



# 公司报告

## 天能动力(819 HK)

2013年3月20日

### 公司评级: 买入 目标价: HK\$6.22

#### 主要数据

股价 (HK\$)	5.55
上行空间 (%)	12.1
52 周高/低(HK\$)	6.71/ 3.70
发行股数 (百万)	1,099
市值 (HK\$百万)	6,101
30-天平均成交额(HK\$百万)	18.9
审计师	德勤
大股东 (%):	
张天任	37.1
Deutsche Bank	7.0
Pinpoint Capital Management	69.0

来源: 公司和彭博

#### 2012 财年收入组成 (%)

铅酸电池产品	97.9%
电动自行车电池	93.4%
储能电池	0.6%
纯电动汽车电池	4.0%
其他用途电池	0.0%
镍氢及锂电池产品	1.0%
电极板	0.4%
其他	0.7%

来源: 公司

#### 股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	1.5	7.6
3 个月	9.7	12.8
6 个月	20.7	14.1

\*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: [lisaalee@abci.com.hk](mailto:lisaalee@abci.com.hk)

### 下调 2013 年每股盈利,但维持买入评级

OEM 生产使用的增加给毛利率带来更大的压力, 集团 2012 财年的业绩因而略逊预期。同时, 杠杆攀升, 净负债率至 47.8%。2012 下半年财年, 集团两次通过债券市场融资, 而今年 3 月 19 日公布计划会再发行优先票据。这些举措令股本融资风险降低, 盈利的摊薄风险也因而下降。鉴于平均销售价格的下降和较高的单位生产成本, 我们将 2013 财年的每股盈利(EPS)下调 6%至 Rmb0.7106。基于 7 倍 FY13 PE, 将目标价从 HK\$6.50 削减 HK6.22, 但是维持买入评级。

**业绩略逊预期:** 2012 财年, 天能的收入同比上升 81.8%达到 HK\$9,887.6 百万; 而净利润同比上升了 15.2%至 HK\$709.4 百万。由于更多地使用 OEM 生产, 2012 财年第四个季度的单位生产成本高于预期, 近而导致其 2012 财年的净利润比市场预期低 5.4%。2012 财年, 铅酸蓄电池的销售价格下跌了 11.0% 至 Rmb104.4, 毛利率从上一财年的 26.4% 下跌到了 18.8%。除了销售价格下滑, OEM 生产令集团毛利率在 2012 下半年财年承受了更大的压力。期内的毛利率从上半财年的 23.0% 下滑 6.88%至 16.1%。

**财务健康状况引发关注:** 现金循环周期上升了 15 天至 129 日, 经营现金流净值跌至负数(2012 财年为 -Rmb172.1 百万, 而 2011 财年为 Rmb412.2 百万)。2012 上半财年, 净负债率从 2011 财年的 22.1% 上升到 53.1%, 但是下半年财年则见到轻微改善, 在 2012 财年底跌至 47.8%。下半年财年改善的原因是由于在 2012 年 7 月和 9 月分别发行了 Rmb80 百万和 Rmb400 百万的票据。此外, 在今年 3 月 19 日集团公布计划会再发行优先票据来偿还债务和支持资本开支。

**估值:** 我们认为, 平均销售价格的下降主要是由于天能和超威这两大市场领导者积极扩充产能, 他们愿意 100% 开工甚至增加 OEM 生产的使用来尝试提高市场份额。我们相信, 只有到 2014 年, 当迫使低效率小生产商退出的新行业标准生效, 这两大龙头企业才有可能大幅提高销售价格。我们预期 2013 年天能的增长较慢, 该增长将主要来自 20% 的销量增加和 OEM 生产比例减少带来的毛利率的轻微改善。但是, 鉴于平均销售价格的下降和较高的单位生产成本, 我们将 2013 财年的 EPS 下调 6%至 Rmb0.7106, 基于 7 倍 FY13 PE, 将目标价从 HK\$6.50 削减至 HK6.22。

#### 业绩和估值

财年截至 31/12	FY10	FY11	FY12	FY13F	FY14F
收入 (HK\$ 百万)	3,752.8	5,438.3	9,887.6	10,400.0	12,318.8
同比变化 (%)	66.4%	44.9%	81.8%	5.2%	18.5%
净利润 (HK\$百万)	346.3	615.9	709.4	790.0	963.9
同比变化 (%)	27.9%	77.9%	15.2%	11.4%	22.0%
FD EPS (HK\$)	0.2993	0.5630	0.6384	0.7109	0.8674
同比变化 (%)	23.1%	88.1%	13.4%	11.4%	22.0%
NBV (HK\$/股)	1.8057	2.2944	2.8402	3.3669	4.0280
PE (x)		7.89	6.96	6.25	5.12
PB (x)		1.94	1.56	1.32	1.10
ROAA (%)	12.96%	15.66%	12.62%	10.25%	9.42%
ROAE (%)	19.03%	27.64%	25.78%	23.56%	23.71%
净负债率(%)	2.85%	22.05%	47.84%	41.33%	45.18%

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 $< 1.0$

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