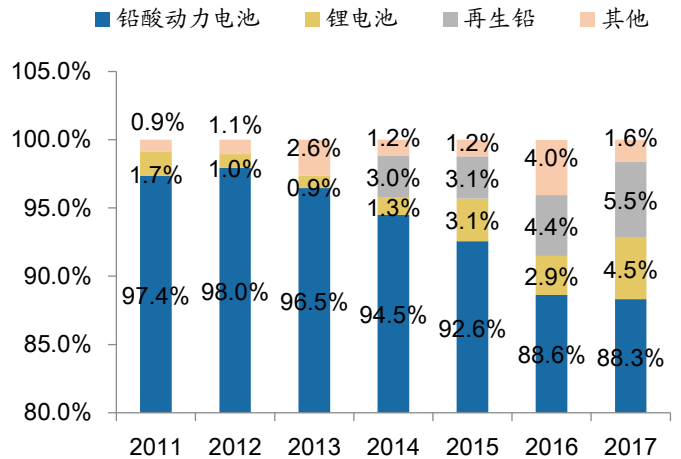


图 4: 2011-2017 年公司分业务收入占比



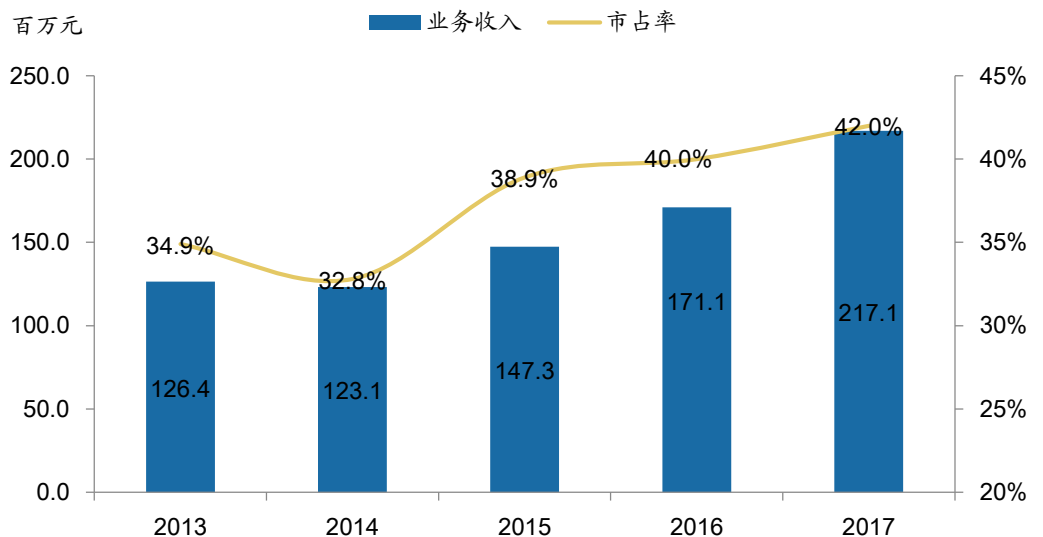
来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

电动自行车&三轮车电池业务收入持续增加

公司 2017 年在电动自行车和电动三轮车市场上的铅酸动力电池收入达到 2.17 亿元人民币, 同比增长 26.9%; 公司在该市场的占有率逐年提升, 2017 年公司市占率达到 42% 左右, 较 2016 年提升 2 个百分点。

图 5: 2013-2017 年公司电动自行车&三轮车电池业务收入及公司市占率

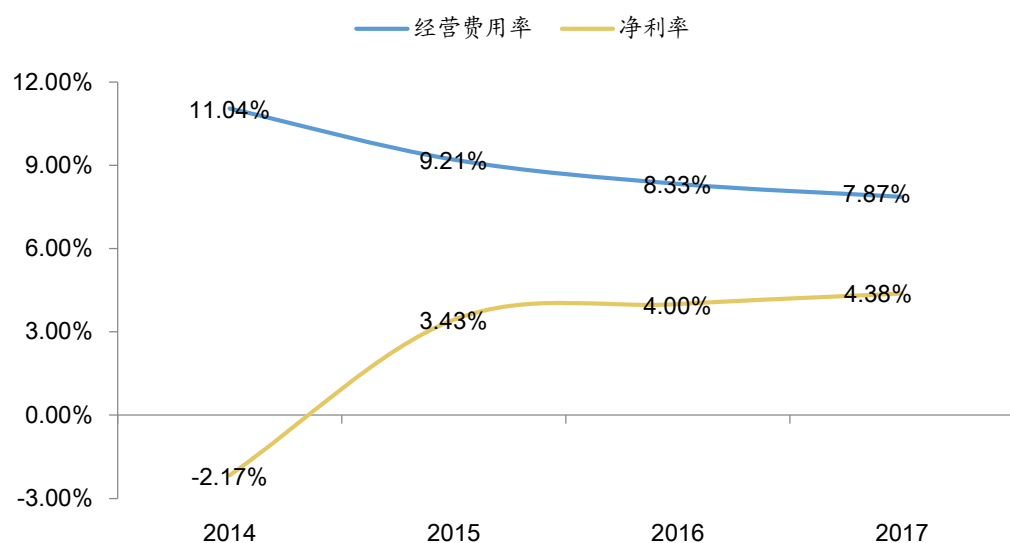


资料来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

公司费用管理改善, 净利率提升明显

公司 2017 年净利率为 4.4%, 较 2016 年提升 0.4 个百分点, 其中一大贡献来源是公司费用管理的改善, 经营费用率的降低。公司 2017 年经营费用率 (经营费用占销售收入的比率) 为 7.87%, 较 2016 年下降 0.47 个百分点。

图 6: 2014-2017 年公司经营费用率与净利率

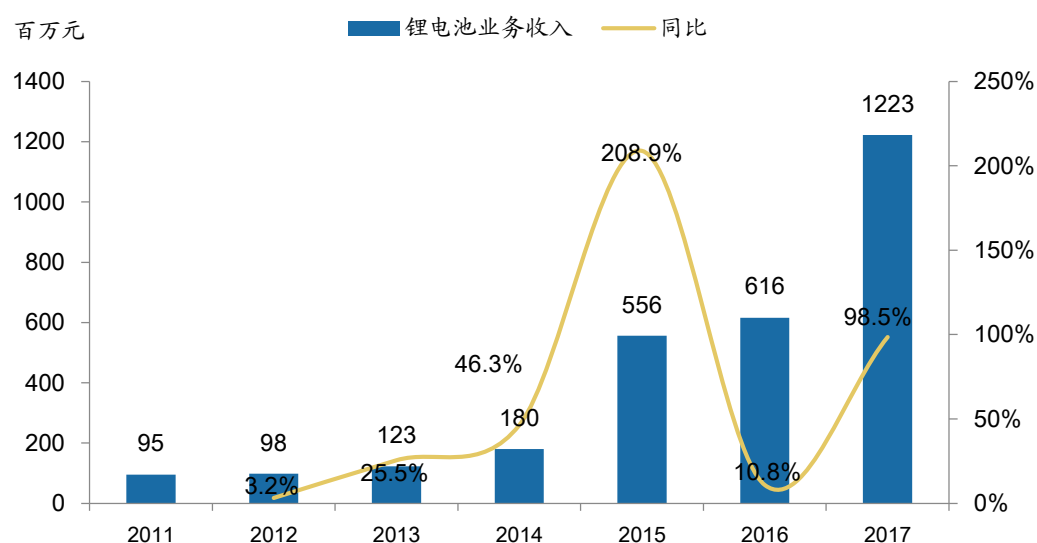


资料来源:公司财报, 广发证券发展研究中心

三、锂电池业务发展迅速, 前景广阔

公司2017年锂电池业务实现收入12.23亿元人民币, 同比增长98.5%, 增速超预期; 业务收入占公司主营收入的比重达到4.5%, 同比增长1.7个百分点, 主要由于公司在浙江长兴新建的3GW新能源汽车动力锂电池项目, 在2017年持续发挥效能, 全部投产后锂电池总产能可以达到5.5GWh, 对公司锂电池业务的进一步发展开辟了广阔空间。

图 7: 2011-2017 年公司锂电池业务收入及同比

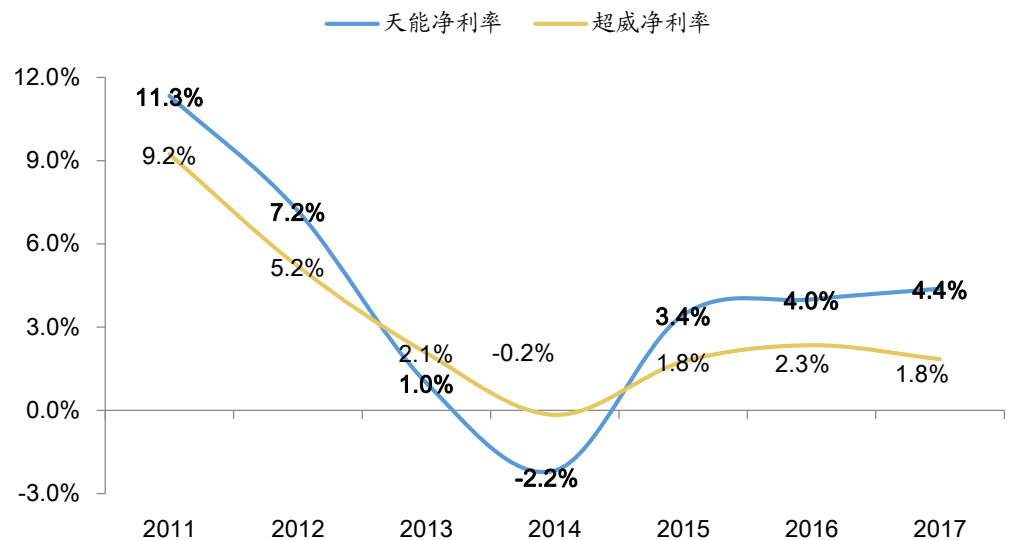


资料来源:公司财报, 广发证券发展研究中心

四、购入超威动力股权达10.08%

公司董事会宣布，于2018年2月13日，集团累计购入共111,680,000股超威动力控股有限公司股份，约占超威已发行股本的10.08%。公司称，有关投资将有利于集团整体业务和股东利益。超威动力作为天能动力公司最大的竞争者，目前两者一共占据动力铅酸电池80%左右的市场份额，此次公司入股超威动力，对于天能动力的业务布局、行业竞争力等都有良性的提升，公司定价能力增强，十分有利于改善两家公司当前净利率偏低的现状。

图 8: 2011-2017 年天能动力与超威动力净利率



资料来源:公司财报, 广发证券发展研究中心

五、盈利预测与投资评级

关键盈利假设:

1. 基于铅酸电池行业成熟度，预计2018、2019年公司营业收入增长率有所回落；
2. 基于公司经营费用率的逐步降低，预计2018、2019年公司净利率逐步提升。

2018年3月26日，天能动力（0819.HK）收盘价为8.32港币，公司2017年EPS为1.045元人民币，PE为6.4X；预测2018-2019年EPS分别为人民币1.330元人民币和1.651元人民币，由于铅酸电池行业集中度提升，身为行业龙头，公司净利率又处于较低水平，随着经营管理的改善净利率将进入上升通道，维持“买入”评级。

六、风险提示

铅价高居不下的风险；利润率提升不及预期的风险；财务风险；环保政策不确定性风险

资产负债表		单位: 人民币百万元				
至12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E	
现金及现金等	1398	1878	3872	2433	2779	
应收帐款	2851	2693	2417	4304	5344	
库存	1354	1885	2133	2469	3207	
其他流动资产	821	1313	728	1669	1860	
流动资产总计	6424	7769	9149	10875	13190	
固定资产	3551	3788	3949	4549	5271	
无形资产	0	0	0	0	0	
其他长期资产	570	573	882	1262	1373	
长期资产总计	4122	4361	4832	5812	6645	
总资产	10546	12130	13982	16687	19835	
应付帐款	3002	3295	3597	4878	5540	
短期债务	822	1179	1329	1634	2651	
其他流动负债	1866	2668	3016	4011	5335	
流动负债总计	5691	7142	7942	10523	13526	
长期借款	1338	833	904	1039	1174	
其他长期负债	51	48	73	59	67	
长期负债总计	1388	881	977	1098	1241	
股本	111	110	110	110	110	
储备	3277	3821	4769	4771	4773	
股东权益	3388	3931	4879	4881	4883	
少数股东权益	79	175	185	185	185	
总负债及权益	10546	12130	13982	16687	19835	

现金流量表		单位: 人民币百万元				
至12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E	
税前利润	746	1145	1408	1795	2226	
折旧与摊销	317	352	349	383	443	
净利息费用	123	102	90	105	110	
运营资本变动	1018	625	735	839	1039	
税金	-118	-240	-227	-287	-356	
其他经营现金流	-76	105	155	124	119	
经营活动产现金流	2010	2089	2509	2959	3580	
购买固定资产净值	-421	-790	-920	-1020	-1200	
投资减少/增加	0	-9	-9	-9	-9	
其他投资现金流	-474	-378	61	-1801	-1146	
投资活动现金流	-895	-1178	-868	-2831	-2356	
净增权益	722	639	957	2	2	
净增债务	1111	944	895	2703	3146	
支付股息	0	-304	-356	-453	-562	
其他融资现金流	-	-1710	-1142	-3820	-3463	
融资活动现金流	-	-431	354	-1568	-878	
现金变动	-228	481	1994	-1440	346	
期初现金	1625	1398	1878	3872	2433	

主要财务比率

至12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E
盈利能力					
净利率(%)	3.4	4.0	4.4	4.8	5.2
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.1	1.2	1.0	1.0
利息覆盖率(倍)	6.6	11.2	14.9	16.6	19.9
净权益负债率(%)	75.8	68.2	27.2	83.9	125.9
速动比率(倍)	0.9	0.8	0.9	0.8	0.7
估值					
市盈率(倍)	12.5	8.7	6.4	5.0	4.1
市净率(倍)	2.2	2.0	1.6	1.6	1.6
价格/现金流(倍)	3.7	3.7	3.1	2.6	2.2
企业价值/息税折	11.7	9.2	7.5	7.9	7.5
周转率					
存货周转天数	30.7	28.6	28.3	28.1	30.5
应收帐款周转天数	41.8	46.5	34.2	38.8	48.8
应付帐款周转天数	41.4	54.3	46.7	45.6	45.8
回报率					
股息支付率(%)	49.6	30.0	30.2	30.2	30.2
净资产收益率(%)	18.0	21.8	24.2	30.7	38.1

利润表		单位: 人民币百万元				
至12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E	
销售收入	17804	21481	26904	31150	35584	
销售成本	-15376	-18506	-23397	-26986	-30717	
经营费用	-17016	-20367	-25594	-29442	-33445	
息税折旧前利	1126	1497	1693	2130	2626	
折旧及摊销	-317	-352	-349	-383	-443	
经营利润	809	1145	1345	1747	2184	
净利息收入	-123	-102	-90	-105	-110	
其他收益/(损	60	103	153	153	152	
税前利润	746	1145	1408	1795	2226	
所得税	-118	-240	-227	-287	-356	
净利润	628	906	1180	1508	1870	
少数股东损益	-17	-47	-2	-10	-10	
归母净利润	611	859	1178	1498	1860	
每股收益(人	0.534	0.762	1.046	1.330	1.651	
EBITDA	1126	1497	1693	2130	2626	
每股股息(人	0.265	0.229	0.310	0.394	0.489	
收入增长(%)	27	21	25	16	14	

广发海外研究小组

- 欧亚菲：首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015年新财富海外研究（团队）第六名。
- 韩玲：首席分析师，工商管理硕士，电力系统自动化学士，12年证券从业经验，6年电力行业从业经验，获2010年及2011年新财富最佳分析师第五名，2012年新财富电力设备和新能源行业最佳分析师第二名，2015年新财富海外研究团队入围，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 惠毓伦：首席分析师，发展研究中心总经理助理，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，32年计算机、光电、集成电路工作和研究经历，13年证券研究所从业经历。
- 胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，南洋理工大学工程学学士。2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二名。2016及2017年新财富纺织服装行业最佳分析师入围。2016年进入广发证券发展研究中心。
- 刘峤：研究助理，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞：研究助理，统计学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。