

天丰电源(832283)
高速增长的三板三元锂电优质标的
基本数据

| 2016年6月27日 | |
|------------|--------|
| 收盘价(元) | 25.6 |
| 总股本(百万股) | 58 |
| 流通股本(百万股) | 23.4 |
| 总市值(百万元) | 1483.5 |
| 每股净资产(元) | 4.08 |
| PB | 6.28 |

财务指标

| | 2014A | 2015A | 2106E | 2017E | 2018E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 136.06 | 290.87 | 388.56 | 504.75 | 664.13 |
| 净利润(百万元) | 18.28 | 51.40 | 67.03 | 88.08 | 116.96 |
| 毛利率(%) | 34.2% | 38.4% | 38.4% | 38.4% | 38.4% |
| 净利率(%) | 13.4% | 17.7% | 17.3% | 17.5% | 17.6% |
| EPS(元) | 0.37 | 0.89 | 1.16 | 1.52 | 2.02 |
| 净资产收益率(%) | 25.4% | 21.7% | 28.4% | 37.3% | 49.5% |

报告要点

公司是国内优秀动力用锂电池制造商。这些电池产品主要用于电动玩具、电动工具、摩托车启动及电动汽车等领域。

公司2015年营业收入2.9亿元,同比大幅增长113.8%,归属母公司的净利润为5140万元,同比大幅增长181%。2015年公司在新能源汽车动力电池市场获得突破,该业务收入同比增长高达714%,在总收入中占比超过60%成为新的核心业务。

2015年我国新能源汽车生产34万辆,销售33万辆,同比分别增长3.3倍和3.4倍。其中纯电动汽车产销分别完成25.4万辆和24.7万辆,同比分别增长4.2倍和4.5倍。

2016年6月20日,工信部发布《汽车动力蓄电池行业规范条件》企业目录(第四批)名单,目录三元电池企业达21家,占比高达68%。此举意味着政策上不会给三元锂电设置障碍,三元锂电凭借其密度优势也将成为未来主流方向。

盈利预测及估值分析

我们预计公司2016-2018年的营收总额为3.88亿元、5.04亿元、6.64亿元,归属母公司的净利润为6703万元、8808万元、1.17亿元。所对应的每股收益EPS分别为1.16元、1.52元、2.02元。合理估值为30倍左右市盈率,对应2016年预计净利润,其市值水平为20.2亿元。

风险提示

政策变化风险,竞争加剧的风险、客户集中的风险、技术人员流失风险。

研究员:王振亚

wangzhenya@wtneeq.com

010-85715117



目 录

| | |
|-------------------------------|---|
| 国内优秀动力用锂电池制造商 | 1 |
| 2015 业绩爆发 动力电池业务增长超 7 倍 | 3 |
| 锂电行业持续向好 三元锂电将是未来主流 | 4 |
| 盈利预测 | 6 |
| 估值分析 | 7 |

图表目录

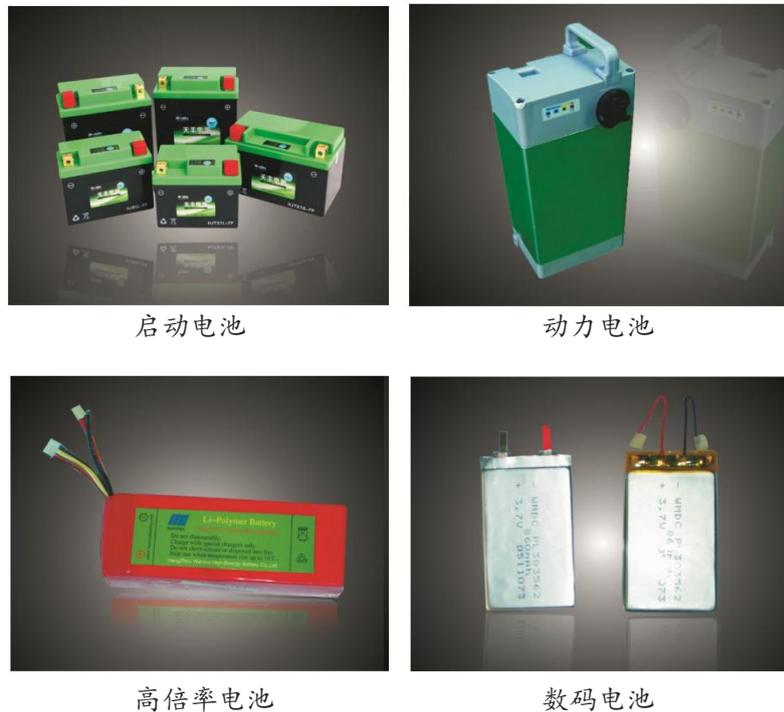
| | |
|---|---|
| 图表 1 公司锂电池产品展示..... | 1 |
| 图表 2 各类二次电池性能比较..... | 2 |
| 图表 3 天丰电源股权结构图..... | 2 |
| 图表 4 公司 2013-2016 年营业收入及净利润走势 | 3 |
| 图表 5 公司营收主要来源（单位 百万） | 3 |
| 图表 6 公司 2013-2016 年业务毛利率水平及三大费用占比 | 4 |
| 图表 7 2011-2015 年我国新能源汽车销量（万辆） | 4 |
| 图表 8 2015 年国内市场电动乘用车电池种类..... | 5 |
| 图表 9 新大洋知豆系列新能源汽车..... | 6 |
| 图表 10 公司 2016-2018 盈利预测 | 7 |
| 图表 11 各公司现阶段市值及市盈率比较..... | 7 |

国内优秀动力用锂电池制造商

公司成立于 2002 年,公司主要从事高性能聚合物锂离子电池的生产与销售业务。

公司生产和销售的锂离子电池产品分为启动用锂离子电池、动力用锂离子电池、高倍率锂离子电池和数码用锂离子电池(常规电池)。这些电池产品主要用于电动玩具、电动工具、摩托车启动及电动汽车等领域。公司在摩托车锂电池领域开创了锂电替代铅酸的先河,产品可与摩托车原厂配置的铅酸蓄电池无障碍替换,公司凭该技术成为多个国际摩托车品牌的供应商。

图表 1 公司锂电池产品展示



资料来源:公开转让说明书

公司过去在启动电池市场一直处于国内领先,启动用锂离子电池作发动机启动用,主要应用于汽车、摩托车等领域。目前,公司启动用锂离子电池客户包括美国知名汽配连锁超市 Advance Auto Parts、美国著名应急启动电源制造商舒马克、欧洲知名摩托车电池经销商 Landport Europe、世界驰名摩托车制造企业奥地利 KTM、意大利杜卡迪(DUCATI)等。

而在动力电池领域,近两年由于新能源汽车迅猛发展,锂电池需求集中爆发,公司的动力电池业务在过去两年中也得到了跳跃式发展,代替启动电池业务成为公司主营业务中核心。动力电池采用三元材料作为电池正极材料,三元材料主要包含了镍(Ni)、钴(Co)、锰(Mn)三种元素,具有容量高、电压高等优点,在电动汽车应用中逐步成为主流。公司生产的动力锂离子电池主要为电动汽车、电动摩托车、电动自行车、电动滑板车及体感车(又称摄位车、思维车、平衡车)等作动力用。

锂电池属于化学电池中二次电池的一种，各类二次电池性能比较如下图，相比过去曾出现在市场上的其他类型二次电池，锂离子电池性能在各方面优势明显，处于行业快速成长期。

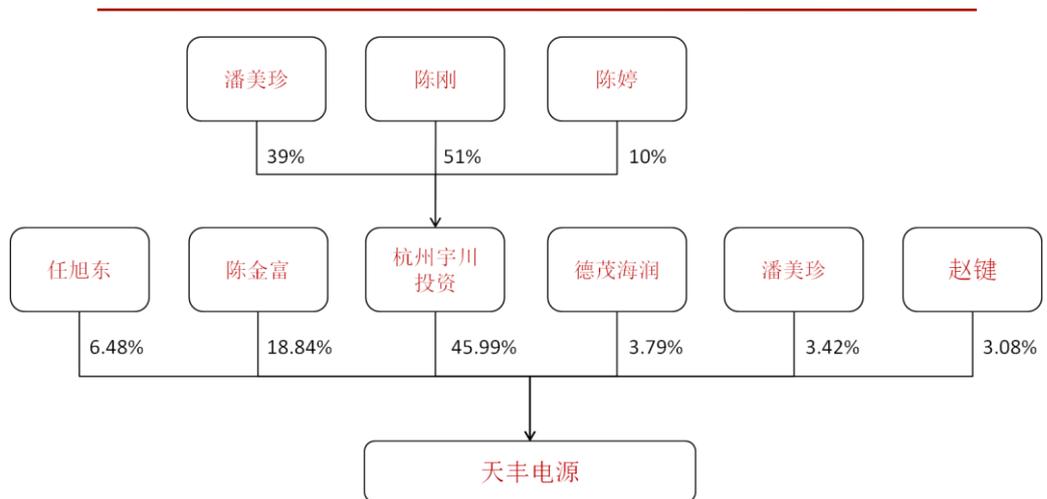
图表 2 各类二次电池性能比较

| 名称 | 锂离子电池 | 铅酸电池 | 镍镉电池 | 镍氢电池 |
|--------|-----------------------------|-----------------------------|--------------------|--------------------------|
| 工作电压 | 3.2-3.7V | 2.0V | 1.2V | 1.2V |
| 能量密度 | 100-200Wh/kg | 小于 30Wh/kg | 50Wh/kg | 60-80Wh/kg |
| 循环寿命 | 大于 1000 次 | 300 次左右 | 500 次左右 | 500 次左右 |
| 记忆效应 | 无 | 无 | 有 | 有 |
| 优点 | 可快速充电、高功率放电；能量密度高、循环寿命长 | 可靠性好、技术成熟，价格低 | 可快速充电，价格便宜，循环寿命较长 | 可快速充电、高功率放电；能量密度较高、循环寿命长 |
| 缺点 | 价格相对高，发生强烈碰撞或是温度过高等情形下，稳定性差 | 不可快速充电，能量密度低，体积大，寿命短，对环境污染大 | 有记忆效应，能量密度低，对环境有污染 | 具有一定的记忆效应，价格较高，充放电效率差 |
| 行业生命周期 | 快速成长期 | 成熟期后期 | 衰退期 | 成熟期 |

资料来源：公开转让说明书

公司于 2015 年 4 月挂牌新三板，2015 年 9 月完成向 17 家做市商的首轮融资 7500 万元，主要用于基础研发和产品研发，扩建销售网络和补充流动资金等。2016 年 4 月再一次定向增发，预计募集资金 1.32 亿元。2015 年 11 月向浙江证监局申请 IPO 辅导备案。

图表 3 天丰电源股权结构图

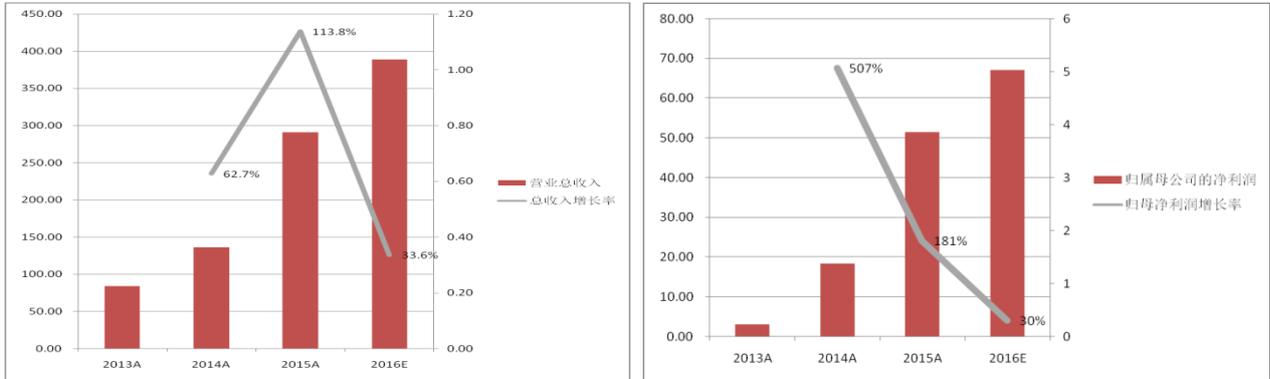


资料来源：公司公告

前十大股东之间，陈刚、陈婷、潘美珍、陈金富系家庭成员，陈婷与任旭东系夫妻关系。公司控股股东为杭州宇川投资。公司实际控制人为陈刚、潘美珍、陈婷、任旭东，四人已签署《一致行动人协议》。

2015 业绩爆发 动力电池业务增长超 7 倍

图表 4 公司 2013-2016 年营业收入及净利润走势



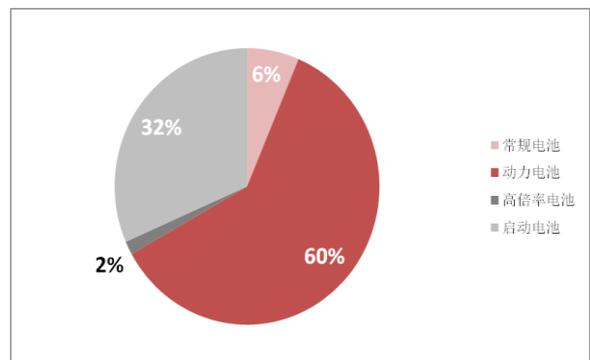
数据来源: choice 金融数据

公司 2015 年营业收入 2.9 亿元, 同比大幅增长 113.8%, 归属母公司的净利润为 5140 万元, 同比大幅增长 181%。过去公司主营业务中, 启动电池收入占比最高, 而 2015 年公司在新能源汽车动力电池市场获得突破, 该业务收入同比增长高达 714%, 在总收入中占比超过 60% 成为新的核心业务, 并且动力电池业务的所有收入均来自大客户山东新大洋电动汽车有限公司。

其他两项业务常规电池和高倍率电池, 近年来增速不快, 2015 年由于公司主要产能资源投入动力电池业务, 常规电池及高倍率电池产能受到限制, 营收都有所下滑。

图表 5 公司营收主要来源 (单位 百万)

| | 2013A | 2014A | 2015A |
|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 营业总收入 | | | |
| 常规电池 | 26.75 | 32.86 | 18.46 |
| 增长率 % | | 23% | -44% |
| 动力电池 | 10.61 | 21.57 | 175.67 |
| 增长率 % | | 103% | 714% |
| 高倍率电池 | 5.14 | 5.23 | 4.56 |
| 增长率 % | | 2% | -13% |
| 启动电池 | 40.79 | 76.18 | 91.61 |
| 增长率 % | | 87% | 20% |
| 其他 | 0.32 | 0.22 | 0.57 |
| 总收入合计 | 83.61 | 136.06 | 290.87 |
| 总收入增长率 | | 62.7% | 113.8% |



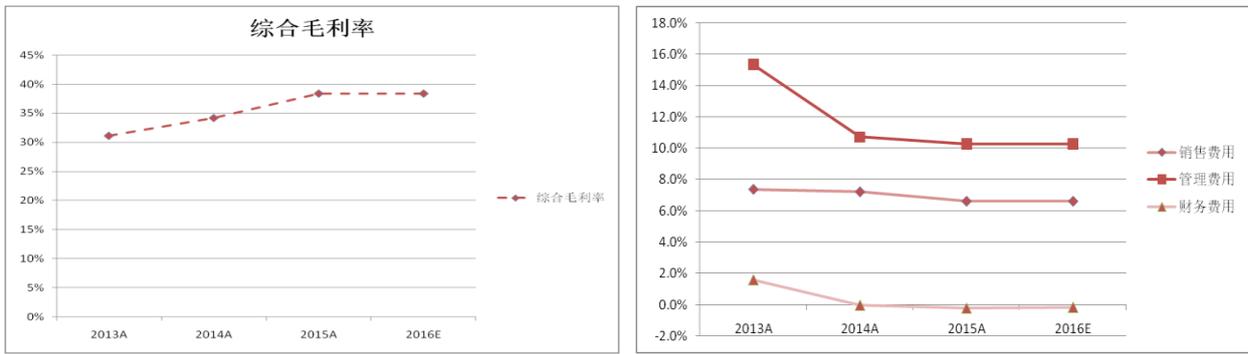
数据来源: choice 金融数据

从成本方面看, 动力电池业务占比上升后, 公司综合毛利率也有所上升, 上升幅度在 7 个百分点左右, 目前综合毛利率为 38.4%, 在制造业中处于平均水平。

三大费用方面, 随着公司总收入规模的扩大, 最近几年管理费用占比明显

下降，而销售费用及财务费用方面，占比不高，基本上处于稳定的状态。

图表 6 公司 2013-2016 年业务毛利率水平及三大费用占比



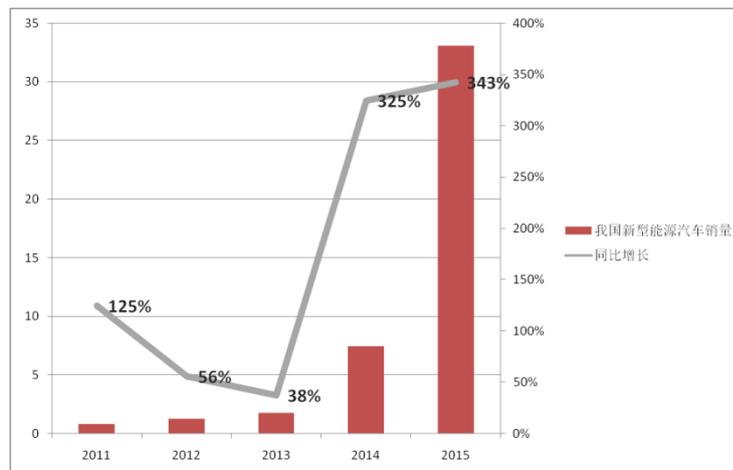
数据来源: choice 金融数据

■ 锂电行业持续向好 三元锂电将是未来主流

就动力用锂电池行业来说，2014-2015 年迎来了巨大的发展，这一年在国家政策的引导及地方政府的大力扶持下，各项推动新能源汽车的鼓励补贴政策，对整车制造厂、终端消费者进行生产和消费补贴，全面推进新能源汽车的发展。2014 年 7 月 21 日，国务院办公厅正式公布关于《关于加快新能源汽车推广应用的指导意见》，提出从 2014 年 9 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日，对纯电动汽车、插电式(含增程式)混合动力汽车和燃料电池汽车免征车辆购置税，将进一步促进国内电动汽车产业的加快发展。

新能源汽车市场的快速增长带动了锂电池产业链的爆发。据统计，2015 年我国新能源汽车生产 34 万辆，销售 33 万辆，同比分别增长 3.3 倍和 3.4 倍。其中纯电动汽车产销分别完成 25.4 万辆和 24.7 万辆，同比分别增长 4.2 倍和 4.5 倍。2015 年动力锂电池的需求量超过 1300 万 kwh，增速超过 100%，目前市场上锂电池产品供不应求，良好的市场需求拉动了整个行业的快速发展。

图表 7 2011-2015 年我国新能源汽车销量(万辆)



资料来源: 中国产业信息网

而对于动力锂电池来说，业内又有三元锂电池及磷酸铁锂之分。

磷酸铁锂电池：其特色是不含钴等贵重元素，原料价格低，且磷、铁资源非常丰富，不会有供料问题。

优点：更高的安全性、更长的使用寿命、不含任何重金属和稀有金属（原材料成本低）、支持快速充电、工作温度范围广。

缺点：锂离子电池的能量密度较低；材料的制备成本与电池的制造成本较高，电池成品率低，一致性差。

三元聚合物锂电池：正极材料使用镍钴锰酸锂三元正极材料的锂电池。三元材料指的是正极是三元，负极是石墨的通常说法中的“三元动力电池”。

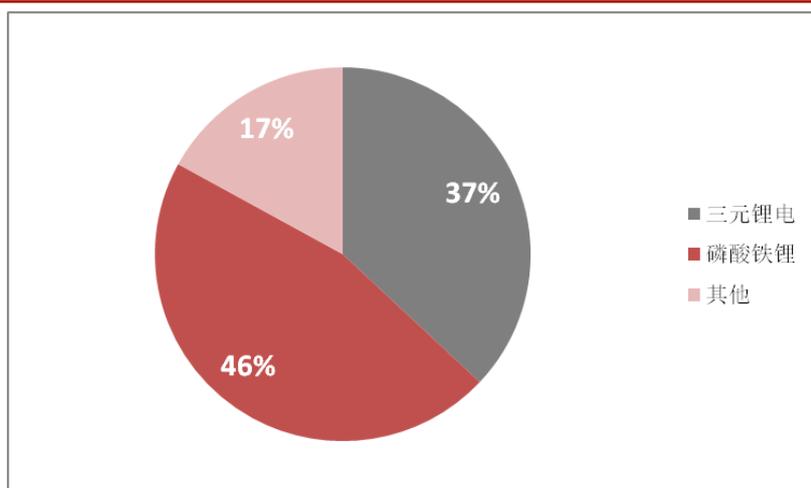
优点：三元锂电池能量密度高，循环性能好于正常钴酸锂。在容量上已经达到或超过钴酸锂电池水平。

缺点：由于镍钴铝的高温结构不稳定，导致高温安全性差，且 pH 值过高易使单体胀气，进而引发危险，目前造价较高。

2016 年初，工信部出于对动力电池安全问题的考虑，暂停三元锂电池客车列入新能源汽车推广应用推荐车型目录。此举曾在锂电池行业引起了不小的震动，一时间众说纷纭，国内三元锂电及磷酸铁锂之争也越发引人关注，甚至对韩国锂电池大厂 LG 及三星都有不小的影响（韩国厂商极为关注中国锂电池市场）。

从技术特点来说，三元锂电由于其密度更高发电效率要强于传统的磷酸铁锂，磷酸铁锂电池在高能量密度、长寿命等方面又远不如三元锂电池，该技术在业内得到了大量的支持。2016 年 6 月 20 日，工信部发布《汽车动力蓄电池行业规范条件》企业目录(第四批)名单，目录中主营业务为三元电池的企业达 21 家，占比高达 68%。业界认为，这一信号具有风向标的意义，说明政策层面并没有厚此薄彼，存在压制三元动力电池的意思，这让三元电池企业吃了一颗定心丸。

图表 8 2015 年国内市场电动乘用车电池种类



数据来源：网络整理

事实上，此前，科技部部长万钢曾提出今后五年要努力把动力电池单位能

量密度提高一倍,把制造成本降低 50%;使单位电池能量达到 300 瓦时以上的同时,成本降至 1 元以下。而磷酸铁锂体系的理论能量密度仅为 200wh/kg,完全不可能实现此目标。

目前,国内外主流车企已经转向三元动力电池领域,国际车企如丰田、大众、福特、宝马、特斯拉,以及国内企业如北汽新能源、东风日产、吉利、江淮、众泰、奇瑞、华晨宝马等等,市场更为看好三元锂电成为未来商用电动车的主流配置。

公司自 2009 年就开始研发三元材料动力电池,2012 年获得了纯电动汽车锂离子动力电池制造技术的发明专利。公司的动力电池从用于电动自行车开始,逐步拓展到微型电动车领域,并迅速在三元软包动力电池领域站稳脚跟。公司 2015 年动力电池领域的大客户是山东新大洋电动车有限公司,新大洋历经多年推出的“知豆”微型电动车,并进入欧洲市场。2015 年知豆车型销量达 25609 辆,是电动汽车销量亚军。超高的性价比是知豆在微型车领域独树一帜,具有很高的成长性。2015 年公司对新大洋的年销售额占公司全年收入的 54.76%。

图表 9 新大洋知豆系列新能源汽车



数据来源:网络整理

■ 盈利预测

公司 2015 年动力电池业务高速增长,是其整体业绩的主要增长点,公司在 2016 年将加大产品推广力度,并且将积极扩大国际市场的销售规模,公司在英国设立全资子公司,全方位开拓英国市场。2016 公司在经营目标上提出在 2015 年业绩上有所增长,我们预测公司动力电池业务增速将有所放缓,预计其 2016 年增速为 50%,而其他几项业务,预计表现都将比较稳定。

综合以上观点,我们预计公司 2016-2018 年的营收总额为 3.88 亿元、5.04 亿元、6.64 亿元,归属母公司的净利润为 6703 万元、8808 万元、1.17 亿元。所对应的每股收益 EPS 分别为 1.16 元、1.52 元、2.02 元。

图表 10 公司 2016-2018 盈利预测

| | 2013A | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 总收入合计 | 83.61 | 136.06 | 290.87 | 388.56 | 504.75 | 664.13 |
| 总收入增长率 | | 62.7% | 113.8% | 33.6% | 29.9% | 31.6% |
| 营业成本合计 | 57.60 | 89.57 | 179.30 | 239.52 | 311.14 | 409.39 |
| 综合毛利率 | 31.1% | 34.2% | 38.4% | 38.4% | 38.4% | 38.4% |
| 营业税金及附加 | 0.53 | 1.38 | 2.14 | 2.14 | 2.14 | 2.14 |
| 销售费用 | 6.17 | 9.82 | 19.22 | 25.67 | 33.35 | 43.88 |
| 管理费用 | 12.83 | 14.57 | 29.86 | 39.89 | 51.82 | 68.18 |
| EBIT | 6.48 | 20.72 | 60.35 | 81.34 | 106.30 | 140.54 |
| 资产减值损失 | 3.93 | 1.83 | 2.48 | 2.48 | 2.48 | 2.48 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用合计 | 1.32 | (0.04) | (0.63) | (0.63) | (0.63) | (0.63) |
| 营业利润 | 1.23 | 18.93 | 58.50 | 79.49 | 104.45 | 138.69 |
| 其他非经营性损益合计 | 2.08 | 2.15 | 2.45 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 3.31 | 21.08 | 60.95 | 79.49 | 104.45 | 138.69 |
| 所得税 | 0.30 | 2.80 | 9.55 | 12.45 | 16.37 | 21.73 |
| 净利润 | 3.01 | 18.28 | 51.40 | 67.03 | 88.08 | 116.96 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司的净利润 | 3.01 | 18.28 | 51.40 | 67.03 | 88.08 | 116.96 |
| 归母净利润增长率 | | 507% | 181% | 30% | 31% | 33% |

数据来源：梧桐理想、choice 金融数据

■ 估值分析

公司主营业务在主板市场的对标公司为多氟多、国轩高科、杉杉股份等。目前锂电类企业之间估值差异较大,由于 2015 年锂电行业业绩集中爆发受到市场广泛关注,有点个股出现了估值过高的情况。保守起见我们将 50 倍作为公司基准市盈率,考虑到新三板的流动性不足,在此基础上扣除 40% 的流动性溢价,得到公司的合理估值为 30 倍左右,对应 2016 年预计净利润,其市值水平为 20.2 亿元,与当前的估值水平相比,仍有一定上升空间。

图表 11 各公司现阶段市值及市盈率比较

| | 多氟多 | 国轩高科 | 杉杉股份 | 亿纬锂能 | 索尔科技 | 天丰电源 |
|--------|-----|------|------|------|------|------|
| 市值(亿元) | 267 | 367 | 196 | 199 | 10 | 15 |
| 市盈率 | 187 | 45 | 51 | 123 | 25 | 29 |

数据来源: choice 金融数据

【分析师声明】

本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该行业或公司的看法,并且以独立的方式表述,研究员薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本研究报告中所表述的观点无直接或间接的关系。

【免责声明】

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的观点、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,不保证该信息未经任何更新,也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价,亦不构成个人投资建议。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

北京梧桐理想资本管理有限公司

公司地址:北京市朝阳区东四环中路41号7层

电 话:010-85715117

传 真:010-85714717

电子邮件:wtlx@wtneeq.com

