

天能动力 (819 HK, HK\$2.88, 目标价 HK\$2.69, 持有) - 高 OEM 生产比例导致毛利率持续受压

- ❖ **毛利率下滑严重, 13 年下半年业绩令人失望。**天能发布 13 财年下半年业绩, 营收同比上升 27.3% 至人民币 77.2 亿元。由于市场竞争激烈, 铅酸电池的平均售价从 12 财年下半年的人民币 101.1 元下降至 13 财年下半年的人民币 96.6 元, 按年下降 3.5%。因为电池售价下降及 OEM 生产比例增加导致的单位生产成本上升, 毛利率同比大幅收窄 6.2 个百分点至 9.9%。13 年下半年净利润达人民币 0.52 亿元, 同比大跌 84.3%。全年股息为每股港币 0.046 元, 派息比率为 30%。
- ❖ **OEM 生产的比例仍高。**13 财年毛利率同比下降 8.5 个百分点至 10.3 %。虽然铅价在过去一年偏软, 电池的单位成本还是因 OEM 生产比例的增加而上升。12 财年天能将 23% 的电池产量外包给 OEM 厂商, 而在 13 财年公司为迅速占领市场份额, 这一数字则上升到 39%。管理层预期 14 财年 OEM 生产比例将维持在 35-40% 的水平。OEM 生产保持在较高水平令我们担心 1) 毛利率复苏将被拖慢, 2) 天能正和超过 20 间 OEM 厂商合作, 产品质量控制将是一个难题。
- ❖ **电动三轮车将是下一个增长引擎。**13 财年天能总铅酸电池销量达到 1.36 亿只, 同比增长 47%。销售上涨主要得益于电动三轮车电池销售显著增加。电动三轮车电池的销售总额在 13 财年达到人民币 22.5 亿元, 同比增长 76%。电动三轮车主要用作中低收入家庭短途运输。据 IPSOS 报告指出, 电动三轮车在中国的保有量将在 2013-20 年以 25 % 的复合年增长率成长, 比电动自行车同期的 4% 年复合增长率要快得多。我们预计天能的铅酸电动自行车电池的销售增长将放缓, 而电动三轮车电池可成为未来主要增长动力。
- ❖ **市场整合持续。**根据 IPSOS 报告指出, 天能在中国铅酸电动自行车电池的市场份额达 35%。我们预计天能和超威(951 HK) 合共占约 70% 的市场份额。在 11 年仍有约 2,000 家铅酸电池企业经营, 惟在市场持续整合下, 管理层预计到 15 年年底将只剩 200 家仍在运作。
- ❖ **我们担心天能 OEM 生产比例偏高将拖慢公司的毛利率回升。**我们下调 14 财年和 15 财年的净利润预测达 33.0% 和 26.7% 至人民币 3.88 亿元及 5.20 亿元。我们用 6.0 倍 14 财年的每股预测盈利为公司估值, 我们将目标价格从 3.34 港元下调至 2.69 港元, 相当于 6.4% 的下跌风险。我们维持 持有 评级。

天能动力 (819 HK)

评级	持有
收市价 (港币)	2.88
目标价 (港币)	2.69
市值 (港币百万)	3,202
过去 3 月平均交易 (港币百万)	17.07
52 周高/低 (港币)	5.64/2.38
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	-11.4%	-8.4%
3 月	3.2%	10.7%
6 月	-5.0%	2.1%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额 (人民币百万元)	9,888	13,635	15,158	16,826	18,654
净利润 (人民币百万元)	710	135	388	520	671
每股收益 (人民币)	0.65	0.12	0.35	0.46	0.60
每股收益变动 (%)	107.5	-81.2	187.1	32.4	29.4
市盈率 (x)	3.6	18.4	6.4	4.8	3.7
市帐率 (x)	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
股息率 (%)	8.4	1.6	4.7	6.3	8.1
权益收益率 (%)	22.7	4.4	11.4	13.6	15.4
净财务杠杆率 (%)	67.0	60.6	54.0	53.3	48.7

来源: 公司及招银国际研究部

利润表

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	9,888	13,635	15,158	16,826	18,654
电动自行车铅酸电池	7,953	10,391	10,936	11,426	11,925
电动三轮车铅酸电池	1,279	2,251	2,926	3,775	4,756
电动汽车铅酸电池	393	511	634	780	935
锂电池产品	47	123	160	192	221
其他	216	359	502	653	816
销售成本	(8,033)	(12,231)	(13,264)	(14,638)	(16,136)
毛利	1,855	1,404	1,895	2,187	2,518
销售支出	(250)	(413)	(485)	(555)	(634)
管理费用	(302)	(367)	(379)	(387)	(410)
研发费用	(294)	(355)	(394)	(437)	(466)
其他营运支出	(95)	(105)	(152)	(168)	(187)
息税前收益	914	165	485	639	821
息税及折旧摊销前收益	1,041	336	690	872	1,074
融资成本	(122)	(144)	(139)	(139)	(144)
其他非营运收入/费用	121	120	132	142	155
税前利润	913	141	479	643	832
所得税	(203)	(11)	(96)	(129)	(166)
非控制股东权益	1	5	6	6	6
净利润	710	135	388	520	671

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流动资产	2,784	3,365	3,875	4,269	4,442
物业、厂房及设备	2,383	2,893	3,350	3,687	3,796
递延税款资产	127	192	213	237	262
其他	274	280	312	346	384
流动资产	4,661	4,539	5,240	5,907	7,207
现金及现金等价物	814	943	850	755	775
存货	1,954	1,857	2,180	2,607	3,508
应收贸易款项	1,558	1,657	2,118	2,443	2,811
其他	336	83	92	102	113
流动负债	4,156	4,157	4,962	5,605	6,546
借债	2,758	2,143	1,997	2,097	2,197
应付贸易账款	1,281	1,921	2,144	2,406	2,924
其他	118	94	820	1,102	1,425
非流动负债	166	685	734	738	742
借债	149	655	700	700	700
递延税款负债	18	31	34	38	42
其他	0	0	0	0	0
少数股东权益	69	60	69	79	91
净资产总值	3,053	3,002	3,351	3,754	4,270
股东权益	3,053	3,002	3,351	3,754	4,270

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业利润	914	165	485	639	821
折旧和摊销	128	172	205	232	253
营运资金变动	(970)	659	165	(209)	(430)
利息支出	(122)	(144)	(139)	(139)	(144)
利息收入	19	21	21	19	18
税款支出	(264)	(63)	(114)	(148)	(188)
其他	124	129	116	129	142
经营活动所得现金净额	(172)	938	740	524	473
资本支出	(836)	(682)	(662)	(569)	(362)
其他	(71)	(6)	(31)	(34)	(38)
投资活动所得现金净额	(906)	(688)	(694)	(603)	(400)
股本的变化	10	1	0	0	0
银行贷款变动	1,417	(109)	(100)	100	100
股息	(187)	(211)	(40)	(117)	(156)
其他	(101)	198	1	1	2
融资活动所得现金净额	1,139	(121)	(139)	(15)	(54)
现金增加净额	61	129	(93)	(94)	19
年初现金及现金等价物	753	814	943	850	755
年末现金及现金等价物	814	943	850	755	775

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
销售组合 (%)					
电动自行车铅酸电池	80.4	76.2	72.1	67.9	63.9
电动三轮车铅酸电池	12.9	16.5	19.3	22.4	25.5
电动汽车铅酸电池	4.0	3.7	4.2	4.6	5.0
锂电池产品	0.5	0.9	1.1	1.1	1.2
其他	2.2	2.6	3.3	3.9	4.4
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	18.8	10.3	12.5	13.0	13.5
息税及折旧摊销前收益率	10.5	2.5	4.6	5.2	5.8
营业利润率	9.2	1.2	3.2	3.8	4.4
净利润率	7.2	1.0	2.6	3.1	3.6
有效税率	22.3	7.7	20.0	20.0	20.0

杠杆 (%)

收入增长	91.6	37.9	11.2	11.0	10.9
毛利增长	60.1	(24.3)	34.9	15.4	15.1
息税前收益增长	72.3	(82.0)	194.7	31.8	28.4
净利润增长	109.1	(80.9)	187.1	34.0	29.0

资产负债比率

流动比率 (x)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率 (x)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	57.5	44.4	51.0	53.0	55.0
存货周转天数	88.8	55.4	60.0	65.0	72.0
应付账款周转天数	58.2	57.3	59.0	60.0	60.0
现金周期	88.1	42.5	52.0	58.0	67.0
净负债 / 权益比率 (%)	67.0	60.6	54.0	53.3	48.7

回报率 (%)

资本回报率	22.7	4.4	11.4	13.6	15.4
资产回报率	9.5	1.7	4.3	5.1	5.8

每股数据 (人民币)

每股利润	0.65	0.12	0.35	0.46	0.60
每股账面值	2.85	2.76	3.08	3.46	3.93
每股股息	0.19	0.04	0.11	0.14	0.18

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有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。报告所载数据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。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，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数据。报告中的信息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。任何使用本报告信息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信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、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信息，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。