

## 天能動力(819 HK, HK\$5.51, 目標價 HK\$6.81, 買入)-12 財年毛利率大降，惟我們認為是暫時性的

- ❖ **12 財年營收飆升，惟毛利率大幅收窄。**天能發佈 12 財年業績，營收同比飆升 81.8% 至人民幣 98.9 億元。鉛酸電池的平均售價從 11 財年的人民幣 117 元下降至 12 財年的人民幣 104 元，按年下降 11.0%。我們相信電池售價壓力乃受 12 年第三季開始向其客戶增加回扣所致。因電池售價下降及單位生產成本較高的 OEM 生產比例增加，毛利率同比大幅收窄 7.6 個百分點至 18.8%。淨利潤達人民幣 7.10 億元，同比增長 15.3%。每股全年股息達港幣 0.238 元，派息率達 30%。
- ❖ **價格競爭為暫時性的，毛利率將回升。**自 2012 年下半年以來，電動自行車電池行業發生了激烈的價格競爭。因市場領導者如天能、超威(951 HK)積極增加回扣以加快爭取市場份額。我們認為價格競爭將迫使一些規模較小、成本結構不合理的廠商離開市場。我們相信隨著市場繼續整合，行業領導者將能夠獲得更強的定價能力，價格競爭只是暫時性的。在 2012 年下半年，天能將更多的訂單外包給其他 OEM 廠商以加快獲取市場份額，惟代價是毛利率大降。天能新的濟源和界首生產基地將在 13 年投產，我們相信這將解決產能瓶頸，並減少 OEM 代工生產比重。由於 OEM 的比例將下降，加上行業的價格競爭亦有望得到緩解，我們預計 13 財年毛利率將反彈。
- ❖ **鉛回收廠開始運作。**天能的浙江長興鉛回收廠已於 2012 年 9 月開始運作。在 2013 年，該回收廠已能回收 15 萬噸廢鉛酸電池並生產 10 萬噸再生鉛。我們相信回收業務將減輕潛在的鉛原料價上升風險並提高公司的淨利潤率。
- ❖ **發行高級票據。**天能於 3 月 19 日宣佈預計將會發行以美元計價的優先票據，穆迪和惠譽的信用評級分別為 Ba3 及 BB。優先票據的本金額、利率和期限尚未最後確定。我們相信發行債券是為河南省濮陽市的生產基地集資，該生產基地將耗資人民幣 30 億元，建設期為 5-6 年。
- ❖ **我們認為天能仍會是行業整合的主要受益者，而價格競爭和利潤率受壓皆為暫時性的。**我們將 13 財年預估淨利潤調升 1.3% 至人民幣 9.96 億元。我們用 6.0 倍 13 財年的每股預測盈利為公司估值，我們將目標價格從 6.23 港元調升至 6.81 港元，相當於 23.6% 的上升空間。我們維持買入評級。

### 天能動力 (819 HK)

評級	買入
收市價	5.51 港元
目標價	6.81 港元
市值 (港幣百萬)	6,057
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	19.4
52 周高/低 (港幣)	6.17/3.7
發行股數 (百萬股)	1,089.8
主要股東	張天任 (37.0%)

來源: 彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	0.7%	5.8%
3 月	8.9%	10.9%
6 月	19.8%	12.2%

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)	5,438	9,888	11,941	14,270	15,963
淨利潤 (人民幣百萬元)	616	710	996	1,223	1,419
每股收益 (人民幣)	0.57	0.65	0.91	1.12	1.35
每股收益變動 (%)	77.0	14.4	40.2	22.8	21.3
市盈率(x)	8.1	6.8	4.9	4.0	3.3
市帳率(x)	2.0	1.5	1.2	1.0	0.8
股息率 (%)	3.7	4.4	6.2	7.6	8.8
權益收益率 (%)	24.6	22.7	25.4	25.2	24.0
淨財務杠杆率 (%)	28.7	67.0	72.7	66.3	53.5

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
<b>收入</b>	<b>5,438</b>	<b>9,888</b>	<b>11,941</b>	<b>14,270</b>	<b>15,963</b>
电动自行车铅酸电池	4,976	9,232	11,113	13,248	14,742
电动汽车铅酸电池	276	393	527	678	838
储能电池	42	59	83	108	130
镍氢及锂电池产品	95	98	103	109	114
其他	48	105	115	126	139
<b>销售成本</b>	<b>(4,003)</b>	<b>(8,033)</b>	<b>(9,558)</b>	<b>(11,378)</b>	<b>(12,697)</b>
<b>毛利</b>	<b>1,435</b>	<b>1,855</b>	<b>2,384</b>	<b>2,891</b>	<b>3,266</b>
<b>销售支出</b>	<b>(165)</b>	<b>(250)</b>	<b>(302)</b>	<b>(347)</b>	<b>(388)</b>
<b>管理费用</b>	<b>(198)</b>	<b>(302)</b>	<b>(353)</b>	<b>(422)</b>	<b>(456)</b>
<b>研发费用</b>	<b>(198)</b>	<b>(294)</b>	<b>(331)</b>	<b>(381)</b>	<b>(410)</b>
<b>其他营运支出</b>	<b>(68)</b>	<b>(95)</b>	<b>(143)</b>	<b>(171)</b>	<b>(192)</b>
<b>息税前收益</b>	<b>807</b>	<b>914</b>	<b>1,254</b>	<b>1,570</b>	<b>1,820</b>
<b>息税及折旧摊销前收益</b>	<b>885</b>	<b>1,041</b>	<b>1,433</b>	<b>1,794</b>	<b>2,081</b>
<b>融资成本</b>	<b>(79)</b>	<b>(122)</b>	<b>(177)</b>	<b>(206)</b>	<b>(222)</b>
<b>其他非营运收入/费用</b>	<b>102</b>	<b>121</b>	<b>284</b>	<b>308</b>	<b>329</b>
<b>税前利润</b>	<b>830</b>	<b>913</b>	<b>1,361</b>	<b>1,672</b>	<b>1,927</b>
<b>所得税</b>	<b>(214)</b>	<b>(203)</b>	<b>(313)</b>	<b>(385)</b>	<b>(443)</b>
<b>非控制股东权益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>(52)</b>	<b>(64)</b>	<b>(64)</b>
<b>净利润</b>	<b>616</b>	<b>710</b>	<b>996</b>	<b>1,223</b>	<b>1,419</b>

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
<b>非流动资产</b>	<b>1,766</b>	<b>2,784</b>	<b>3,691</b>	<b>4,331</b>	<b>4,900</b>
物业、厂房及设备	1,583	2,383	3,207	3,752	4,253
递延税款资产	51	127	153	183	205
其他	131	274	331	396	443
<b>流动资产</b>	<b>3,017</b>	<b>4,661</b>	<b>5,603</b>	<b>6,493</b>	<b>7,526</b>
现金及现金等价物	753	814	857	787	1,140
存货	1,125	1,954	2,435	2,961	3,305
应收贸易款项	822	1,558	1,963	2,385	2,712
其他	317	336	347	360	370
<b>流动负债</b>	<b>2,264</b>	<b>4,156</b>	<b>4,555</b>	<b>4,944</b>	<b>5,477</b>
借债	1,470	2,758	2,906	3,006	3,306
应付贸易账款	710	1,281	1,466	1,715	1,913
其他	84	118	182	224	258
<b>非流动负债</b>	<b>18</b>	<b>166</b>	<b>822</b>	<b>1,026</b>	<b>1,029</b>
借债	0	149	800	1,000	1,000
递延税款负债	18	18	22	26	29
其他	0	0	0	0	0
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>69</b>	<b>80</b>	<b>92</b>	<b>106</b>
<b>净资产总值</b>	<b>2,500</b>	<b>3,053</b>	<b>3,838</b>	<b>4,762</b>	<b>5,814</b>
<b>股东权益</b>	<b>2,500</b>	<b>3,053</b>	<b>3,838</b>	<b>4,762</b>	<b>5,814</b>

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
<b>营业利润</b>	<b>807</b>	<b>914</b>	<b>1,254</b>	<b>1,570</b>	<b>1,820</b>
折旧和摊销	78	128	178	224	261
营运资金变动	(360)	(970)	(648)	(671)	(447)
利息支出	(79)	(122)	(177)	(206)	(222)
利息收入	6	19	20	20	23
税款支出	(166)	(264)	(336)	(410)	(462)
其他	127	124	212	224	241
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>412</b>	<b>(172)</b>	<b>503</b>	<b>749</b>	<b>1,215</b>
资本支出	(680)	(836)	(1,002)	(768)	(762)
其他	(231)	(71)	(57)	(65)	(47)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(910)</b>	<b>(906)</b>	<b>(1,059)</b>	<b>(833)</b>	<b>(809)</b>
股本的变化	7	10	0	0	0
银行贷款变动	925	1,417	800	300	300
股息	(105)	(187)	(211)	(299)	(367)
其他	0	(101)	10	12	14
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>827</b>	<b>1,139</b>	<b>599</b>	<b>13</b>	<b>(53)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>329</b>	<b>61</b>	<b>44</b>	<b>(70)</b>	<b>353</b>
年初现金及现金等价物	424	753	814	857	787
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>753</b>	<b>814</b>	<b>857</b>	<b>787</b>	<b>1,140</b>

来源：公司资料，招银国际则预测

#### 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	91.5	93.4	93.1	92.8	92.4
电动汽车铅酸电池	5.1	4.0	4.4	4.8	5.3
储能电池	0.8	0.6	0.7	0.8	0.8
镍氢及锂电池产品	1.8	1.0	0.9	0.8	0.7
其他	0.9	1.1	1.0	0.9	0.9
<b>总和</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

#### 盈利能力比率 (%)

毛利率	26.4	18.8	20.0	20.3	20.5
息税及折旧摊销前收益率	16.3	10.5	12.0	12.6	13.0
营业利润率	14.8	9.2	10.5	11.0	11.4
净利润率	11.3	7.2	8.3	8.6	8.9
有效税率	25.8	22.3	23.0	23.0	23.0

#### 增长 (%)

收入增长	44.9	81.8	20.8	19.5	11.9
毛利增长	64.7	29.3	28.5	21.3	13.0
息税前收益增长	107.1	13.2	37.3	25.2	15.9
净利润增长	77.9	15.3	40.2	22.8	16.1

#### 资产负债比率

流动比率 (x)	1.3	1.1	1.2	1.3	1.4
速动比率 (x)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转天数	55.2	57.5	60.0	61.0	62.0
存货周转天数	102.6	88.8	93.0	95.0	95.0
应付账款周转天数	64.7	58.2	56.0	55.0	55.0
现金周期	93.0	88.1	97.0	101.0	102.0
净负债 / 权益比率 (%)	28.7	67.0	72.7	66.3	53.5

#### 回报率 (%)

资本回报率	24.6	22.7	25.4	25.2	24.0
资产回报率	12.9	9.5	10.7	11.3	11.4

#### 每股数据 (人民币)

每股利润	0.57	0.65	0.91	1.12	1.35
每股账面值	2.30	2.85	3.57	4.43	5.40
每股股息	0.17	0.19	0.27	0.33	0.39

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-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。