

超威動力 (951 HK, HK\$3.63, 目標價 HK\$5.00, 買入) - 踏上復甦之路

- ❖ **13 年上半年業績好壞參半。**超威發佈 13 年上半年業績。因鉛酸蓄電池銷量大幅增加，營收同比上升 53.3% 至人民幣 64.5 億元。鉛酸電池銷量上升 78.6% 至 6,270 萬隻。電池平均售價從 12 年上半年的人民幣 118 元下降至 13 年上半年的人民幣 103 元，同比下降 12.8%。因為：1) 12 年下半年開始，給客戶的返利點增加，以及 2) 市場競爭劇烈，電池售價下降，毛利率同比大幅收窄 8.7 個百分點至 15.2%。淨利潤達人民幣 2.16 億元，同比下降 32.9%。
- ❖ **提升 13 年預期電池銷量至 1.26 億支。**13 年上半年超威電池銷量同比上漲 78.6% 至 6,270 萬支。管理層表示，超威在鉛酸電池市場的份額在 13 年上半年進一步上升至 40% 左右。銷量和市場佔有率的顯著上升應歸功於：1) 降價以逼退規模較小的廠商；2) 在市場整合過程中擁有更高的產品質量和品牌知名度，及 3) 進一步擴充產能。我們相信 13 年下半年將有小幅的產能擴張以應付第三季的旺季需求。我們上調 13 年的電池銷售預期由 1.16 億支至 1.26 億支，電池銷售同比增長達 45.0%。
- ❖ **13 年下半年平均售價及毛利率將恢復。**超威在 7 月下旬至 8 月上旬期間，將電池售價上調四次並降價一次，以測試市場接受的價格水平。我們預計動力電池市場的需求將在第三季旺季過後回軟，第四季行業將會面臨一定的訂價壓力。然而，我們仍然認為電池製造商在 13 年下半年的售價和毛利率水平將遠高於 12 年下半年和 13 年上半年的水平。我們估計 13 年下半年的毛利率將顯著改善 6.6 點子至 23.2%。
- ❖ **2013 年前完成無鎘生產。**超威已於 13 年上半年將 80% 以上產能轉成內化成無鎘生產。公司計劃在 13 年年底將產能完全轉換到無鎘生產。我們相信這會令超威比競爭對手擁有長期的技術優勢。更重要的是，無鎘生產將令超威符合法規的要求，並降低環境污染風險。
- ❖ **超威致力於提高技術能力和品牌知名度，以擴大他們和其他小型製造商之間的差距。**公司在 13 年上半年已達約 40% 的市場佔有率，確立了市場領先地位，同時亦透過提高技術能力以降低環境污染風險。因第四季的潛在價格壓力，我們將公司 13 和 14 財年的淨利潤預測從人民幣 8.04 億元及 10.07 億元分別下調至人民幣 6.19 億元及 8.04 億元。然而，我們仍然認為長期而言，超威將是鉛酸電池行業的市場領導者。我們用 5.0 倍 14 財年的每股預測盈利為公司估值，並維持目標價於 5.00 港元，相當於 37.7% 的上升空間。我們維持 買入 評級。

超威動力 (951 HK)

評級	買入
收市價	3.63 港元
目標價	5.00 港元
市值 (港幣百萬)	3,649
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	9.86
52 周高/低 (港幣)	4.61/2.38
發行股數 (百萬股)	1,005
主要股東	周明明(41.5%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-0.3%	0.2%
3 月	0.6%	3.7%
6 月	-3.7%	-0.9%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額 (人民幣百萬元)	4,932	9,559	13,697	16,080	18,243
淨利潤 (人民幣百萬元)	455	496	619	804	1,053
每股收益 (人民幣)	0.45	0.49	0.62	0.80	1.05
每股收益變動 (%)	47.6	9.0	24.7	29.9	30.9
市盈率 (x)	6.7	5.9	4.7	3.6	2.8
市帳率 (x)	1.5	1.1	0.9	0.7	0.6
股息率 (%)	4.5	5.1	6.4	8.3	10.8
權益收益率 (%)	22.8	18.9	18.8	22.0	23.5
淨財務槓杆率 (%)	20.2	53.6	57.2	49.0	27.1

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	4,932	9,559	13,697	16,080	18,243
电动自行车铅酸电池	4,669	8,543	10,933	12,678	14,445
其他电池	185	807	1,912	2,295	2,524
铅和其他材料	78	209	852	1,107	1,274
销售成本	(3,526)	(7,665)	(11,039)	(12,784)	(14,430)
毛利	1,406	1,895	2,658	3,296	3,813
销售支出	(236)	(397)	(587)	(708)	(784)
管理费用	(223)	(339)	(487)	(579)	(620)
研发费用	(183)	(314)	(419)	(515)	(566)
其他营运支出	(37)	(31)	(89)	(129)	(109)
息税前收益	727	814	1,075	1,367	1,733
息税及折旧摊销前收益	788	931	1,249	1,576	1,964
融资成本	(43)	(91)	(166)	(176)	(162)
其他非营运收入/费用	27	30	57	65	74
税前利润	711	752	967	1,256	1,645
所得税	(121)	(133)	(193)	(251)	(329)
非控股股东权益	(134)	(124)	(155)	(201)	(263)
净利润	455	496	619	804	1,053

来源：公司资料，招银国际则预测

资产负债表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	1,525	2,879	3,608	4,113	4,241
物业、厂房及设备	1,146	2,275	2,741	3,096	3,087
递延税项资产	78	124	177	208	236
其他	301	481	689	809	918
流动资产	2,996	4,239	5,380	6,205	7,033
现金及现金等价物	996	1,107	916	978	1,155
存货	896	1,393	1,966	2,207	2,451
应收贸易款项	1,102	1,698	2,439	2,952	3,349
其他	3	41	59	69	78
流动负债	2,305	3,623	4,630	5,061	5,236
借债	1,094	1,512	1,548	1,498	1,148
应付贸易账款	1,039	1,802	2,631	2,977	3,321
其他	172	309	451	586	767
非流动负债	215	868	1,062	1,229	1,095
借债	156	800	964	1,114	964
递延税款负债	8	1	1	1	1
其他	51	68	98	115	130
少数股东权益	254	459	658	772	876
净资产总值	1,748	2,167	2,637	3,255	4,067
股东权益	1,748	2,167	2,637	3,255	4,067

来源：公司资料，招银国际则预测

现金流量表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业利润	727	814	1,075	1,367	1,733
折旧和摊销	61	117	174	209	231
营运资金变动	(318)	(231)	(361)	(283)	(126)
利息支出	(43)	(91)	(166)	(176)	(162)
利息收入	4	11	9	8	9
税款支出	(147)	(185)	(247)	(282)	(357)
其他	276	219	(107)	(144)	(198)
经营活动所得现金净额	561	653	378	699	1,130
资本支出	(593)	(1,246)	(640)	(564)	(222)
其他	(218)	(72)	(208)	(120)	(109)
投资活动所得现金净额	(812)	(1,318)	(848)	(684)	(331)
股本的变化	0	0	0	0	0
银行贷款变动	840	1,079	229	117	(485)
股息	(113)	(137)	(149)	(186)	(241)
其他	41	(166)	199	114	104
融资活动所得现金净额	769	776	279	46	(622)
现金增加净额	518	111	(191)	62	177
年初现金及现金等价物	478	996	1,107	916	978
外汇差额	0	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	996	1,107	916	978	1,155

来源：公司资料，招银国际预测

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	94.7	89.4	79.8	78.8	79.2
其他电池	3.7	8.4	14.0	14.3	13.8
铅和其他材料	1.6	2.2	6.2	6.9	7.0
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	28.5	19.8	19.4	20.5	20.9
息税及折旧摊销前收益率	16.0	9.7	9.1	9.8	10.8
营业利润率	14.7	8.5	7.9	8.5	9.5
净利润率	9.2	5.2	4.5	5.0	5.8
有效税率	17.0	17.6	20.0	20.0	20.0

增长 (%)

收入增长	52.9	93.8	43.3	17.4	13.4
毛利增长	65.9	34.8	40.3	24.0	15.7
息税前收益增长	115.7	11.9	32.2	27.1	26.8
净利润增长	69.8	9.0	24.7	29.9	30.9

资产负债比率

流动比率 (x)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3
速动比率 (x)	0.9	0.8	0.7	0.8	0.9
应收账款周转天数	81.5	64.8	65.0	67.0	67.0
存货周转天数	92.7	66.3	65.0	63.0	62.0
应付账款周转天数	107.6	85.8	87.0	85.0	84.0
现金周期	66.7	45.3	43.0	45.0	45.0
净负债 / 权益比率 (%)	20.2	53.6	57.2	49.0	27.1

回报率 (%)

资本回报率	22.8	18.9	18.8	22.0	23.5
资产回报率	10.1	7.0	6.9	8.3	9.7

每股数据 (人民币)

每股利润	0.45	0.49	0.62	0.80	1.05
每股账面值	1.99	2.61	3.28	4.01	4.92
每股股息	0.14	0.15	0.18	0.24	0.31

来源：公司资料，招银国际预测

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。