

**天能動力(819 HK, HK\$4.59, 未評級) – 市場整合的主要受益者**

- ❖ **上半年營收增長強勁，毛利率擴大。**天能 2011 年上半年營收同比增長 46.7% 至 24.38 億人民幣。因鉛酸電池短缺，平均售價上漲，毛利率同比提高了 4.2 個百分點至 22.5%。淨利潤達 2.01 億人民幣，同比增長 94.6%。應收賬周轉率從 2010 年上半年的 29 天增至 2011 年上半年的 42 天。因今年初級市場客戶占銷售比較高，初級市場比二級市場享有較長的付款期限。另一方面，由於電池供應短缺，存貨周轉率同期從 90 天減至 78 天。

- ❖ **行業整合中的定價者。**經過嚴格的行業檢查和整頓，超過八成的鉛酸工廠在過去數月間倒閉或停產。天能因而鞏固了市場領導地位，對市場價格有更大的影響力。天能七月份將電池加價 8-10%，八月再加 8-10% 以對應目前的供求失衡情況。我們預計 2011 年下半年電池平均售價將上升到 127.9 元人民幣，同比增長 30%。另外，鉛價上升壓力趨緩，我們預計下半年毛利率將擴大到 30.2%。

- ❖ **產能繼續擴張。**由於流陽和蕪湖工廠的暫時停產，2011 年上半年鉛酸電池的銷量同比增加了 14.6%。8 月開始，天能所有的生產基地已通過檢查並全面恢復生產。2011 年電池年產能可達到 6500 萬支，並將於 2012 年安徽工廠擴容後提高到 7600 萬支。此外，電動汽車電池推出市場以及包括 UPS 儲能電池等新業務也將進一步提升對產能的需求。

- ❖ **我們相信，一個原料成本看跌而電池供應緊張的營運環境將會給天能等市場領導者一個難得的機會去擴大市場份額並提升毛利率。我們相信在電池廠商由目前的 600-700 家減少到 200-300 家之前，市場整合步伐不會停止。我們預計市場將於 2012 年底達到供求平衡，屆時利潤率將會恢復正常水平。我們預測 2011 和 12 財年的淨利潤分別達 6.68 億和 9.41 億人民幣，並認為目前 6.2 倍 11 年市盈率的估值並不高。**

**天能動力 (819 HK)**

評級	未評級
收市價	HK\$4.59
目標價	N/A
市值 (港幣百萬)	5,002
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	32.9
52 週高/低 (港幣)	5.10/2.73
發行股數 (百萬股)	1,089.8
主要股東	張天任 (36.5%)

來源: HKEx, 彭博

**股價表現**

	絕對	相對
1 月	-1.7%	10.2%
3 月	29.3%	51.2%
6 月	44.3%	67.1%

來源: 彭博

**過去一年股價**


來源: 彭博

**財務資料**

(截至 3 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11F	FY12F	FY13F
營業額 (百萬人民幣)	2,255	3,753	5,930	7,330	8,522
淨利潤 (百萬人民幣)	271	346	668	941	975
每股收益 (人民幣)	0.27	0.32	0.62	0.87	0.90
每股收益變動 (%)	13.7	20.2	92.4	40.8	3.6
市盈率(x)	15.2	12.5	6.2	4.3	4.1
市帳率(x)	2.4	2.2	1.6	1.2	1.0
股息率 (%)	1.9	2.4	4.8	7.0	7.4
權益收益率 (%)	14	13	17	17	15
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	6	32	15	7

來源: 公司及招銀國際研究部

## 三一國際 (631 HK, HK\$7.1, 未評級) — 上半年業績符合預期，下半年仍可保持增長勢頭，但現時估值略高

❖ **上半年銷售增長符合市場預期。**上半年營業額為 17.82 億元 (人民幣•下同)，去年同期為 13.1 億元，同比增長 36%，符合市場預期。上半年毛利率同比基本持平，約 45.4%，去年同期為 45.1%。上半年期內溢利為 4.16 億元，從上年度同期的 3.42 億元比較，同比增長 21.6%，不過淨利潤卻下跌了 2.7 個百分點，從 2010 上半年的 26.1% 下跌至今年度的 23.4%。淨利潤收縮的主要是由於有效稅率增加，擴大海外市場的成本和研發費用上升所引致。

❖ **信貸緊縮下令應收款項大幅上升。**截至 2011 年 6 月底，公司的應收賬款為 19.98 億元，由 2010 年 12 月底的 11.56 億，大幅飆升了 72.8%。我們認為，應收賬款飆升的最主要原因是在信貸緊縮的環境下，客戶的周轉能力受損所致，此外，營業額的增長也會擴大應收賬款。應收賬款周轉天數由 2010 上半年度的 149 天上升至今年上半年的 166 天，然而，有效的庫存控制抵消了從應收賬款增加帶來的影響，公司現金轉換週期由 2010 上半年的 212 天，縮短至今年的 179 天。

❖ **下半年及以後的銷售樂觀。**今年上半年煤炭在中國的總生產量同比上升了 15.8%，由 2010 上半年的 15.59 億噸上升至今年上半年的 18.05 億噸。考慮到中國 75% 的發電量都是來自煤炭，煤炭的生產量在隨後幾年有望大幅增加。另外，根據 12-5 規劃的指引，國家目標於 2015 年之前提升煤礦機械化比率至 75% (2009 年的實際比率為 60%)。這些都令公司直接受益。

❖ **公司目前估值為 18 倍 2011 年市盈率，是同行中最高的。**根據彭博的估計，公司今年的營業額為 37.48 億元，同比增長 40%。雖然我們對未來的銷售持肯定的態度，但增長 40%，在不穩定的經濟環境下，似乎過於進取。我們將把三一國際加到觀察名單上，並作進一步的分析。

### 三一國際 (1880 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$7.1
目標價	N.A.
市值 (港幣百萬)	22,099
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	63.1
52 週高/低 (港幣)	10.2/6.1
發行股數 (百萬股)	3,113
主要股東	三一重工 (72.3%)

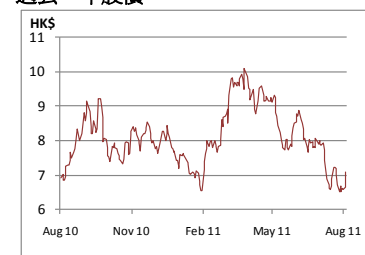
來源: HKE, 彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	-15.5%	-4.5%
3 月	-28.2%	-14.4%
6 月	-7.1%	9.1%

來源: 彭博

### 過去一年股價



來源: 彭博

### 財務資料

(截至 12 月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
營業額 (百萬人民幣)	1,901	2,683	3,748	5,166	7,093
淨利潤 (百萬人民幣)	490	671	934	1,274	1,656
每股收益 (人民幣)	0.21	0.21	0.32	0.44	0.55
每股收益變動 (%)	133.3	0.0	53.3	36.6	25.5
市盈率 (x)	28.7	28.7	18.0	13.2	10.5
市帳率 (x)	4.5	3.9	3.0	2.6	2.1
股息率 (%)	0.7	0.7	18.9	24.9	29.7
權益收益率 (%)	23.0	39.1	30.5	27.5	25.5
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及彭博

## 綠城中國 (3900 HK, HK\$ 5.93, 未評級) 高負債及緩慢銷售左右股價

- ❖ **中期純利增加 169%至 8.92 億元人民幣。**營業額和純利分別增加 190%至 112 億元（人民幣・下同）及 169%至 8.92 億元，來自物業發展的營業額佔總額 96.2%及增加 186%至 108 億元。交付面積及均價分別上升 82.4%至 54.0 萬平方米及 56.5%至每平方米 20,002 元。不過，高地價拖低毛利率 4 個百分點至 33.8%，地價佔 2011 上半年入賬均價 22%，去年同期為 18%。
- ❖ **銷售緩慢。**宏觀調控措施嚴重影響公司的銷售步伐，銷售金額及面積在 2011 上半年分別下跌 7%至 203 億元及 19%至 96 萬平方米。新一輪的限購令已經宣佈在浙江的台州推出，我們恐怕更多在華東(尤其是在浙江省)的城市在未來會推出限購令，將令到綠城的銷售計劃受到影響，管理層也表示今年的銷售目標可能較難完成。
- ❖ **超過 4000 萬平方米的土地儲備。**綠城在上半年新增了 8 幅達 450 萬平方米總樓面面積的土地儲備，公司現投資於 110 個項目，總土地儲備達 4070 萬平方米，其中杭州及浙江的城市佔總數的 50%。
- ❖ **負債水平轉差。**手持現金由去年底的 150 億元下降至年中的 97 億元，借貸由去年底的 340 億元上升至年中的 350 億元，因此，淨負債比率由年底的 187%上升至年中的 243%。管理層明白高負債的問題，但似乎不願意以減債來放棄高增長。
- ❖ **低估值但……至 6 月底，應佔權益的已預售但未入賬的物業達 578 億元，其中 145 億元會在下半年入賬。預期 2011-13 年純利分別為 23 億元、36 億元及 44 億元，2011 及 12 年市盈率分別為 3.5 倍及 2.3 倍，估值吸引，但財務風險是眾多內房股最高。**

### 綠城中國 (3900 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$5.93
目標價	N.A.
市值 (港幣百萬)	9,723
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	8.4
52 週高/低 (港幣)	10.16/5.68
發行股數 (百萬股)	1,640
主要股東	宋衛平(33.0%)

來源: HKE, 彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	-15.0%	-5.8%
3 月	-26.2%	-13.8%
6 月	-24.8%	-13.1%

來源: 彭博

### 過去一年股價



來源: 彭博

### 財務資料

(截至 12 月底)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
營業額 (百萬人民幣)	8,727	11,161	21,483	30,774	39,634
淨利潤 (百萬人民幣)	1,012	1,532	2,316	3,562	4,392
每股收益 (人民幣)	0.640	0.930	1.413	2.178	2.673
每股收益變動 (%)	-34.0	45.3	51.9	54.1	22.7
市盈率(x)	7.7	5.3	3.5	2.3	1.8
市帳率(x)	0.8	0.8	0.7	0.5	0.4
股息率 (%)	11.4	9.3	6.8	9.3	11.2
權益收益率 (%)	10.5	15.0	19.3	24.3	26.2
淨財務杠杆率 (%)	139.7	189.5	193.8	161.9	49.5

來源: 公司及彭博

## 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。報告所載資料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。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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資訊，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。