

天能动力 (819 HK, HK\$3.01, 目标价 HK\$3.34, 持有) - 扩产计划保守

- ❖ **13 年上半年业绩令人失望，二季度录得亏损。**天能发布 13 财年上半年业绩，营收同比上升 54.8% 至人民币 59.2 亿元。由于市场竞争激烈，铅酸电池的平均售价从 12 财年上半年的人民币 111.7 元下降至 13 财年上半年的人民币 97.7 元，按年下降 12.5%。因为 1) 电池售价下降，2) 产品组合改变导致单位生产成本上升，及 3) OEM 生产比例增加，毛利率同比大幅收窄 12.2 个百分点至 10.8%。净利润达人民币 0.83 亿元，同比大跌 77.9%。公司在 13 财年第一季度录得净利润人民币 1.07 亿元，二季度录得亏损。
- ❖ **扩产计划转趋保守。**天能 13 财年上半年电池总销量达到 5,700 万支，同比增长 80%。生产外包的比例越来越大，带动销量上升。13 财年上半年，天能将电池总销量的 36% 外包给 OEM 厂商，远高于超威的 25%。在扩产方面，管理层采取了非常保守的做法。天能维持年初对 13 财年电池产能达 1.06 亿支的预测。然而管理层预期 14 财年产能不变，即便需求意外增加也将采用外包的方法解决。然而我们担心不断提高外包比例将导致 1) 毛利率被进一步拖累，及 2) 天能已与超过 20 家 OEM 厂商合作，产品质量控制将有隐忧。
- ❖ **13 财年的毛利率大幅收窄。**天能 13 财年第一季的毛利率为 14.7%，代表第二季毛利率只有 7.7%。铅价在过去的一年偏软，惟电池的单位成本却令人意外的上升。单位成本从 12 财年上半年的人民币 84.8 元升至 13 年上半年 87.4 元。管理层解释这是因为大容量(20Ah)电池占销售比上升，导致平均单位铅用量上升，造成电池的单位成本上涨。由于市场供需不稳定，在 7 月下旬至 8 月上旬，天能和超威 (951 HK) 皆调升电池售价四次，并降价一次。我们认为三季度旺季将刺激天能的电池需求，惟外包比例过高将拖累毛利率的回升。
- ❖ **铅回收厂仍处于试生产阶段。**自 12 年 9 月开始，天能于浙江长兴的铅回收厂已开始试生产。铅回收厂的作用为减轻铅价波动的风险。然而，管理层告知由于一些自动化的问题尚需解决，回收厂现在仍处于试生产阶段。回收厂的进度比我们预期要慢得多，我们认为铅回收厂在短期内不会为公司带来重大贡献。
- ❖ **天能采取非常保守的扩展规划。**公司的目标是减少资本开支及控制营运资金，而非利润增长。我们下调 13 财年和 14 财年的净利润预测达 50.0% 和 52.6% 至人民币 4.98 亿元及 5.79 亿元。我们用 5.0 倍 14 财年的每股预测盈利为公司估值，我们将目标价格从 6.81 港元下调至 3.34 港元，相当于 11.1% 的上升空间。我们将评级从买入下调至持有。

天能动力 (819 HK)

评级	持有
收市价 (港币)	3.01
目标价 (港币)	3.34
市值 (港币百万)	3,347
过去 3 月平均交易 (港币百万)	22.1
52 周高/低 (港币)	6.17/2.77
发行股数 (百万股)	1,099.3
主要股东	张天任 (37.0%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-19.5%	-19.5%
3 月	-31.9%	-31.6%
6 月	-47.5%	-46.6%

来源: 彭博

过去一年股价

来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业额 (人民币百万元)	5,438	9,888	12,893	13,983	14,850
净利润 (人民币百万元)	616	710	498	579	710
每股收益 (人民币)	0.57	0.65	0.45	0.53	0.65
每股收益变动 (%)	77.0	14.4	-29.9	16.3	22.3
市盈率 (x)	4.4	3.7	5.2	4.5	3.7
市帐率 (x)	1.1	0.8	0.8	0.7	0.6
股息率 (%)	6.7	8.0	5.7	6.7	8.2
权益收益率 (%)	24.6	22.7	14.6	15.0	16.1
净财务杠杆率 (%)	28.7	67.0	68.2	61.5	49.1

来源: 公司及招银国际研究部

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，招银国际预测

资产负债表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	1,766	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
递延税款资产	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，招银国际预测

现金流量表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业利润	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	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，招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。