



## 铅酸电池行业

### 主要数据

FY13 平均市盈率(倍)	4.30
FY12 平均市账率(倍)	0.59

来源: 彭博, 农银国际证券

### 2012 财年净利润 (人民币百万)

天能动力	709.4
超威动力	619.9
理士国际	71.6
光宇国际	-32.3
飞毛腿	-192.6

来源: 公司

### 平均股价表现(%)

	绝对	相对 <sup>1</sup>
1 个月	(21.8)	(8.5)
3 个月	(19.5)	(10.6)
6 个月	(24.5)	(14.6)

1: 相对于恒指

来源: 彭博

### 1 年股价表现



来源: 彭博

### 研究员

李凯怡

电话: (852) 2147 8809

电邮: [lisa.lee@abci.com.hk](mailto:lisa.lee@abci.com.hk)

### 盈利警告

在铅酸电池行业两大市场领导者天能和超威均发出盈利警告之后, 我们和天能管理层举行了电话会议。鉴于 1 季度的价格反弹趋势未能持续, 我们调低天能的每股盈利 40%至人民币 0.4275 元, 并降级至“持有”。至于超威, 我们正“重估”其评级。

**市场龙头发出盈利警告:** 超威和天能公布 2013 年上半年的业绩。他们表明, 净利润的大幅下跌是由于去年 4 季度以来的激烈竞争令销售价格下降所致。尽管 1 季度天能和超威的毛利润率分别从历史低位 6.8%和 4.0%反弹至 14.7%和 17.1%, 鉴于这两家龙头公司在 2013 年仍然在扩张产能, 我们认为这种上升趋势将不能持续, 而铅价格的持续下跌给销售价格的进一步下调提供了空间。

**供过于求:** 2012 年, 就销售收入而言, 超威和天能占中国市场 55%的份额。尽管面临着价格下跌, 天能和超威计划在 2013 年分别同比提高产能 20%和 30%至 106 百万和 120 百万件。天能管理层指, 集团今年上半年的产能利用率超过 90%。除了产能会增加 20%, 他们将继续通过 OEM 来生产部分电池, 我们预计这部分电池占其 2013 年总销售的 18%。我们认为, 这两家市场龙头持续的产能扩张将继续给行业造成价格压力。

今年 1 季度, 超威和天能的净利润率分别低至 4.0%和 3.4%, 而 2012 年分别为 5.2%和 7.2%。管理层指, 目前一些小的厂商在亏损。因此, 我们之前曾假设处于历史低位的利润率水平会另令一些低效率的厂商被迫退出市场, 销售价格因而有望稳定下来。然而, 近期铅价的下降延长了行业整合的时间, 其给销售价格的进一步下调提供了空间, 而且会令收入增长继续受压。占生产成本 65%以上的铅价, 在今年 2 季度下降了 3.4%或年初至今下降了 5.8%。

**管理层误判:** 由于管理曾对其产品的市场需求判断错误, 导致了主要厂商之间的价格战。这种判断失误导致了他们产能的过度扩张。超威 6 月 11 号公布在江苏扩大产能, 而 6 月 13 号就发布业绩盈警。我们质疑其公司管治, 为什么市场竞争已经伤害了盈利却还要扩大产能。激烈的竞争已经是市场大幅供过于求的信号。鉴于业绩差, 银行今年晚些时候可能不会更新给他们的贷款期或减少贷款额。预计天能和超威的信贷风险将会攀升, 市场对他们股票的风险溢价的要求将不可避免地随之增加。

**估值:** 鉴于行业整合的时间延长, 我们调低 2013 年天能的销售价格 4%, 下调 2013 年每股盈利 40%至人民币 0.4275 元。基于 2013 年预测的市盈率 7 倍, 我们将其目标价从 6.22 港元下调至 3.75 港元。至于超威, 我们会等待进一步的更新信息, “重估”其评级。

充电电池行业在过去 1、3 及 6 个月均跑输大市。市场对其前景持悲观态度。天能和超威的盈利警告证实了市场悲观预期的正确性。而且, 天能和超威可能在即将到来的中期或年度业绩中削减股息, 令股息投



资者失望。在可再生能源领域，包括充电电池行业、太阳能行业、风电行业和水电行业，资金可能会倾向于停留在后两个行业，因为在中短期内它们的前景相对较明亮。

### 行业内公司估值

公司	代码	股价 HK\$	评级	目标价 HK\$	12 市盈率 倍	13 市盈率 倍	市账率 倍	股息率 %
天能动力	819	3.28	持有	3.75	4.1	6.1	0.92	4.94
超威动力	951	2.69	重估	-	4.3	3.8	0.99	5.08
理士国际	842	0.83	-	-	13.1	3.0	0.37	1.76
光宇国际	1043	2.00	-	-	-	-	0.39	0.00
飞毛腿	1399	0.39	-	-	-	-	0.29	0.00

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做出的观点，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权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

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

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数恒指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

### 免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。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、复制或以任何其他形式分发

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