

天能动力(819 HK, HK\$4.59, 未评级) - 市场整合的主要受益者

❖ **上半年营收增长强劲, 毛利率扩大。**天能2011年上半年营收同比增长46.7%至24.38亿人民币。因铅酸电池短缺, 平均售价上涨, 毛利率同比提高了4.2个百分点至22.5%。净利润达2.01亿人民币, 同比增长94.6%。应收账款周转率从2010年上半年的29天增至2011年上半年的42天。因今年初级市场客户占销售比较高, 初级市场比二级市场享有较长的付款期限。另一方面, 由于电池供应短缺, 存货周转率同期从90天减至78天。

❖ **行业整合中的定价者。**经过严格的行业检查和整顿, 超过八成的铅酸工厂在过去数月间倒闭或停产。天能因而巩固了市场领导地位, 对市场价格有更大的影响力。天能七月份将电池加价8-10%, 八月再加8-10%以对应目前的供求失衡情况。我们预计2011年下半年电池平均售价将上升到127.9元人民币, 同比增长30%。另外, 铅价上升压力趋缓, 我们预计下半年毛利率将扩大到30.2%。

❖ **产能继续扩张。**由于沭阳和芜湖工厂的暂时停产, 2011年上半年铅酸电池的销量同比增加了14.6%。8月开始, 天能所有的生产基地已通过检查并全面恢复生产。2011年电池年产能可达到6500万支, 并将于2012年安徽工厂扩容后提高到7600万支。此外, 电动汽车电池推出市场以及包括UPS储能电池等新业务也将进一步提升对产能的需求。

❖ **我们相信, 一个原料成本看跌而电池供应紧张的营运环境将会给天能等市场领导者一个难得的机会去扩大市场份额并提升毛利率。我们相信在电池厂商由目前的600-700家减少到200-300家之前, 市场整合步伐不会停止。我们预计市场将于2012年底达到供求平衡, 届时利润率将会恢复正常水平。我们预测2011和12财年的净利润分别达6.68亿和9.41亿人民币, 并认为目前6.2倍11年市盈率的估值并不高。**

天能动力 (819 HK)

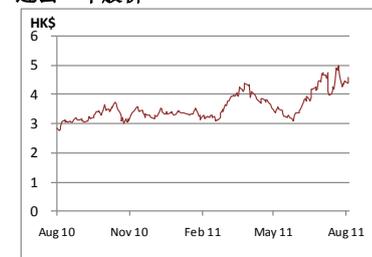
评级	未评级
收市价	HK\$4.59
目标价	N/A
市值(港币百万)	5,002
过去3个月平均交易(港币百万)	32.9
52周高/低(港币)	5.10/2.73
发行股数(百万股)	1,089.8
主要股东	张天任 (36.5%)

来源: HKE, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	-1.7%	10.2%
3月	29.3%	51.2%
6月	44.3%	67.1%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

财务资料

(截至3月31日)	FY09A	FY10A	FY11F	FY12F	FY13F
营业额(百万人民币)	2,255	3,753	5,930	7,330	8,522
净利润(百万人民币)	271	346	668	941	975
每股收益(人民币)	0.27	0.32	0.62	0.87	0.90
每股收益变动(%)	13.7	20.2	92.4	40.8	3.6
市盈率(x)	15.2	12.5	6.2	4.3	4.1
市帐率(x)	2.4	2.2	1.6	1.2	1.0
股息率(%)	1.9	2.4	4.8	7.0	7.4
权益收益率(%)	14	13	17	17	15
净财务杠杆率(%)	净现金	6	32	15	7

来源: 公司及招银国际研究部

三一国际 (631 HK, HK\$7.1, 未评级) — 上半年业绩符合预期, 下半年仍可保持增长势头, 但现时估值略高

❖ **上半年销售增长符合市场预期。**上半年营业额为 17.82 亿元 (人民币·下同), 去年同期为 13.1 亿元, 同比增长 36%, 符合市场预期。上半年毛利率同比基本持平, 约 45.4%, 去年同期为 45.1%。上半年期内溢利为 4.16 亿元, 从上年度同期的 3.42 亿元比较, 同比增长 21.6%, 不过净利润却下跌了 2.7 个百分点, 从 2010 上半年的 26.1% 下跌至今年度的 23.4%。净利润收缩的主要是由于有效税率增加, 扩大海外市场的成本和研发费用上升所引致。

❖ **信贷紧缩下令应收款项大幅上升。**截至 2011 年 6 月底, 公司的应收账款为 19.98 亿元, 由 2010 年 12 月底的 11.56 亿, 大幅飙升了 72.8%。我们认为, 应收账款飙升的最主要原因是在信贷紧缩的环境下, 客户的周转能力受损所致, 此外, 营业额的增长也会扩大应收账款。应收账款周转天数由 2010 上半年度的 149 天上升至今年上半年的 166 天, 然而, 有效的库存控制抵消了从应收账款增加带来的影响, 公司现金转换周期由 2010 上半年的 212 天, 缩短至今年的 179 天。

❖ **下半年及以后的销售乐观。**今年上半年煤炭在中国的总生产量同比上升了 15.8%, 由 2010 上半年的 15.59 亿吨上升至今年上半年的 18.05 亿吨。考虑到中国 75% 的发电量都是来自煤炭, 煤炭的生产量在随后几年有望大幅增加。另外, 根据 12-5 规划的指引, 国家目标于 2015 年之前提升煤矿机械化比率至 75% (2009 年的实际比率为 60%)。这些都令公司直接受益。

❖ **公司目前估值为 18 倍 2011 年市盈率, 是同行中最高的。**根据彭博的估计, 公司今年的营业额为 37.48 亿元, 同比增长 40%。虽然我们对未来的销售持肯定的态度, 但增长 40%, 在不稳定的经济环境下, 似乎过于进取。我们将把三一国际加到观察名单上, 并作进一步的分析。

三一国际 (1880 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$7.1
目标价	N.A.
市值 (港币百万)	22,099
过去 3 月平均交易 (港币百万)	63.1
52 周高/低 (港币)	10.2/6.1
发行股数 (百万股)	3,113
主要股东	三一重工 (72.3%)

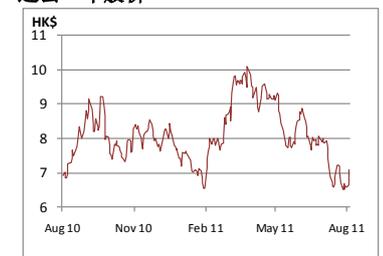
来源: HKEx, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-15.5%	-4.5%
3 月	-28.2%	-14.4%
6 月	-7.1%	9.1%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额 (百万人民币)	1,901	2,683	3,748	5,166	7,093
净利润 (百万人民币)	490	671	934	1,274	1,656
每股收益 (人民币)	0.21	0.21	0.32	0.44	0.55
每股收益变动 (%)	133.3	0.0	53.3	36.6	25.5
市盈率 (x)	28.7	28.7	18.0	13.2	10.5
市帐率 (x)	4.5	3.9	3.0	2.6	2.1
股息率 (%)	0.7	0.7	18.9	24.9	29.7
权益收益率 (%)	23.0	39.1	30.5	27.5	25.5
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及彭博

绿城中国 (3900 HK, HK\$ 5.93, 未评级) 高负债及缓慢销售左右股价

- ❖ **中期纯利增加 169%至 8.92 亿元人民币。**营业额和纯利分别增加 190%至 112 亿元（人民币·下同）及 169%至 8.92 亿元，来自物业发展的营业额占总额 96.2%及增加 186%至 108 亿元。交付面积及均价分别上升 82.4%至 54.0 万平方米及 56.5%至每平方米 20,002 元。不过，高地价拖低毛利率 4 个百分点至 33.8%，地价占 2011 上半年入账均价 22%，去年同期为 18%。
- ❖ **销售缓慢。**宏观调控措施严重影响公司的销售步伐，销售金额及面积在 2011 上半年分别下跌 7%至 203 亿元及 19%至 96 万平方米。新一轮的限购令已经宣布在浙江的台州推出，我们恐怕更多在华东(尤其是在浙江省)的城市在未来会推出限购令，将令到绿城的销售计划受到影响，管理层也表示今年的销售目标可能较难完成。
- ❖ **超过 4000 万平方米的土地储备。**绿城在上半年新增了 8 幅达 450 万平方米总楼面面积的土地储备，公司现投资于 110 个项目，总土地储备达 4070 万平方米，其中杭州及浙江的城市占总数的 50%。
- ❖ **负债水平转差。**手持现金由去年底的 150 亿元下降至年中的 97 亿元，借贷由去年底的 340 亿元上升至年中的 350 亿元，因此，净负债比率由年底的 187%上升至年中的 243%。管理层明白高负债的问题，但似乎不愿意以减债来放弃高增长。
- ❖ **低估值但……至 6 月底，应占权益的已预售但未入账的物业达 578 亿元，其中 145 亿元会在下半年入账。预期 2011-13 年纯利分别为 23 亿元、36 亿元及 44 亿元，2011 及 12 年市盈率分别为 3.5 倍及 2.3 倍，估值吸引，但财务风险是众多内房股最高。**

绿城中国 (3900 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$5.93
目标价	N.A.
市值(港币百万)	9,723
过去 3 月平均交易(港币百万)	8.4
52 周高/低(港币)	10.16/5.68
发行股数(百万股)	1,640
主要股东	宋卫平(33.0%)

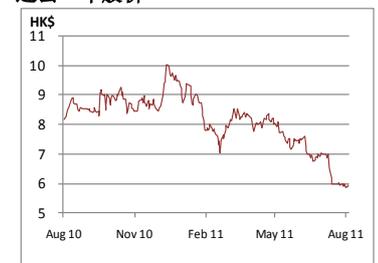
来源: HKE, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-15.0%	-5.8%
3 月	-26.2%	-13.8%
6 月	-24.8%	-13.1%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额(百万人民币)	8,727	11,161	21,483	30,774	39,634
净利润(百万人民币)	1,012	1,532	2,316	3,562	4,392
每股收益(人民币)	0.640	0.930	1.413	2.178	2.673
每股收益变动(%)	-34.0	45.3	51.9	54.1	22.7
市盈率(x)	7.7	5.3	3.5	2.3	1.8
市帐率(x)	0.8	0.8	0.7	0.5	0.4
股息率(%)	11.4	9.3	6.8	9.3	11.2
权益收益率(%)	10.5	15.0	19.3	24.3	26.2
净财务杠杆率(%)	139.7	189.5	193.8	161.9	49.5

来源: 公司及彭博

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

本报告期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作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 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。