



公司报告

超威动力(915 HK)

2013年3月28日

公司评级: 买入

目标价: HK\$4.14

主要数据

股价 (HK\$)	3.77
上行空间 (%)	9.8
52 周高/低(HK\$)	4.75/ 3.16
发行股数 (百万)	1,005
市值 (HK\$百万)	3,769
30-天平均成交额(HK\$百万)	18.9
审计师	德勤
大股东 (%):	
周明明*	27.2
周龙瑞#	3.75

* 董事会主席, #执行董事

来源: 公司和彭博

2012 财年收入组成 (%)

铅酸电池产品	97.1
电动自行车电池	89.4
电动汽车和存储电池	7.7
其他	3.0

来源: 公司

股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	(14.7)	(12.9)
3 个月	(6.7)	(5.7)
6 个月	(13.4)	(19.6)

*相对于恒指

来源: 彭博

1 年股价表现



来源: 彭博

分析员

李凯怡

电话: (852) 2147 8809

电邮: lisalee@abci.com.hk

下调 2013 财年每股盈利, 但维持买入评级

业绩符合预期: 2012 财年, 超威录得收入 Rmb9,559.4 百万, 同比上升 93.8%。收入增长的主要原因在于销量上升。期间, 销量同比增加 102%, 铅酸电池的销量达到 86.7 百万。净利润同比增加 9.0% 至 Rmb496.3 百万, 由于 2 月 25 日集团已经公布了盈喜, 该利润符合预期。4 季度利润率的大幅压缩是导致净利润增长相对缓慢的原因, 下半财年的毛利率从上半年的 27.4% 下降到 14.1%。

尽管毛利率下滑, 资产负债表健康: 2012 财年, 库存周转时间从上一财年的 79 天下降到 55 天。于上年 9 月发行了 Rmb633 百万的可转债后, 净负债率从上半财年的 53.9% 下降到 29.6%。由于净营运现金流入同比上升了 13.2% 至 Rmb635 百万, 我们相信集团并不存在现金短缺的问题, 而发行可转债更多的是为了提高长债的比例。2012 财年, 短期债务和长期债务(包括可转债)的比例从上一财年的 87% 下降到 65%, 我们相信债务结构改善对集团的长期发展更为有利。2013 财年的资本开支预计为 Rmb600-700 百万。我们相信, 2013 财年集团具有资金实力达到产能同比增长 30% 至 120 百万的目标。

前景: 超威和其对手天能动力(819)是行业内最大两家生产商, 它们的快速扩张导致了行业的供过于求。为了保持龙头地位, 超威并没有选择降低价格而是给分销商提供销售返点的方式刺激销售, 4 季度返点最高达 8%, 因此导致期内毛利率的大幅下挫。据估计, 2012 年这两家生产商的市场份额从 2011 年的 50% 上升到 60%。但是, 鉴于销售返点比例之高, 我们判断这两家龙头企业生产的产品和同业相比没有很大的差异性。据管理层透露, 除了今年 1 月份价格轻微上升(~3%), 1 季度行业并没有见到大的改善。我们预期要到 2014 年新的行业标准生效的时候, 这两大生产商才可以利用它们的龙头地位。2013 财年, 超威的净利润增长将主要由 20% 的销量增长带动。由于毛利率下跌, 我们调低其每股盈利 19.0% 至 Rmb0.4732。同时, 基于 7 倍 FY13 PE, 将目标价从 HK\$5.50 降低至 HK\$4.14。鉴于目前较低的估值和 5.0% 的股息收益率 (FY13 DPS: Rmb0.148), 我们维持“买入”评级。

业绩和估值

财年截至 31/12	FY10A	FY11A	FY12A	FY13F	FY14F
收入 (Rmb 百万)	3,224.8	4,932.0	9,559.4	10,820.2	12,816.5
同比变化 (%)	32.5	52.9	93.8	13.2	18.5
净利润 (Rmb 百万)	268.2	455.3	496.3	546.3	664.1
同比变化 (%)	32.8	69.8	9.0	10.1	21.6
每股摊薄盈利 (Rmb)	0.3100	0.4529	0.4937	0.4732	0.5753
同比变化 (%)	14.8	46.1	9.0	-4.2	21.6
每股资产净值	1.3662	1.7386	2.1556	2.4741	2.9375
市盈率 (x)	-	6.66	6.11	6.37	5.24
市净率 (x)	-	1.73	1.40	1.22	1.03
平均资产回报率(%)	13.08	12.63	8.53	6.96	7.46
平均股本回报率(%)	39.05	52.10	34.86	33.34	30.27
净负债率(%)	-2.49	14.55	29.60	24.35	44.08

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券



权益披露

分析员，李凯怡，作为本研究报告全部或部分的主要撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所作的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何及相关权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，可能会向本报告提及的任何公司收取任何财务权益。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.0

基准指数指恒生指数

免责声明

该报告只为客户使用，并只在此情况下或许分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2013 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何形式分发

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司

电话：(852) 2868 2183