



### 主要数据

FY13 平均市盈率(倍)	4.93
FY13 平均市账率(倍)	1.37

来源: 彭博, 农银国际证券

### 2012 财年净利润 (人民币百万元)

天能动力(819)	709.4
超威动力(951)	619.9
理士国际(842)	71.6
光宇国际(1043)	-32.3
飞毛腿(1399)	-192.6

来源: 公司

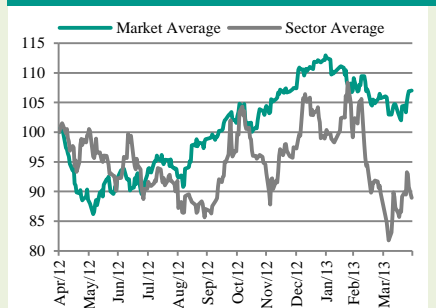
### 平均股价表现(%)

	绝对	相对 <sup>1</sup>
1 个月	(0.9)	1.2
3 个月	(11.9)	(5.4)
6 个月	(7.3)	1.2

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: [lisalee@abci.com.hk](mailto:lisalee@abci.com.hk)

## 铅酸电池行业

### 1 季度业绩点评

天能和超威公布了其主要业务板块 1 季度的表现, 数据显示毛利率的强劲复苏。因为小规模产商或需要升级设备而关闭一部分产房, 我们判断毛利率复苏的趋势在下半年将会持续。鉴于较低的估值和高股息收益率, 我们维持对超威的“买入”评级。而对于天能, 由于近期的负面新闻我们正在重估其评级。

**收入增长现差异:** 就收入而言, 1 季度超威已经超过天能成为最大的铅酸电池厂商。1 季度, 天能的收入按季度环比下跌 11.2% 至 2,688.5 百万元(人民币, 下同), 而超威则环比上升了 12.1% 至 2,893.3 百万元。

**毛利率现复苏趋势:** 尽管收入增长出现了分歧, 1 季度两家公司的毛利率都出现了好转的迹象。期内, 主要由于价格在年初上升 5%, 天能/超威的毛利率从去年 4 季度的历史低位 6.8%/4.0% 反弹到 14.7%/17.1%。我们认为, 毛利率持续反弹的迹象可能标志着上年 4 季度价格战的结束。去年 4 季度, 天能和超威为了从小生产商争夺市场份额提高了销售返点。由于毛利率反弹, 1 季度天能/超威的净利润环比上升了 21.5%/140.3% 至 106.7/110.4 百万元。

**估值:** 按照 1 季度业绩估算的天能/超威年化收入为 10,754/11,573 百万元, 基本上符合我们的预测值 10,400/10,820 百万元。尽管这两家市场龙头 1 季度的毛利率仍然低于我们全年的预测值 20%, 我们预期毛利率将会持续回升而达到我们的预测水平。我们判断毛利率会持续复苏的理由在于, 我们预期销售返点会减少、OEM 比例降低和为了满足 2014 年 1 月的新生产标准小规模产商或需要升级设备而关闭一部分产房近而带来更均衡的供求关系。

鉴于较低的估值和高股息收益率, 我们维持对超威的“买入”评级, 我们的目标价是 4.14 港元, 代表 7 倍的 2013 年预测市盈率, 每股股息为 0.148 元(除息日: 6 月 10 日)。我们之前对天能的评级为买入, 但是鉴于它被剔除出符合环保标准的铅酸蓄电池生产商名单(由中国环保部在 4 月 16 日宣布)加上其江苏厂房的重污染的负面新闻, 我们正在重估其评级。

### 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	4.79	重估	-	6.0	5.4	1.14	5.00
超威动力	951	3.64	买入	4.14	5.9	6.2	1.35	5.08
理士国际	842	1.03	-	-	16.2	3.7	0.46	1.42
光宇国际	1043	2.21	-	-	-	-	0.43	0.00
飞毛腿	1399	0.37	-	-	-	-	0.27	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，可能向本报告提及的某些公司收取任何补偿或委托。

### 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