

天能股份（688819.SH）-2022 年年报点评

四季度盈利环比提升，铅蓄与锂电业务快速增长

增持

核心观点

公司2022年实现净利润19.08亿元,同比+39%。公司2022年实现营收418.82亿元,同比+8%,对应Q4实现营收118.40亿元,同比-1%,环比-8%;公司2022年实现归母净利润19.08亿元,同比+39%,对应Q4实现归母净利润4.83亿元,同比+59%,环比-28%。公司2022年毛利率为18.56%,同比+2.98pct;对应Q4毛利率为21.28%,同比-9.21pct、环比+3.16pct。

铅蓄电池增长稳定,盈利能力持续修复。2022年公司铅蓄电池营收373.97亿元,同比+12%。公司2022年铅蓄电池销量为100.32GWh,同比+8%;Q4销量约为25-29GWh,环比下降10%左右。公司铅蓄电池毛利率为20.28%,同比+2.59pct;Q4毛利率超21%,环比+2pct以上。公司2021H2调整了定价机制,将铅价格联动机制调整为所有原料价格联动机制,成本传导更为流畅。2023年我们预计公司铅蓄电池销量有望达到110GWh左右,同比增长超9%。

公司铅炭储能快速发展,有望贡献持续增量。2022年公司铅炭储能营收1.65亿元,同比+239%。2022年12月,天能股份与太湖能谷签订协议,未来三年内向其供应不低于30GWh铅炭电池。公司目前还为全球最大的铅炭电池项目浙江长兴综合智慧零碳电厂1.06GWh项目供应电池。我们预计在成熟项目示范以及客户持续推进下,2023年公司铅炭业务营收有望突破10亿元。

锂电业务加快布局,产能建设持续加码。2022年公司锂电业务营收16.4亿元,同比+65%;其中锂电轻型车电池业务营收6.4亿元,储能营收5.6亿元。公司2022年锂电池销量为1.99GWh,同比+24%;Q4销量约为0.3-0.4GWh,环比-50%左右。公司2022年锂电业务毛利率-0.81%,同比+2.80pct;Q4毛利率仍为负,主要系产能利用率处于低位使得盈利端持续承压。公司已成功实现180Ah电芯量产以及280Ah电芯出样,相应模组产品已完成国标与UL认证。2022年底公司锂电池产能约7GWh,2023年有望扩张至14GWh。

公司前瞻布局新技术,燃料电池、钠电池等新业务蓬勃发展。燃料电池方面,公司在电堆、膜电极、催化剂等领域都取得阶段性成果,自主研发的135KW系统产品、160KW发动机已通过第三方测试验证。钠电池方面,公司现已成功推出钠电电芯,产品循环次数超2000次;并已建成300MW中试产线。

风险提示:行业竞争加剧;产能建设不及预期;储能行业需求不及预期。

投资建议:调整盈利预测,维持“增持”评级。我们预计2023-2025年归母净利润为23.50/27.29/30.68亿元(原预测为23.65/27.20亿元),同比+23/16/12%,EPS分别为2.42/2.81/3.16元,当前PE为14/12/11倍。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 38,716 | 41,882 | 47,195 | 52,041 | 57,324 |
| (+/-%) | 10.3% | 8.2% | 12.7% | 10.3% | 10.2% |
| 净利润(百万元) | 1369 | 1908 | 2350 | 2729 | 3068 |
| (+/-%) | -39.9% | 39.3% | 23.2% | 16.1% | 12.4% |
| 每股收益(元) | 1.41 | 1.96 | 2.42 | 2.81 | 3.16 |
| EBIT Margin | 3.3% | 5.4% | 5.5% | 6.0% | 6.3% |
| 净资产收益率(ROE) | 13.3% | 13.7% | 16.0% | 16.2% | 15.9% |
| 市盈率(PE) | 24.6 | 17.6 | 14.3 | 12.3 | 11.0 |
| EV/EBITDA | 26.3 | 17.9 | 15.6 | 13.2 | 11.6 |
| 市净率(PB) | 2.64 | 2.39 | 2.06 | 1.80 | 1.58 |

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·电池

证券分析师:王蔚祺 **联系人:李全**
 010-88005313 021-60375434
 wangweiqi2@guosen.com.cn liquan2@guosen.com.cn
 S0980520080003

基础数据

| | |
|------------|---------------|
| 投资评级 | 增持(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 34.63元 |
| 总市值/流通市值 | 33664/4533百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 50.49/22.99元 |
| 近3个月日均成交额 | 68.01百万元 |

市场走势



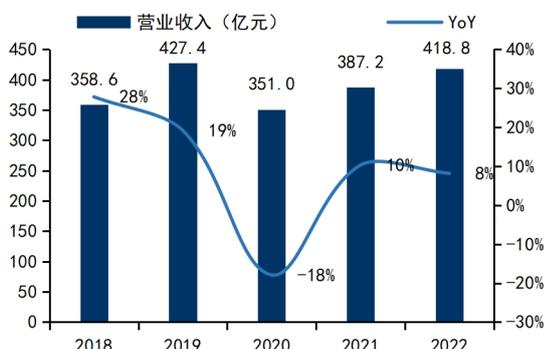
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《天能股份(688819.SH)-铅蓄电池龙头,积极布局铅炭与锂电储能》——2023-03-17

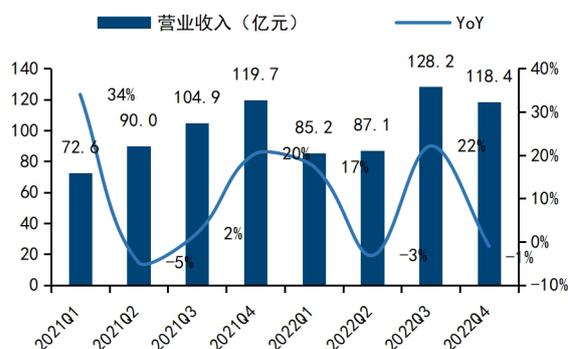
公司 2022 年实现营收 418.82 亿元，同比+8%，对应 Q4 实现营收 118.40 亿元，同比-1%，环比-8%；公司 2022 年实现归母净利润 19.08 亿元，同比+39%，对应 Q4 实现归母净利润 4.83 亿元，同比+59%，环比-28%。公司 2022 年毛利率为 18.56%，同比+2.98pct；对应 Q4 毛利率为 21.28%，同比-9.21pct、环比+3.16pct。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



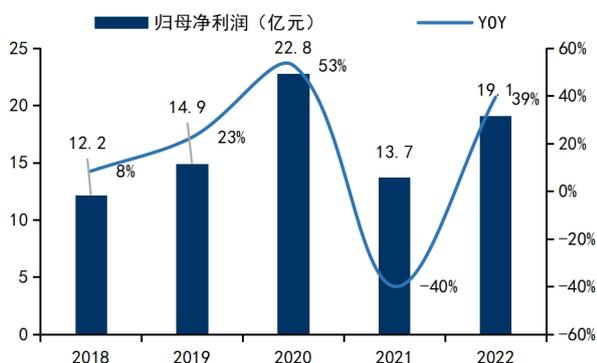
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

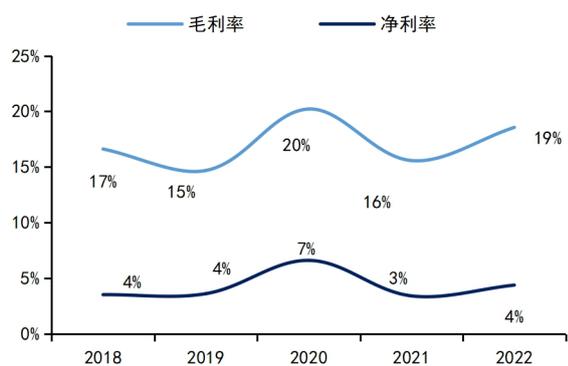


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司期间费用率同比显著增长，主要系员工薪酬增加导致管理费用率提升。公司 2022 年期间费用率为 9.45%，同比+0.79pct。公司 2022 年销售/管理/研发/财务费率分别为 2.96% (+0.10pct)、2.71% (+0.71pct)、3.64% (-0.05pct)、0.14% (+0.03pct)。公司管理费用率明显提升主要系员工人均薪酬增加所致。

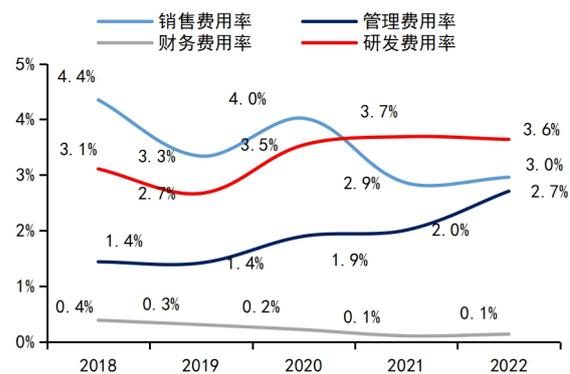
公司 2022 年计提资产减值损失 0.97 亿元，较 2021 年增加 0.84 亿元，主要系针对存货计提了较多跌价准备。公司 2022 年计提信用减值损失 1.66 亿元，较 2021 年增加 1.13 亿元。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

铅蓄电池增长稳定，铅炭储能加速发展

铅蓄电池业务增长稳定，盈利能力稳中向好。2022 年公司铅蓄电池业务营收 373.97 亿元，同比+12%。从应用场景看，2022 年电动轻型车铅蓄电池营收 360.35 亿元，同比+11%；铅炭储能营收 1.65 亿元，同比+239%。公司 2022 年铅蓄电池销量为 100.32GWh，同比+8%；对应 Q4 销量约为 25-29GWh，环比下降 10%左右。电动轻型车销量旺季普遍在 Q3，因而 Q4 公司销量环比略有下行。

盈利能力来看，公司铅蓄电池毛利率为 20.28%，同比+2.59pct；对应 Q4 毛利率超 21%，环比+2pct 以上。公司自 2021 年底以来调整了产品定价机制，将原有的铅价格联动机制调整为所有原料价格联动机制，成本传导更为流畅，盈利能力稳步修复。

图7：公司铅蓄电池营收及毛利率（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司铅蓄电池销量（GWh、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司铅炭电池业务高速发展，有望贡献持续增量。2022 年公司铅炭储能营收 1.65 亿元，同比+239%；对应销量约为 0.5GWh。公司 2020 年在湖州长兴为国内首座铅炭电网侧储能电站配备了 24MWh 铅炭电池，目前项目运行平稳。2022 年 12 月，天能股份与太湖能谷签订协议，在未来三年内向太湖能谷供应不低于 30GWh 铅炭电池电芯。此外，公司目前还为全球最大的铅炭电池项目浙江长兴综合智慧零碳电厂 1.06GWh 项目供应铅炭电池。我们预计在成熟项目示范以及客户持续推进下，2023 年公司铅炭业务营收有望突破 10 亿元。

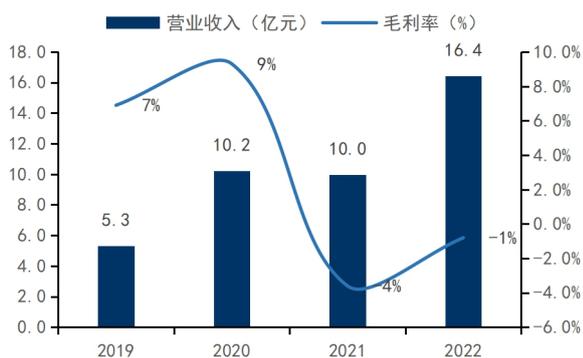
展望 2023 年，电动轻型车销量持续提升，轻型车市场竞争格局持续走向集中化，公司与爱玛、雅迪等头部客户绑定，有望实现销量稳定增长。同时公司铅炭电池业务发展迅速，有望贡献可观增长。我们预计 2023 年公司铅蓄电池销量有望达到 110GWh 左右，同比增长近 9%。

锂电业务加快布局，燃料电池、钠电池等新业务蓬勃发展

2022 年公司锂电业务营收 16.4 亿元，同比+65%。从应用场景看，2022 年公司锂电轻型车电池业务营收 6.4 亿元，储能营收 5.6 亿元，氢燃料电池营收 0.6 亿元。公司 2022 年锂电池销量为 1.99GWh，同比+24%；对应 Q4 销量约为 0.3-0.4GWh，环比-50%左右。

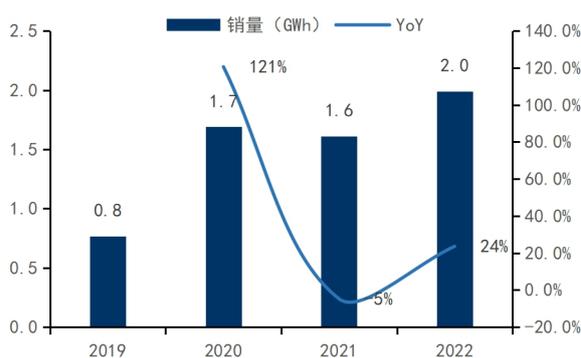
盈利能力来看，公司 2022 年锂电业务毛利率为-0.81%，同比+2.80pct；Q4 毛利率仍为负，主要系产能利用率处于低位使得盈利端持续承压。

图9：公司锂电池营收及毛利率（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司锂电池销量（GWh、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司产品结构持续优化、产能持续加码，保障锂电业务快速发展。公司已成功实现 180Ah 电芯量产以及 280Ah 电芯的出样，并且成功开发了应用两款电芯的 5 款风冷模组、4 款液冷模组，并按照客户订单要求完成相关国标与 UL 认证。截止 2022 年底，公司锂电池建成产能约为 7GWh、其中储能产能约 4GWh；2023 年公司锂电产能有望扩张至 14GWh、其中储能产能达到 10GWh。2025 年，公司预计锂电产能有望扩张至 30GWh 以上。

公司氢燃料电池研发、应用共同推进。公司在电堆、膜电极、催化剂等领域都取得阶段性成果。公司自主研发的 135KW 系统产品顺利通过第三方测试验证，系统产品 80KW 发动机、160KW 发动机已完成设计开发，并于 2023 年初顺利通过第三方测试验证。公司年产能 3000 套燃料电池系统及零部件的沭阳基地，已顺利完成主体工程建设，2023 年将正式投产使用。客户方面，公司与吉利、南京金龙、徐工特机等均已建立合作。2022 年 10 月公司与厦门金龙签订战略合作协议、加快氢能源技术在氢能源汽车上产业化应用；2023 年 1 月，格润时代向公司再度签订 118 氢燃料发动机采购框架协议。

公司设立钠电子公司，加速产业化布局。2022 年 9 月公司成立全资子公司天能钠电科技，加快推进钠离子电池产业化进展。公司成功推出钠电电芯产品，电芯循环次数的实验室测试数据超过 2000 次。产能方面，2022 年公司已建成 300MW 中试产线，持续推进整体产能爬坡工作。

投资建议：调整盈利预测，维持“增持”评级

我们预计 2023–2025 年归母净利润为 23.50/27.29/30.68 亿元（原预测 2023–2024 年净利润为 23.65/27.20 亿元），同比+23/16/12%，EPS 分别为 2.42/2.81/3.16 元，当前 PE 为 14/12/11 倍，维持“增持”评级。

表1：可比公司估值表（2023年3月27日）

| 股票代码 | 股票简称 | 投资评级 | 总市值 (亿元) | 最新股价 (元) | EPS | | | PE | | |
|-----------|------|------|-------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E |
| 601311.SH | 骆驼股份 | 无评级 | 113.91 | 9.71 | 0.43 | 0.73 | | 22.58 | 13.30 | |
| 300068.SZ | 南都电源 | 无评级 | 206.01 | 23.82 | 0.55 | 1.05 | | 43.31 | 22.69 | |
| 688063.SH | 派能科技 | 无评级 | 418.61 | 238.35 | 8.21 | 14.14 | 20.13 | 29.03 | 16.86 | 11.84 |
| 688819.SH | 天能股份 | 增持 | 336.64 | 34.63 | 1.96 | 2.42 | 2.81 | 17.64 | 14.32 | 12.33 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理与测算；注：骆驼股份、南都电源、派能科技业绩预测为 Wind 一致预期

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 10273 | 11104 | 11000 | 11000 | 11000 | 营业收入 | 38716 | 41882 | 47195 | 52041 | 57324 |
| 应收款项 | 2479 | 3545 | 1681 | 2139 | 2670 | 营业成本 | 32685 | 34107 | 38328 | 42098 | 46381 |
| 存货净额 | 3709 | 5627 | 7112 | 8127 | 9423 | 营业税金及附加 | 1450 | 1619 | 1825 | 2012 | 2216 |
| 其他流动资产 | 683 | 1395 | 1150 | 1263 | 1391 | 销售费用 | 1106 | 1239 | 1416 | 1509 | 1605 |
| 流动资产合计 | 18957 | 22317 | 21639 | 23268 | 25273 | 管理费用 | 777 | 1136 | 1321 | 1405 | 1490 |
| 固定资产 | 5357 | 7078 | 9333 | 12403 | 13877 | 研发费用 | 1429 | 1526 | 1723 | 1873 | 2035 |
| 无形资产及其他 | 958 | 1094 | 1050 | 1006 | 963 | 财务费用 | 41 | 57 | (26) | 126 | 176 |
| 其他长期资产 | 1390 | 1871 | 1888 | 2082 | 2293 | 投资收益 | 95 | 75 | 70 | 60 | 50 |
| 长期股权投资 | 15 | 17 | 17 | 17 | 17 | 资产减值及公允价值变动 | (66) | (263) | (145) | (80) | (60) |
| 资产总计 | 26677 | 32378 | 33927 | 38776 | 42422 | 其他收入 | 361 | 621 | 545 | 490 | 480 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 1318 | 2253 | 6575 | 8017 | 7839 | 营业利润 | 1552 | 2369 | 2934 | 3408 | 3830 |
| 应付款项 | 6322 | 9057 | 3402 | 3836 | 4338 | 营业外净收支 | 27 | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 3597 | 3800 | 4036 | 4409 | 4834 | 利润总额 | 1579 | 2367 | 2934 | 3408 | 3830 |
| 流动负债合计 | 12318 | 16356 | 15429 | 17823 | 18731 | 所得税费用 | 254 | 528 | 499 | 579 | 651 |
| 长期借款及应付债券 | 319 | 550 | 550 | 550 | 550 | 少数股东损益 | (45) | (69) | 85 | 99 | 111 |
| 其他长期负债 | 1301 | 1398 | 1645 | 1741 | 1847 | 归属于母公司净利润 | 1369 | 1908 | 2350 | 2729 | 3068 |
| 长期负债合计 | 1620 | 1948 | 2195 | 2292 | 2397 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 13938 | 18304 | 17624 | 20115 | 21128 | 净利润 | 1369 | 1908 | 2350 | 2729 | 3068 |
| 少数股东权益 | 467 | 398 | 483 | 582 | 693 | 资产减值准备 | (13) | (97) | (60) | (20) | (10) |
| 股东权益 | 12272 | 13676 | 15821 | 18080 | 20602 | 折旧摊销 | 542 | 645 | 701 | 920 | 1138 |
| 负债和股东权益总计 | 26677 | 32378 | 33927 | 38776 | 42422 | 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 41 | 57 | (26) | 126 | 176 |
| 每股收益 | 1.41 | 1.96 | 2.42 | 2.81 | 3.16 | 营运资本变动 | 1596 | (657) | (4674) | (677) | (919) |
| 每股红利 | 0.60 | 0.21 | 0.48 | 0.56 | 0.95 | 其它 | (42) | (95) | 295 | 281 | 353 |
| 每股净资产 | 13.10 | 14.48 | 16.77 | 19.20 | 21.91 | 经营活动现金流 | 3452 | 1704 | (1388) | 3234 | 3629 |
| ROIC | 10% | 12% | 11% | 10% | 10% | 资本开支 | (2017) | (2575) | (2913) | (3947) | (2568) |
| ROE | 13% | 14% | 16% | 16% | 16% | 其它投资现金流 | (911) | 1309 | 54 | (134) | (161) |
| 毛利率 | 16% | 19% | 19% | 19% | 19% | 投资活动现金流 | (2927) | (1266) | (2859) | (4081) | (2729) |
| EBIT Margin | 3% | 5% | 5% | 6% | 6% | 权益性融资 | 4747 | 79 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 5% | 7% | 7% | 8% | 8% | 负债净变化 | 872 | (671) | 4321 | 1442 | (178) |
| 收入增长 | 10% | 8% | 13% | 10% | 10% | 支付股利、利息 | (2506) | (583) | (205) | (470) | (546) |
| 净利润增长率 | -40% | 39% | 23% | 16% | 12% | 其它融资现金流 | 1178 | (902) | 4321 | 1442 | (178) |
| 资产负债率 | 52% | 57% | 52% | 52% | 50% | 融资活动现金流 | 3072 | (1233) | 4142 | 846 | (900) |
| 息率 | 1.7% | 0.6% | 1.4% | 1.6% | 2.7% | 现金净变动 | 3596 | (794) | (104) | 0 | 0 |
| P/E | 24.6 | 17.6 | 14.3 | 12.3 | 11.0 | 货币资金的期初余额 | 4907 | 10273 | 11104 | 11000 | 11000 |
| P/B | 2.6 | 2.4 | 2.1 | 1.8 | 1.6 | 货币资金的期末余额 | 10273 | 11104 | 11000 | 11000 | 11000 |
| EV/EBITDA | 26.3 | 17.9 | 15.6 | 13.2 | 11.6 | 企业自由现金流 | 1185 | (836) | (4742) | (1095) | 636 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 2023 | (1551) | (399) | 243 | 311 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032