

天能动力 (819 HK, HK\$5.23, 目标价 HK\$6.23, 买入) - 电动车和电动自行车电池双双推动成长

- ❖ **铅酸电池回收业务的行业先驱。**为了降低铅价波动的风险，天能是第一个大型铅酸电池制造商对废旧铅酸电池进行回收再造工作。天能的回收厂位于浙江长兴吴山，满产时能够处理15万吨废旧铅酸电池，并生产10万吨铅。中国铅回收行业市场仍然分散，天能的回收厂的优势在于1) 生产规模大、2) 电池分销网络遍布全国，能够有效地回收废旧电池。
- ❖ **产能迅速扩张。**过往天能专注于扩张厂房以提升产能。公司于2012年积极参与收购活动，以加快扩张速度。铅酸电池市场持续整合，天能将进一步扩大电池生产能力以提高市场占有率。天能2011年的产能达到6,500万颗，我们预期天能的产能在2012年底可进一步增至8,000万颗，而2013年底可达1.06亿颗的年产能。扩容资金将来自经营现金流及银行信贷融资。
- ❖ **低速电动车市场前景亮丽。**低速电动车以铅酸电池推动，相对于锂电池，铅酸电池的技术更成熟、稳定性更高、成本亦较低。在高速电动车解决价格偏高、锂电池技术尚未成熟等问题之前，低速电动车是当前发展电动汽车的较佳选择。天能已被包括奇瑞、时风在内的中国主要低速电动车制造商选为铅酸电池供货商。天能将大幅扩大其电动汽车电池的生产能力从11年的80万颗增加至12年的150万和13年的200万颗。
- ❖ **铅酸电池行业深度整合。**为了遏制包括铅在内的重金属污染，中国政府进行了铅酸电池行业整顿，提出严格的准入标准。小厂商因难以符合标准或难以负担额外的环保成本而退出市场。天能动力是市场领导者，我们认为公司将受惠于铅酸电池行业的持续整合。
- ❖ **初始评级为买入，目标价6.23港元。**目前，天能的市盈率为2012财年每股预测盈利的6.2倍，或2012年预测市帐率的1.4倍。估值低于过去三年的平均。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6.23港元，相当于19.1%的上升空间。我们的初始评级为**买入**。

财务资料

(截至12月31日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额(人民币百万元)	3,753	5,438	8,201	10,144	12,098
净利润(人民币百万元)	346	616	748	983	1,208
每股收益(人民币)	0.32	0.57	0.68	0.90	1.10
每股收益变动(%)	20.2	77.0	20.8	31.3	22.9
市盈率(x)	14.2	7.7	6.2	4.6	3.7
市帐率(x)	2.5	1.9	1.4	1.1	0.9
股息率(%)	2.1	3.9	4.9	6.5	8.1
权益收益率(%)	17.7	24.6	23.4	24.7	24.6
净财务杠杆率(%)	6.2	28.7	49.1	47.8	34.7

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	5.23 港元
目标价	6.23 港元
市值(港币百万)	5,750
过去3个月平均交易(港币百万)	13.6
52周高/低(港币)	5.36/3.25
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	11.3%	6.3%
3月	12.2%	-2.2%
6月	34.1%	27.5%

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	3,753	5,438	8,201	10,144	12,098
电动自行车铅酸电池	3,531	4,976	7,492	9,067	10,677
电动汽车铅酸电池	118	276	493	777	1,061
储能电池	19	42	59	116	151
镍氢及锂电池产品	64	95	115	138	158
其他	20	48	42	46	50
销售成本	(2,881)	(3,906)	(6,130)	(7,562)	(9,006)
毛利	871	1,532	2,071	2,582	3,092
销售支出	(225)	(262)	(440)	(568)	(665)
管理费用	(111)	(198)	(291)	(371)	(430)
研发费用	(112)	(198)	(255)	(305)	(352)
其他营运支出	(34)	(68)	(102)	(126)	(150)
息税前收益	390	807	983	1,212	1,494
息税及折旧摊销前收益	453	885	1,100	1,370	1,679
融资成本	(14)	(79)	(150)	(206)	(230)
其他非营运收入/费用	53	102	151	329	366
税前利润	429	830	984	1,335	1,630
所得税	(82)	(214)	(226)	(300)	(359)
非控制股东权益	0	0	(9)	(52)	(64)
净利润	346	616	748	983	1,208

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	1,140	1,766	2,616	3,285	3,518
物业、厂房及设备	982	1,583	2,341	2,946	3,113
其他	158	182	275	340	405
流动资产	1,945	3,017	4,568	5,404	6,625
现金及现金等价物	424	753	1,201	1,369	1,766
存货	819	1,125	1,838	2,237	2,767
应收贸易款项	635	822	1,191	1,445	1,724
其他	67	317	338	353	368
流动负债	1,098	2,264	3,969	4,697	5,214
借债	515	1,470	2,770	3,270	3,470
应付贸易账款	545	710	1,110	1,308	1,603
其他	38	84	89	118	141
非流动负债	30	18	18	18	18
借债	30	0	0	0	0
其他	0	18	18	18	18
少数股东权益	0	0	132	152	175
净资产总值	1,956	2,500	3,065	3,823	4,736
股东权益	1,956	2,500	3,065	3,823	4,736

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	346	616	748	983	1,208
折旧和摊销	63	78	117	158	185
营运资金变动	(349)	(322)	(698)	(440)	(505)
其他	0	40	(22)	(30)	(36)
经营活动所得现金净额	61	412	145	671	852
资本支出	(334)	(680)	(875)	(763)	(353)
其他	(8)	(231)	(70)	(36)	(29)
投资活动所得现金净额	(342)	(910)	(945)	(798)	(382)
股本的变化	0	1	0	0	0
银行贷款变动	425	925	1,300	500	200
股息	(84)	(106)	(184)	(224)	(295)
其他	3	6	132	20	23
融资活动所得现金净额	345	827	1,248	295	(72)
现金增加净额	64	329	448	168	398
年初现金及现金等价物	360	424	753	1,201	1,369
外汇差额	0	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	424	753	1,201	1,369	1,766

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	94.1	91.5	91.4	89.4	88.3
电动汽车铅酸电池	3.2	5.1	6.0	7.7	8.8
储能电池	0.5	0.8	0.7	1.1	1.2
镍氢及锂电池产品	1.7	1.8	1.4	1.4	1.3
其他	0.5	0.9	0.5	0.5	0.4
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	23.2	28.2	25.3	25.5	25.6
息税及折旧摊销前收益率	12.1	16.3	13.4	13.5	13.9
营业利润率	10.4	14.8	12.0	12.0	12.4
净利润率	9.2	11.3	9.1	9.7	10.0
有效税率	19.2	25.8	23.0	22.5	22.0

增长 (%)

收入增长	66.4	44.9	50.8	23.7	19.3
毛利增长	35.8	75.8	35.2	24.7	19.7
息税前收益增长	43.9	107.1	21.8	23.3	23.3
净利润增长	27.9	77.9	21.5	31.3	22.9

资产负债比率

流动比率 (x)	1.8	1.3	1.2	1.2	1.3
速动比率 (x)	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	61.7	55.2	53.0	52.0	52.0
存货周转天数	103.7	105.1	106.0	106.0	107.0
应付帐款周转天数	69.1	66.3	64.0	62.0	62.0
现金周期	96.4	93.9	95.0	96.0	97.0
净负债/权益比率 (%)	6.2	28.7	49.1	47.8	34.7

回报率 (%)

资本回报率	17.7	24.6	23.4	24.7	24.6
资产回报率	11.2	12.9	10.4	11.3	11.9

每股数据 (港币)

每股利润	0.32	0.57	0.68	0.90	1.10
每股账面值	1.81	2.30	2.92	3.63	4.49
每股股息	0.10	0.17	0.21	0.27	0.33

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上责任。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 年证券交易法规则 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。