

睿智投資

天能動力 (819 HK, HK\$5.23, 目標價HK\$6.23, 買入) - 電動車和電動自行車電池雙雙推動成長

- ❖ **鉛酸電池回收業務的行業先驅。**為了降低鉛價波動的風險，天能是第一個大型鉛酸電池製造商對廢舊鉛酸電池進行回收再造工作。天能的回收廠位於浙江長興吳山，滿產時能夠處理 15 萬噸廢舊鉛酸電池，並生產 10 萬噸鉛。中國鉛回收行業市場仍然分散，天能的回收廠的優勢在於 1) 生產規模大、2) 電池分銷網絡遍佈全國，能夠有效地回收廢舊電池。
- ❖ **產能迅速擴張。**過往天能專注於擴張廠房以提升產能。公司於 2012 年積極參與收購活動，以加快擴張速度。鉛酸電池市場持續整合，天能將進一步擴大電池生產能力以提高市場佔有率。天能 2011 年的產能達到 6,500 萬顆，我們預期天能的產能在 2012 年底可進一步增至 8,000 萬顆，而 2013 年底可達 1.06 億顆的年產能。擴容資金將來自經營現金流及銀行信貸融資。
- ❖ **低速電動車市場前景亮麗。**低速電動車以鉛酸電池推動，相對於鋰電池，鉛酸電池的技術更成熟、穩定性更高、成本亦較低。在高速電動車解決價格偏高、鋰電池技術尚未成熟等問題之前，低速電動車是當前發展電動汽車的較佳選擇。天能已被包括奇瑞、時風在內的中國主要低速電動車製造商選為鉛酸電池供應商。天能將大幅擴大其電動汽車電池的生產能力從 11 年的 80 萬顆增加至 12 年的 150 萬和 13 年的 200 萬顆。
- ❖ **鉛酸電池行業深度整合。**為了遏制包括鉛在內的重金屬污染，中國政府進行了鉛酸電池行業整頓，提出嚴格的准入標準。小廠商因難以符合標準或難以負擔額外的環保成本而退出市場。天能動力是市場領導者，我們認為公司將受惠於鉛酸電池行業的持續整合。
- ❖ **初始評級為買入，目標價 6.23 港元。**目前，天能的市盈率為 2012 財年每股預測盈利的 6.2 倍，或 2012 年預測市帳率的 1.4 倍。估值低於過去三年的平均。我們用 5.5 倍 2013 財年的每股預測盈利為公司估值。我們的目標價為 6.23 港元，相當於 19.1% 的上升空間。我們的初始評級為**買入**。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額(人民幣百萬元)	3,753	5,438	8,201	10,144	12,098
淨利潤(人民幣百萬元)	346	616	748	983	1,208
每股收益(人民幣)	0.32	0.57	0.68	0.90	1.10
每股收益變動(%)	20.2	77.0	20.8	31.3	22.9
市盈率(x)	14.2	7.7	6.2	4.6	3.7
市帳率(x)	2.5	1.9	1.4	1.1	0.9
股息率(%)	2.1	3.9	4.9	6.5	8.1
權益收益率(%)	17.7	24.6	23.4	24.7	24.6
淨財務槓杆率(%)	6.2	28.7	49.1	47.8	34.7

來源: 公司及招銀國際研究部

天能動力 (819 HK)

評級	買入
收市價	5.23 港元
目標價	6.23 港元
市值(港幣百萬)	5,750
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	13.6
52 周高/低(港幣)	5.36/3.25
發行股數(百萬股)	1,089.8
主要股東	張天任 (37.0%)

來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	11.3%	6.3%
3 月	12.2%	-2.2%
6 月	34.1%	27.5%

來源:彭博

過去一年股價



來源: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，招银国际则预测

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，招银国际则预测

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，招银国际则预测

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
应付账款周转天数	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，招银国际则预测

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。報告所載數據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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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信息，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。接收本報告之行為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。