

超威动力 (951 HK, HK\$4.16, 目标价 HK\$5.56, 买入) - 技术优势维持公司市场领导者地位

- ❖ **行业整合。**为了减少重金属污染，中国对铅酸电池行业进行了严格的检查和治理整顿。准入门槛提高，小厂商负担不起为达至较高行业标准而需支付的额外成本因而退出。铅酸电池市场成为一个大者恒大的市场，有利于具有较高技术含量、污染控制严格、管理素质良好的市场领导者。超威动力是市场整合的主要受惠者，公司成功扩大产能并迅速填补了因小厂商倒闭所引致的供需缺口，成功大幅提高市占率。
- ❖ **除镉生产。**超威采用内化层工艺，不仅将镉的使用量降为零，而且可以节省用电量和用水量。超威计划于 2013 年底之前将产能完全转换为内化层工艺。我们估计其他厂商可能需要两年多的时间去转换所有生产线至内化层技术。
- ❖ **强大的替换市场。**根据 Frost & Sullivan 的报告，铅酸蓄电池的一级和二级市场的 2011-15 年复合年增长率分别达 7.3% 和 24.2%。二级市场的替换需求将大大超过一级市场。和一级市场相比，更换电池的市场在经济低迷的情况下表现更为稳定。为了捕捉快速增长的二级市场需求，超威在中国所有省份皆建立了销售及分销网络以方便旧电池的更换。超威的分销网络从 2011 年底的 675 家独家分销商增至 2012 上半年底的 892 家。
- ❖ **产能迅速扩张。**为在市场整合的过程中进一步提高市场占有率，超威通过工厂扩建和收购活动持续提升产能。截至 2012 上半年，超威的年生产力达到 7,500 万支，比半年前的 5,600 万支大幅上升。我们预计，超威将于 2012 年底达到 1 亿支的年产能并于 2013 年底进一步增加至 1.22 亿支。
- ❖ **初始评级为买入，目标价 5.56 港元。**目前，超威的市盈率为 2012 财年每股预测盈利的 4.9 倍，或 2012 年预测市帐率的 1.3 倍。估值低于过去两年的平均。我们用 5.5 倍 2013 财年的每股预测盈利为公司估值。我们的目标价为 5.56 港元，相当于 33.7% 的上升空间。我们的初始评级为**买入**。

超威动力 (951 HK)

评级	买入
收市价	4.16 港元
目标价	5.56 港元
市值 (港币百万)	4,182
过去 3 月平均交易 (港币百万)	7.6
52 周高/低 (港币)	4.75/2.7
发行股数 (百万股)	1,005
主要股东	周明明(41.5%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-8.6%	-11.8%
3 月	14.3%	5.9%
6 月	6.1%	8.0%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (人民币百万元)	3,225	4,932	8,969	10,628	13,129
净利润 (人民币百万元)	268	455	690	806	1,065
每股收益 (人民币)	0.31	0.45	0.69	0.80	1.06
每股收益变动 (%)	14.0	47.6	51.5	16.8	32.2
市盈率 (x)	11.8	7.7	4.9	4.1	3.1
市帐率 (x)	2.2	1.7	1.3	1.0	0.8
股息率 (%)	2.2	3.9	6.1	7.3	9.7
权益收益率 (%)	18.4	22.8	25.8	24.1	28.0
净财务杠杆率 (%)	净现金	20.2	59.8	56.4	46.7

来源: 公司及招银国际研究部

利润表

12月31日 (百万人民币)	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-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
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法律责任。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 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，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士。