



2013年8月28日
市场焦点
评级: 买入
目标价: 4.52 港元

股价 (港元) 3.63
预测股价上升空间 24.51%
预测股息率 6.13%
预测总投资回报 30.64%

最近评级&目标价 买入: 4.52 港元
日期 2013年7月25日

分析师: 李凯怡
电话: (852) 2147 8809
电邮: lisalee@abci.com.hk

主要数据

52 周高/低价(港元)	4.61/2.38
发行股数 (百万)	1,005.3
市值 (百万港元)	3,669.3
3 个月日均成交额(百万港元)	9.90
主要股东 (%):	
周明明*	41.48
瑞信	5.68

*董事会主席
来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

2013 年上半年收入组成 (%)

铅酸电池产品	
电动自行车电池	81.2
存储电池	0.2
电动汽车电池	12.4
锂电池	0.5
其他	5.7
总计	100.0

来源: 公司, 农银国际证券

股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	0.0	0.1
3 个月	0.8	3.6
6 个月	(3.4)	(1.0)

*相对于恒指
来源: 彭博, 农银国际证券

1 年股价表现(港元)



来源: 彭博

超威动力 (915 HK) 下半年利润率好转; 维持“买入”评级

- 超威公布 2013 年上半年的净利润同比下跌 32.9%至 2.162 亿。由于超威早在 6 月 13 日已发布了盈警, 所以虽然业绩表现差, 但是在市场预料之内。
- 我们预计在经过 7 月份的三次涨价后, 集团毛利率将在今年下半年有所改善。但是, 在旺季结束后的 4 季度, 我们预期价格会下降。
- 负债率继续上升。今年 6 月底, 净负债率从去年底的 53.6%和去年 6 月底的 60.3% 上升至 73.6%。
- 维持买入评级, 按 7.0 倍的 2013 年预测市盈率设目标价 4.52 港元。

上半年业绩差, 但在预期之内。 受益于铅酸动力电池销售的大幅增长, 超威公布上半年收入同比增长 53.3%至 64.506 亿元(人民币, 下同)。但是由于销售均价大幅下跌, 毛利率缩小, 导致净利润同比下跌 32.9%至 2.162 亿。该业绩虽然差于预期, 但超威早在 6 月已发布了盈警, 所以是市场预期之内。

鉴于近期价格反弹, 料下半年毛利率将反弹。 始于去年下半年的价格竞争是导致今年上半年业绩表现差的主要原因。2013 年上半年, 铅酸动力电池的平均售价从 2012 年的每支 110 元下降至 103 元。此外, 订单的大幅上升也促使超威更多的使用 OEM 生产, 毛利率也因此受压。上半年, OEM 产量占总产量的 25%, 而 2012 年仅为 11%-12%。期内, 毛利率从 2012 年的 19.8%下降至 15.2%。但是经历了今年 7 月的一系列提价后, 我们估计销售均价已经上升至每支 124.5 元, 比提价前上升了 20.8%。在 3 季度余下的时间里, 我们相信平均售价将保持平稳, 但在旺季结束后的 4 季度价格有望下降。我们估计 2013 年全年集团的毛利率为 20.4%。

产能扩张将刺激负债率上升。 今年 6 月底, 净负债(包括可转债和短期融资券)对股东权益比率上升至 73.6%, 而去年底和去年 6 月底分别为 53.6%和 60.3%。借款的增加导致融资成本急剧上升。今年上半年, 总债务比去年底上升 12.8%至 26.09 亿, 期内集团的融资成本同比上升 59.2%至 83.9 百万。由于集团将继续扩大产能, 我们担心借贷可能继续增加。管理层预期铅酸动力电池的年产能将达到 1.2 亿, 同比增长 33%; 同时, 2013 年下半年的资本开支为 3.0 亿(上半年为 3.5 亿元)。

维持“买入”评级。 为反映近期价格上升, 我们已于 7 月 25 日将超威 2013 年的每股盈利提高了 7.4%至 0.5095 元。该股目前的 2013 年预测市盈率为 5.62 倍。我们维持买入评级, 设目标价 4.52 港元, 即 2013 年预测市盈率为 7.0 倍。

风险因素: 1) 高负债; 2) 股价波动; 3) 交易的流动性; 4) 近期的价格走势显示了由于季节性, 导致销售均价具有较高的波动。

业绩和估值

财年截至31/12	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收入 (百万元人民币)	3,224.8	4,932.0	9,559.4	11,444.4	14,145.3
同比变化(%)	32.49	52.94	93.82	19.72	23.60
净利润 (百万元)	268.2	455.3	496.3	510.0	588.2
每股盈利 (元)	0.3100	0.4529	0.4300	0.5095	0.6259
同比变化(%)	14.81	46.11	-5.08	18.51	22.83
每股净资产 (元)	1.3662	1.7386	2.1556	2.5033	3.0074
同比变化(%)	50.64	27.26	23.99	16.13	20.14
市盈率 (倍)	-	6.32	6.66	5.62	4.58
市账率 (倍)	-	1.65	1.33	1.14	0.95
资产回报率 (%)	39.0	52.1	34.8	35.6	32.4
股本回报率 (%)	13.1	12.6	8.5	7.4	7.8
每股股息(元)	0.080	0.136	0.148	0.176	0.216
股息收益率 (%)	4.27	5.22	4.59	6.13	7.53
净负债率 (%)	Net cash	12.7	53.5	69.6	57.2

来源: 彭博, 农银国际证券预测



1: 超威 2013 年上半年业绩

利润表	1H13	2H12	1H12	环比变化	同比变化	评论
	人民币百万	人民币百万	人民币百万	(%)	(%)	
营业额	6,451	5,351	4,209	20.6	53.3	增长主要由于二手市场销售上升带动, 期内二手市场销售同比上升 93.6%至 43.89 亿, 一手市场下降 10.6%至 18.94 亿。
销售成本	(5,470)	(4,597)	(3,067)	19.0	78.3	
毛利	980	753	1,141	30.1	(14.1)	
毛利率 (%)	15.2	14.1	27.1	1.1ppt	(11.9)ppt	由于价格竞争, 毛利率自 2012 年下半年以来有所下降
其他收入及收益	46	32	17	44.0	165.8	
销售及分销成本	(210)	(102)	(295)	106.3	(28.6)	
行政开支	(198)	(190)	(149)	3.9	32.4	
研发成本	(180)	(163)	(151)	10.2	19.3	
其他费用	(16)	(22)	(9)	(24.5)	77.2	
出售资产收益	0	0	0	-	-	
应占联营公司利润	(18)	(20)	0	(8.4)	-	
EBIT	404	289	555	39.9	(27.1)	
EBIT 利润率 (%)	6.3	5.4	13.2	0.9ppt	(6.9)ppt	
财务费用	(84)	(38)	(53)	119.0	59.2	由于债务总额增加而大幅上升
税前利润	320	251	502	27.8	(36.2)	
税费	(68)	(35)	(98)	95.8	(30.3)	
税后利率	252	216	404	16.9	(37.6)	
少数股东权益	(36)	(42)	(82)	(13.5)	(56.2)	
归属公司股东利润	216	174	322	24.1	(32.9)	
净利润率 (%)	3.4	3.3	7.7	0.1ppt	(4.3)ppt	

收入组成

铅酸电池产品						
电动自行车电池	5,236	4,705	3,838	11.3	36.4	
存储电池	14	32	11	(55.1)	28.7	
电动汽车电池	801	424	310	89.0	157.9	
锂电池	31	29	1	5.2	2,481.8	
其他	369	161	48	129.1	675.8	
总计	6,451	5,351	4,209	20.6	53.3	
铅酸电池产品						
电动自行车电池	81.2	87.9	91.2	6.8	3.3	
存储电池	0.2	0.6	0.3	0.4	(0.3)	
电动汽车电池	12.4	7.9	7.4	(4.5)	(0.5)	
锂电池	0.5	0.5	0.0	0.1	(0.5)	
其他	5.7	3.0	1.1	(2.7)	(1.9)	
总计	100.0	100.0	100.0	0.0	0.0	

资产负债表	30/6/13	31/12/12	30/6/12	环比变化	同比变化	评论
	人民币百万	人民币百万	人民币百万	(%)	(%)	
债务总额	2,609	2,312	1,941	12.9	34.5	
现金	618	905	550	(31.8)	12.2	
债务净额	1,992	1,407	1,390	41.6	43.2	
净负债率	73.6%	53.6%	60.3%			

主要指标

流动比率	1.1	1.2	1.0		
存货周转天数	47.3	54.5	56.4		
应收账款周转天数	12.8	9.8	5.7		
应付账款周转日	47.5	44.3	42.5		

来源:公司,农银国际证券预测



综合利润表(2010A-2014E)

财年截至31/12 (人民币百万)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
收入	3,224.8	4,932.0	9,559.4	11,444.4	14,145.3
销售成本	(2,377.0)	(3,526.0)	(7,664.7)	(9,110.3)	(11,299.7)
毛利	847.7	1,406.0	1,894.8	2,334.1	2,845.5
其他收入及收益	53.6	26.7	49.5	68.7	84.9
销售及分销成本	(309.3)	(236.2)	(396.7)	(492.1)	(594.1)
行政开支	(116.8)	(222.9)	(339.3)	(412.0)	(509.2)
研发成本	(51.4)	(182.7)	(314.4)	(377.7)	(466.8)
其他费用	(33.1)	(37.0)	(30.7)	(34.3)	(42.4)
出售资产收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应占联营公司利润	0.0	0.0	(19.6)	0.0	0.0
EBIT	390.7	753.9	843.5	1,086.7	1,317.8
财务费用	(20.8)	(43.0)	(91.0)	(166.9)	(183.9)
税前利润	369.9	710.9	752.5	919.8	1,134.0
税费	(66.8)	(121.1)	(132.5)	(162.8)	(204.1)
少数股东权益	(34.9)	(134.5)	(123.6)	(168.8)	(207.4)
归属公司股东利润	268.2	455.3	496.3	588.2	722.5
折旧摊销	42.2	63.6	113.8	145.4	175.6
EBITDA	432.9	817.4	957.4	1,232.1	1,493.5
股息	80.4	136.7	148.8	176.5	216.7
已发行股份数目 (百万)	1,005.3	1,005.3	1,005.3	1,005.3	1,005.3
可发行股数(可转债) (百万)	-	-	149.1	149.1	149.1
全面摊薄股数(百万)	1,005.3	1,005.3	1,154.4	1,154.4	1,154.4
每股价值 (人民币元)					
全面摊薄每股盈利	0.3100	0.4529	0.4300	0.5095	0.6259
新业务价值	1.3662	1.7386	2.1556	2.5033	3.0074
每股派息	0.0800	0.1360	0.1480	0.1755	0.2156

来源:公司,农银国际证券预测

主要比率 (2010A-2014E)

财年截至31/12	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
盈利能力指标 (%)					
毛利率	26.29	28.51	19.82	20.40	20.12
EBITDA 利润率	13.42	16.57	10.01	10.77	10.56
EBIT 利润率	12.12	15.28	8.82	9.50	9.32
EBT 利润率	11.47	14.41	7.87	8.04	8.02
净利润率	8.32	9.23	5.19	5.14	5.11
平均资产回报率	13.08	12.63	8.53	7.37	7.84
平均股本收益率	39.05	52.10	34.86	35.58	32.42
成本率 (%)					
销售及分销成本/收入	(9.59)	(4.79)	(4.15)	(4.30)	(4.20)
管理费用/收入	(3.62)	(4.52)	(3.55)	(3.60)	(3.60)
研发费用/收入	(1.59)	(3.70)	(3.29)	(3.30)	(3.30)
实际税率	(18.05)	(17.03)	(17.61)	(17.70)	(18.00)
杠杆比率 (倍)					
流动比率	2.05	1.30	1.17	1.15	1.18
速动比率	1.38	0.91	0.79	0.76	0.80
净债务/权益总额	(2.5)	12.7	53.6	69.6	57.2
营运资金周期 (天)					
存货周转天数	84.2	78.8	54.5	60.0	60.0
应收账款周转天数	4.6	11.1	9.8	20.0	20.0
应付账款周转天数	44.0	48.7	44.3	52.0	52.0

来源:公司,农银国际证券预测



综合资产负债表 (2010A-2014E)

财年截至31/12 (人民币百万)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
固定资产投资	613.7	1,145.7	2,274.7	2,798.6	3,276.2
预付租赁款项	67.3	126.2	193.2	119.5	115.5
其他	86.7	253.2	411.4	411.4	411.4
非流动资产	767.7	1,525.1	2,879.3	3,329.5	3,803.1
存货	626.6	895.9	1,392.9	1,781.6	1,933.4
贸易应收款	61.9	237.0	277.4	909.3	640.9
应收票据	593.2	736.6	1,001.4	1,305.2	1,795.1
预付款项及其他应收款	157.6	128.0	419.3	800.2	750.0
应收关联方的款项	0.3	0.2	16.9	16.9	16.9
预付租赁款项 (即期部分)	1.5	2.7	4.1	4.0	4.0
货币市场基金	0.0	0.0	20.0	20.0	20.0
受限制银行存款	0.2	150.9	201.3	201.3	201.3
银行结余及现金	477.8	844.8	905.4	203.2	683.4
流动资产	1,919.1	2,996.1	4,238.6	5,241.7	6,044.9
应付贸易账款	353.6	588.0	1,271.7	1,636.8	1,582.8
应付票据	0.0	37.6	8.5	8.2	22.8
其他应付款项	269.8	413.5	522.0	750.8	797.1
应付关联方款项	0.0	9.0	29.9	29.9	29.9
应缴所得税	33.7	37.5	32.7	32.7	32.7
应付股利	32.5	0.0	0.0	0.0	0.0
规定	80.0	125.1	246.4	291.0	346.2
银行借款 (一年内到期)	167.8	1,094.0	1,512.1	1,800.0	2,300.0
其他借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债	937.2	2,304.7	3,623.2	4,549.5	5,111.5
融资租赁项下的义务	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
递延所得税	16.8	51.1	68.1	68.1	68.1
递延所得税负债	0.7	8.0	0.6	0.6	0.6
银行借款 (一年后到期)	276.0	156.0	236.0	236.0	236.0
可换股债券			563.8	563.8	563.8
非流动负债	293.6	215.1	868.5	868.5	868.5
总资产	2,686.8	4,521.2	7,117.9	8,571.2	9,848.0
净资产	1,455.9	2,001.5	2,626.2	3,153.2	3,868.0
资本及储备:					
实收资本/股本	68.1	68.1	68.1	68.1	69.1
储备	1,305.3	1,679.7	2,098.9	2,448.4	2,954.1
归属公司股东的权益	1,373.4	1,747.8	2,167.0	2,516.5	3,023.3
少数股东权益	82.5	253.7	459.1	636.7	844.8
总权益	1,455.9	2,001.5	2,626.2	3,153.2	3,868.0

来源:公司,农银国际证券预测

综合现金流量表(2010A-2014E)

财年截至31/12 (人民币百万)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
EBITDA	432.9	817.4	957.4	1,232.1	1,493.5
(增加)/存货减少	(158.8)	(237.4)	(421.6)	(388.7)	(151.7)
(增加)/应收账款减少	(521.1)	(271.7)	(509.2)	(1316.7)	(171.1)
(增加)/减少, 票据及其他应收款	255.7	320.6	636.2	593.7	6.8
其他	33.1	78.7	161.5	43.1	53.6
(所用)/产生的经营现金	41.8	707.6	824.3	163.4	1231.0
已付所得税	(83.2)	(147.0)	(189.1)	(162.8)	(204.1)
经营活动产生的现金流量	(41.3)	560.6	635.2	0.6	1,026.9
投资活动产生的现金流量	(301.9)	(811.5)	(1,318.0)	(647.3)	(646.0)
筹资活动产生的现金流量	670.2	617.9	743.5	(55.5)	99.4
现金及现金等价物净(减少)/增加	326.9	367.0	60.7	(702.2)	480.3
期初现金及现金等价物	150.8	477.8	844.8	905.4	203.2
期末现金及现金等价物	477.8	844.8	905.4	203.2	683.4

来源:公司,农银国际证券预测



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寻求投资银行服务并收取财务费用。

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