

超威動力 (951 HK, HK\$4.16, 目標價 HK\$5.56, 買入) - 技術優勢維持公司市場領導者地位

- ❖ **行業整合。**爲了減少重金屬污染，中國政府對鉛酸電池行業進行了嚴格的檢查和治理整頓。准入門檻提高，小廠商負擔不起爲達至較高行業標準而需支付的額外成本因而退出。鉛酸電池市場成爲一個大者恒大的市場，有利於具有較高技術含量、污染控制嚴格、管理素質良好的市場領導者。超威動力是市場整合的主要受惠者，公司成功擴大產能並迅速填補了因小廠商倒閉所引致的供需缺口，成功大幅提高市佔率。
- ❖ **除鎘生產。**超威採用內化層工藝，不僅將鎘的使用量降爲零，而且可以節省用電量和用水量。超威計劃於 2013 年底之前將產能完全轉換爲內化層工藝。我們估計其他廠商可能需要兩年多的時間去轉換所有生產線至內化層技術。
- ❖ **強大的替換市場。**根據 Frost & Sullivan 的報告，鉛酸蓄電池的一級和二級市場的 2011-15 年複合年增長率分別達 7.3% 和 24.2%。二級市場的替換需求將大大超過一級市場。和一級市場相比，更換電池的市場在經濟低迷的情況下表現更爲穩定。爲了捕捉快速增長的二級市場需求，超威在中國所有省份皆建立了銷售及分銷網絡以方便舊電池的更換。超威的分銷網絡從 2011 年底的 675 家獨家分銷商增至 2012 上半年底的 892 家。
- ❖ **產能迅速擴張。**爲在市場整合的過程中進一步提高市場佔有率，超威通過工廠擴建和收購活動持續提升產能。截至 2012 上半年，超威的年生產力達到 7,500 萬支，比半年前的 5,600 萬支大幅上升。我們預計，超威將於 2012 年底達到 1 億支的年產能並於 2013 年底進一步增加至 1.22 億支。
- ❖ **初始評級爲買入，目標價 5.56 港元。**目前，超威的市盈率爲 2012 財年每股預測盈利的 4.9 倍，或 2012 年預測市帳率的 1.3 倍。估值低於過去兩年的平均。我們用 5.5 倍 2013 財年的每股預測盈利爲公司估值。我們的目標價爲 5.56 港元，相當於 33.7% 的上升空間。我們的初始評級爲**買入**。

超威動力 (951 HK)

評級	買入
收市價	4.16 港元
目標價	5.56 港元
市值 (港幣百萬)	4,182
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	7.6
52 周高/低 (港幣)	4.75/2.7
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	-8.6%	-11.8%
3 月	14.3%	5.9%
6 月	6.1%	8.0%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (人民幣百萬元)	3,225	4,932	8,969	10,628	13,129
淨利潤 (人民幣百萬元)	268	455	690	806	1,065
每股收益 (人民幣)	0.31	0.45	0.69	0.80	1.06
每股收益變動 (%)	14.0	47.6	51.5	16.8	32.2
市盈率(x)	11.8	7.7	4.9	4.1	3.1
市帳率(x)	2.2	1.7	1.3	1.0	0.8
股息率 (%)	2.2	3.9	6.1	7.3	9.7
權益收益率 (%)	18.4	22.8	25.8	24.1	28.0
淨財務槓杆率 (%)	淨現金	20.2	59.8	56.4	46.7

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	3,225	4,932	8,969	10,628	13,129
电动自行车铅酸电池	3,164	4,669	8,205	9,711	12,120
其他电池	15	185	665	799	878
铅和其他材料	46	78	99	118	130
销售成本	(2,377)	(3,350)	(6,504)	(7,737)	(9,466)
毛利	848	1,582	2,465	2,891	3,663
销售支出	(309)	(412)	(652)	(765)	(945)
管理费用	(117)	(223)	(306)	(351)	(433)
研发费用	(51)	(183)	(318)	(372)	(486)
其他营运支出	(33)	(37)	(42)	(50)	(62)
息税前收益	337	727	1,147	1,353	1,736
息税及折旧摊销前收益	377	788	1,250	1,500	1,918
融资成本	(21)	(43)	(118)	(157)	(151)
其他非营运收入/费用	54	27	37	41	48
税前利润	370	711	1,065	1,236	1,634
所得税	(67)	(121)	(202)	(229)	(302)
非控制股东权益	(35)	(134)	(173)	(201)	(266)
净利润	268	455	690	806	1,065

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流动资产	768	1,525	2,524	3,178	3,681
物业、厂房及设备	614	1,146	1,834	2,361	2,671
其他	154	379	690	818	1,010
流动资产	1,919	2,996	4,765	5,106	5,981
现金及现金等价物	478	996	1,183	863	751
存货	627	896	1,586	1,908	2,308
应收贸易款项	813	1,102	1,990	2,329	2,913
其他	2	3	5	6	8
流动负债	937	2,305	3,922	4,250	4,700
借债	168	1,094	1,800	1,700	1,600
应付贸易账款	623	1,039	1,835	2,226	2,671
其他	146	172	287	324	428
非流动负债	294	215	692	692	692
借债	276	156	633	633	633
其他	18	59	59	59	59
少数股东权益	82	254	373	442	547
净资产总值	1,373	1,748	2,301	2,900	3,723
股东权益	1,373	1,748	2,301	2,900	3,723

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
净利润	268	455	690	806	1,065
折旧和摊销	40	61	103	147	181
营运资金变动	(402)	(318)	(670)	(234)	(436)
其他	52	362	(5)	(3)	(2)
经营活动所得现金净额	(41)	561	118	715	809
资本支出	(289)	(593)	(792)	(674)	(491)
其他	(12)	(218)	(305)	(124)	(191)
投资活动所得现金净额	(302)	(812)	(1,097)	(798)	(682)
股本的变化	484	0	0	0	0
银行贷款变动	231	848	1,183	(100)	(100)
股息	(33)	(113)	(137)	(207)	(242)
其他	(13)	34	120	69	104
融资活动所得现金净额	670	769	1,166	(238)	(238)
现金增加净额	327	518	187	(320)	(111)
年初现金及现金等价物	159	478	996	1,183	863
外汇差额	0	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	478	996	1,183	863	751

来源：公司资料，招银国际则预测

主要比率

12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
销售组合 (%)					
电动自行车铅酸电池	98.1	94.7	91.5	91.4	92.3
其他电池	0.5	3.7	7.4	7.5	6.7
铅和其他材料	1.4	1.6	1.1	1.1	1.0
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	26.3	32.1	27.5	27.2	27.9
息税及折旧摊销前收益率	11.7	16.0	13.9	14.1	14.6
营业利润率	10.5	14.7	12.8	12.7	13.2
净利润率	8.3	9.2	7.7	7.6	8.1
有效税率	18.1	17.0	19.0	18.5	18.5

增长 (%)

收入增长	32.5	52.9	81.8	18.5	23.5
毛利增长	20.4	86.6	55.8	17.3	26.7
息税前收益增长	21.0	115.7	57.7	18.0	28.4
净利润增长	32.8	69.8	51.5	16.8	32.2

资产负债比率

流动比率 (x)	2.0	1.3	1.2	1.2	1.3
速动比率 (x)	1.4	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	92.0	81.5	81.0	80.0	81.0
存货周转天数	96.2	97.6	89.0	90.0	89.0
应付账款周转天数	95.7	113.2	103.0	105.0	103.0
现金周期	92.5	65.9	67.0	65.0	67.0
净负债 / 权益比率 (%)	(2.3)	20.2	59.8	56.4	46.7

回报率 (%)

资本回报率	18.4	22.8	25.8	24.1	28.0
资产回报率	10.0	10.1	9.5	9.7	11.9

每股数据 (港币)

每股利润	0.31	0.45	0.69	0.80	1.06
每股账面值	1.67	1.99	2.66	3.32	4.25
每股股息	0.08	0.14	0.21	0.24	0.32

来源：公司资料，招银国际则预测

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) 他們的新酬在過往、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-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
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: 香港中環夏愨道 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。報告所載數據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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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信息，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 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，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。接收本報告之行爲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士。