

天能动力(819 HK, HK\$5.51, 目标价 HK\$6.81, 买入)-12 财年毛利率大降, 惟我们认为是暂时性的

- ❖ **12 财年营收飙升, 惟毛利率大幅收窄。**天能发布 12 财年业绩, 营收同比飙升 81.8% 至人民币 98.9 亿元。铅酸电池的平均售价从 11 财年的人民币 117 元下降至 12 财年的人民币 104 元, 按年下降 11.0%。我们相信电池售价压力乃受 12 年第三季开始向其客户增加回扣所致。因电池售价下降及单位生产成本较高的 OEM 生产比例增加, 毛利率同比大幅收窄 7.6 个百分点至 18.8%。净利润达人民币 7.10 亿元, 同比增长 15.3%。每股全年股息达港币 0.238 元, 派息率达 30%。
- ❖ **价格竞争为暂时性的, 毛利率将回升。**自 2012 年下半年以来, 电动自行车电池行业发生了激烈的价格竞争。因市场领导者如天能、超威(951 HK) 积极增加回扣以加快争取市场份额。我们认为价格竞争将迫使一些规模较小、成本结构不合理的厂商离开市场。我们相信随着市场继续整合, 行业领导者将能够获得更强的定价能力, 价格竞争只是暂时性的。在 2012 年下半年, 天能将更多的订单外包给其他 OEM 厂商以加快获取市场份额, 惟代价是毛利率大降。天能新的济源和界首生产基地将在 13 年投产, 我们相信这将解决产能瓶颈, 并减少 OEM 代工生产比重。由于 OEM 的比例将下降, 加上行业的价格竞争亦有望得到缓解, 我们预计 13 财年毛利率将反弹。
- ❖ **铅回收厂开始运作。**天能的浙江长兴铅回收厂已于 2012 年 9 月开始运作。在 2013 年, 该回收厂已能回收 15 万吨废铅酸电池并生产 10 万吨再生铅。我们相信回收业务将减轻潜在的铅原料价上升风险并提高公司的净利润率。
- ❖ **发行高级票据。**天能于 3 月 19 日宣布预计将会发行以美元计价的优先票据, 穆迪和惠誉的信用评级分别为 Ba3 及 BB。优先票据的本金额、利率和期限尚未最后确定。我们相信发行债券是为河南省濮阳市的生产基地集资, 该生产基地将耗资人民币 30 亿元, 建设期为 5-6 年。
- ❖ **我们认为天能仍会是行业整合的主要受益者, 而价格竞争和利润率受压皆为暂时性的。**我们将 13 财年预估净利润调升 1.3% 至人民币 9.96 亿元。我们用 6.0 倍 13 财年的每股预测盈利为公司估值, 我们将目标价格从 6.23 港元调升至 6.81 港元, 相当于 23.6% 的上升空间。我们维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业额(人民币百万元)	5,438	9,888	11,941	14,270	15,963
净利润(人民币百万元)	616	710	996	1,223	1,419
每股收益(人民币)	0.57	0.65	0.91	1.12	1.35
每股收益变动(%)	77.0	14.4	40.2	22.8	21.3
市盈率(x)	8.1	6.8	4.9	4.0	3.3
市帐率(x)	2.0	1.5	1.2	1.0	0.8
股息率(%)	3.7	4.4	6.2	7.6	8.8
权益收益率(%)	24.6	22.7	25.4	25.2	24.0
净财务杠杆率(%)	28.7	67.0	72.7	66.3	53.5

来源: 公司及招銀国际研究部

天能动力 (819 HK)

评级	买入
收市价	5.51 港元
目标价	6.81 港元
市值(港币百万)	6,057
过去 3 月平均交易(港币百万)	19.4
52 周高/低(港币)	6.17/3.7
发行股数(百万股)	1,089.8
主要股东	张天任 (37.0%)
来源: 彭博	

股价表现

	绝对	相对
1 月	0.7%	5.8%
3 月	8.9%	10.9%
6 月	19.8%	12.2%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

利润表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	5,438	9,888	11,941	14,270	15,963
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
销售成本	(4,003)	(8,033)	(9,558)	(11,378)	(12,697)
毛利	1,435	1,855	2,384	2,891	3,266
销售支出	(165)	(250)	(302)	(347)	(388)
管理费用	(198)	(302)	(353)	(422)	(456)
研发费用	(198)	(294)	(331)	(381)	(410)
其他营运支出	(68)	(95)	(143)	(171)	(192)
息税前收益	807	914	1,254	1,570	1,820
息税及折旧摊销前收益	885	1,041	1,433	1,794	2,081
融资成本	(79)	(122)	(177)	(206)	(222)
其他非营运收入/费用	102	121	284	308	329
税前利润	830	913	1,361	1,672	1,927
所得税	(214)	(203)	(313)	(385)	(443)
非控制股东权益	0	1	(52)	(64)	(64)
净利润	616	710	996	1,223	1,419

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	1,766	2,784	3,691	4,331	4,900
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
流动资产	3,017	4,661	5,603	6,493	7,526
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
流动负债	2,264	4,156	4,555	4,944	5,477
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
非流动负债	18	166	822	1,026	1,029
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
少数股东权益	0	69	80	92	106
净资产总值	2,500	3,053	3,838	4,762	5,814
股东权益	2,500	3,053	3,838	4,762	5,814

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业利润	807	914	1,254	1,570	1,820
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
经营活动所得现金净额	412	(172)	503	749	1,215
资本支出	(680)	(836)	(1,002)	(768)	(762)
其他	(231)	(71)	(57)	(65)	(47)
投资活动所得现金净额	(910)	(906)	(1,059)	(833)	(809)
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
融资活动所得现金净额	827	1,139	599	13	(53)
现金增加净额	329	61	44	(70)	353
年初现金及现金等价物	424	753	814	857	787
年末现金及现金等价物	753	814	857	787	1,140

来源：公司资料·招银国际预测

主要比率

12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
销售组合 (%)					
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
总和	100	100	100	100	100

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关于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其他人。