

# 睿智投資

## 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年前完成無錫生產。**超威已於13年上半年將80%以上產能轉成內化成無錫生產。公司計劃在13年年底將產能完全轉換到無錫生產。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，無錫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%)

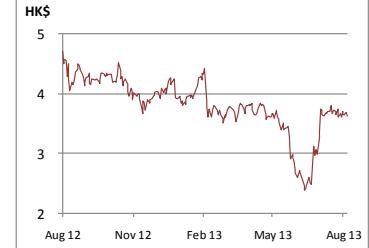
來源:彭博

### 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

**利润表**

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
<b>收入</b>	<b>4,932</b>	<b>9,559</b>	<b>13,697</b>	<b>16,080</b>	<b>18,243</b>
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
铝和其他材料	78	209	852	1,107	1,274
 销售成本	 (3,526)	 (7,665)	 (11,039)	 (12,784)	 (14,430)
<b>毛利</b>	<b>1,406</b>	<b>1,895</b>	<b>2,658</b>	<b>3,296</b>	<b>3,813</b>
 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)
<b>息税前收益</b>	<b>727</b>	<b>814</b>	<b>1,075</b>	<b>1,367</b>	<b>1,733</b>
<b>息税及折旧摊销前收益</b>	<b>788</b>	<b>931</b>	<b>1,249</b>	<b>1,576</b>	<b>1,964</b>
 融资成本	 (43)	 (91)	 (166)	 (176)	 (162)
其他非营运收入/费用	27	30	57	65	74
<b>税前利润</b>	<b>711</b>	<b>752</b>	<b>967</b>	<b>1,256</b>	<b>1,645</b>
 所得税	 (121)	 (133)	 (193)	 (251)	 (329)
非控制股东权益	(134)	(124)	(155)	(201)	(263)
<b>净利润</b>	<b>455</b>	<b>496</b>	<b>619</b>	<b>804</b>	<b>1,053</b>

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
<b>非流动资产</b>	<b>1,525</b>	<b>2,879</b>	<b>3,608</b>	<b>4,113</b>	<b>4,241</b>
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
 <b>流动资产</b>	 <b>2,996</b>	 <b>4,239</b>	 <b>5,380</b>	 <b>6,205</b>	 <b>7,033</b>
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
 <b>流动负债</b>	 <b>2,305</b>	 <b>3,623</b>	 <b>4,630</b>	 <b>5,061</b>	 <b>5,236</b>
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
 <b>非流动负债</b>	 <b>215</b>	 <b>868</b>	 <b>1,062</b>	 <b>1,229</b>	 <b>1,095</b>
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
<b>净资产总值</b>	<b>1,748</b>	<b>2,167</b>	<b>2,637</b>	<b>3,255</b>	<b>4,067</b>
 <b>股东权益</b>	 <b>1,748</b>	 <b>2,167</b>	 <b>2,637</b>	 <b>3,255</b>	 <b>4,067</b>

来源：公司资料，招銀國際則預測

**現金流量表**

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
<b>营业利润</b>	<b>727</b>	<b>814</b>	<b>1,075</b>	<b>1,367</b>	<b>1,733</b>
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)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>561</b>	<b>653</b>	<b>378</b>	<b>699</b>	<b>1,130</b>
资本支出	(593)	(1,246)	(640)	(564)	(222)
其他	(218)	(72)	(208)	(120)	(109)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(812)</b>	<b>(1,318)</b>	<b>(848)</b>	<b>(684)</b>	<b>(331)</b>
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
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>769</b>	<b>776</b>	<b>279</b>	<b>46</b>	<b>(622)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>518</b>	<b>111</b>	<b>(191)</b>	<b>62</b>	<b>177</b>
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
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>996</b>	<b>1,107</b>	<b>916</b>	<b>978</b>	<b>1,155</b>

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
<b>销售组合 (%)</b>					
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
<b>总和</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
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
<b>增长 (%)</b>					
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
<b>资产负债比率</b>					
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
<b>回报率 (%)</b>					
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
<b>每股数据 (人民币)</b>					
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。