

睿智投資

天能動力 (819 HK, HK\$3.01, 目標價HK\$3.34, 持有) - 擴產計劃保守

- 13年上半年業績令人失望，二季度錄得虧損。天能發佈13財年上半年業績，營收同比上升54.8%至人民幣59.2億元。由於市場競爭激烈，鉛酸電池的平均售價從12財年上半年的人民幣111.7元下降至13財年上半年的人民幣97.7元，按年下降12.5%。因為1)電池售價下降，2)產品組合改變導致單位生產成本上升，及3)OEM生產比例增加，毛利率同比大幅收窄12.2個百分點至10.8%。淨利潤達人民幣0.83億元，同比大跌77.9%。公司在13財年第一季度錄得淨利潤人民幣1.07億元，二季度錄得虧損。
- 擴產計劃轉趨保守。**天能13財年上半年電池總銷量達到5,700萬支，同比增長80%。生產外包的比例越來越大，帶動銷量上升。13財年上半年，天能將電池總銷量的36%外包給OEM廠商，遠高於超威的25%。在擴產方面，管理層採取了非常保守的做法。天能維持年初對13財年電池產能達1.06億支的預測。然而管理層預期14財年產能不變，即便需求意外增加也將採用外包的方法解決。然而我們擔心不斷提高外包比例將導致1)毛利率被進一步拖累，及2)天能已與超過20家OEM廠商合作，產品質量控制將有隱憂。
- 13財年的毛利率大幅收窄。**天能13財年第一季的毛利率為14.7%，代表第二季毛利率只有7.7%。鉛價在過去的一年偏軟，惟電池的單位成本卻令人意外的上升。單位成本從12財年上半年的人民幣84.8元升至13年上半年87.4元。管理層解釋這是因為大容量(20Ah)電池佔銷售比上升，導致平均單位鉛用量上升，造成電池的單位成本上漲。由於市場供需不穩定，在7月下旬至8月上旬，天能和超威(951 HK)皆調升電池售價四次，並降價一次。我們認為三季度旺季將刺激天能的電池需求，惟外包比例過高將拖累毛利率的回升。
- 鉛回收廠仍處於試生產階段。**自12年9月開始，天能於浙江長興的鉛回收廠已開始試生產。鉛回收廠的作用為減輕鉛價波動的風險。然而，管理層告知由於一些自動化的問題尚需解決，回收廠現在仍處於試生產階段。回收廠的進度比我們預期要慢得多，我們認為鉛回收廠在短期內不會為公司帶來重大貢獻。
- 天能採取非常保守的擴展規劃。**公司的目標是減少資本開支及控制營運資金，而非利潤增長。我們下調13財年和14財年的淨利潤預測達50.0%和52.6%至人民幣4.98億元及5.79億元。我們用5.0倍14財年的每股預測盈利為公司估值，我們將目標價格從6.81港元下調至3.34港元，相當於11.1%的上升空間。我們將評級從買入下調至持有。

財務資料

(截至12月31日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額(人民幣百萬元)	5,438	9,888	12,893	13,983	14,850
淨利潤(人民幣百萬元)	616	710	498	579	710
每股收益(人民幣)	0.57	0.65	0.45	0.53	0.65
每股收益變動(%)	77.0	14.4	-29.9	16.3	22.3
市盈率(x)	4.4	3.7	5.2	4.5	3.7
市帳率(x)	1.1	0.8	0.8	0.7	0.6
股息率(%)	6.7	8.0	5.7	6.7	8.2
權益收益率(%)	24.6	22.7	14.6	15.0	16.1
淨財務杠槓率(%)	28.7	67.0	68.2	61.5	49.1

來源:公司及招銀國際研究部

天能動力(819 HK)

評級	持有
收市價(港幣)	3.01
目標價(港幣)	3.34
市值(港幣百萬)	3,347
過去3月平均交易(港幣百萬)	22.1
52周高/低(港幣)	6.17/2.77
發行股數(百萬股)	1,099.3
主要股東	張天任(37.0%)

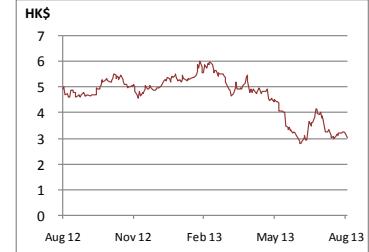
來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	-19.5%	-19.5%
3月	-31.9%	-31.6%
6月	-47.5%	-46.6%

來源:彭博

過去一年股價



來源:彭博

利润表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	5,438	9,888	12,893	13,983	14,850
电动自行车铅酸电池	4,976	9,232	11,995	12,833	13,479
电动汽车铅酸电池	276	393	461	551	624
储能电池	42	59	40	32	29
镍氢及锂电池产品	95	98	141	183	220
其他	48	105	255	383	498
 销售成本	 (4,003)	 (8,033)	 (11,121)	 (11,983)	 (12,638)
毛利	1,435	1,855	1,772	2,000	2,213
 销售支出	 (165)	 (250)	 (341)	 (364)	 (386)
管理费用	(198)	(302)	(361)	(392)	(416)
研发费用	(198)	(294)	(329)	(350)	(356)
其他营运支出	(68)	(95)	(129)	(168)	(178)
息税前收益	807	914	612	727	876
息税及折旧摊销前收益	885	1,041	777	908	1,066
 融资成本	 (79)	 (122)	 (158)	 (169)	 (163)
其他非营运收入/费用	102	121	152	164	173
税前利润	830	913	606	723	886
 所得税	 (214)	 (203)	 (109)	 (145)	 (177)
非控制股东权益	0	1	1	1	1
净利润	616	710	498	579	710

来源：公司资料，招銀國際則預測

资产负债表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	1,766	2,784	3,244	3,343	3,426
物业、厂房及设备	1,583	2,383	2,721	2,776	2,823
递延税款資產	51	127	166	180	191
其他	131	274	358	388	412
 流动资产	 3,017	 4,661	 5,158	 5,871	 5,930
现金及现金等价物	753	814	672	932	640
存货	1,125	1,954	2,437	2,626	2,770
应收贸易款项	822	1,558	1,695	1,954	2,156
其他	317	336	352	359	363
 流动负债	 2,264	 4,156	 4,559	 4,927	 4,518
借债	1,470	2,758	2,606	2,906	2,406
应付贸易账款	710	1,281	1,889	1,937	2,008
其他	84	118	63	84	103
 非流动负债	 18	 166	 423	 425	 427
借债	0	149	400	400	400
递延税款负债	18	18	23	25	27
其他	0	0	0	0	0
 少数股东权益	 0	 69	 80	 92	 106
净资产总值	2,500	3,053	3,340	3,770	4,306
 股东权益	 2,500	 3,053	 3,340	 3,770	 4,306

来源：公司资料，招銀國際則預測

现金流量表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业利润	807	914	612	727	876
折旧和摊销	78	128	164	181	190
营运资金变动	(360)	(970)	(84)	(385)	(261)
利息支出	(79)	(122)	(158)	(169)	(163)
利息收入	6	19	18	19	19
税款支出	(166)	(264)	(142)	(157)	(187)
其他	127	124	135	146	155
经营活动所得现金净额	412	(172)	545	364	630
资本支出	(680)	(836)	(502)	(236)	(238)
其他	(231)	(71)	(83)	(30)	(24)
投资活动所得现金净额	(910)	(906)	(585)	(267)	(262)
股本的变化	7	10	0	0	0
银行贷款变动	925	1,417	100	300	(500)
股息	(105)	(187)	(211)	(149)	(174)
其他	0	(101)	10	12	14
融资活动所得现金净额	827	1,139	(101)	163	(660)
现金增加净额	329	61	(141)	260	(292)
年初现金及现金等价物	424	753	814	672	932
年末现金及现金等价物	753	814	672	932	640

来源：公司资料，招銀國際則預測

主要比率

12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
销售组合 (%)					
电动自行车铅酸电池	91.5	93.4	93.0	91.8	90.8
电动汽车铅酸电池	5.1	4.0	3.6	3.9	4.2
储能电池	0.8	0.6	0.3	0.2	0.2
镍氢及锂电池产品	1.8	1.0	1.1	1.3	1.5
其他	0.9	1.1	2.0	2.7	3.4
总和	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	26.4	18.8	13.7	14.3	14.9
息税及折旧摊销前收益率	16.3	10.5	6.0	6.5	7.2
营业利润率	14.8	9.2	4.8	5.2	5.9
净利润率	11.3	7.2	3.9	4.1	4.8
有效税率	25.8	22.3	18.0	20.0	20.0
增长 (%)					
收入增长	44.9	81.8	30.4	8.5	6.2
毛利增长	64.7	29.3	(4.5)	12.9	10.7
息税前收益增长	107.1	13.2	(33.0)	18.7	20.5
净利润增长	77.9	15.3	(29.9)	16.3	22.5
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.3	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率 (x)	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7
应收账款周转天数	55.2	57.5	48.0	51.0	53.0
存货周转天数	102.6	88.8	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	64.7	58.2	62.0	59.0	58.0
现金周期	93.0	88.1	66.0	72.0	75.0
净负债 / 权益比率 (%)	28.7	67.0	68.2	61.5	49.1
回报率 (%)					
资本回报率	24.6	22.7	14.6	15.0	16.1
资产回报率	12.9	9.5	5.9	6.3	7.6
每股数据 (人民币)					
每股利润	0.57	0.65	0.45	0.53	0.65
每股账面值	2.30	2.85	3.12	3.52	4.02
每股股息	0.17	0.19	0.14	0.16	0.19

来源：公司资料，招銀國際則預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令（“金融服務令”）第 19(5) 條之人士及 (II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。