



# 每日焦点

# 铅酸电池行业 2013年7月25日

### 主要数据

FY12 平均市盈率(倍)	6.13
FY12 平均市账率(倍)	0.66

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

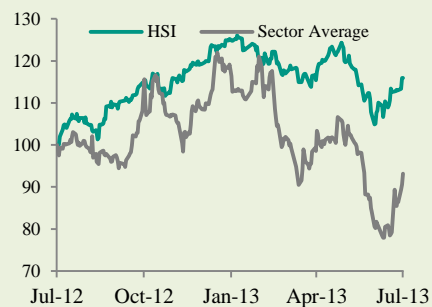
### 平均股价表现(%)

	绝对	相对 <sup>1</sup>
1 个月	(17.6)	7.2
3 个月	(9.6)	(8.2)
6 个月	(18.0)	(10.7)

1: 相对于恒指

来源: 彭博

### 1 年股价表现



来源: 彭博

## 价格上升引发反垄断的忧虑

尽管近期一系列的价格上升令天能(819 HK)及超威(951 HK)股价反弹,但我们相信行业的反转还未到来。同时,我们也担心这两家龙头企业制定价格的行为将触发国家发改委的反垄断调查。我们维持对天能的持有评级和超威的买入评级,目标价分别为 4.45 港元及 4.46 港元,目标价对应的 2013 年预测市盈率均为 7.0 倍。

**市场龙头 7 月提价:** 7 月 24 日天能提价,这是其在同一个月内第四次加价。我们相信超威将很快跟随其加价。这两家公司在今年 7 月 10-20 日连续加价三次。加价后,我们估计天能/超威的电池价格将提高 20%/18% 至人民币 110/124.5 元/支。两家龙头公司相继提价的原因如下, i)短期需求提振, 3 季度是行业通常的需求旺季 ii) 今年上半年的价格疲软迫使一些小的厂商退出市场。但是,我们预计 4 季度需求下降加上利润改善令很多小厂商重新开工,因此,对价格上升趋势能否维持到 4 季度我们持怀疑态度。

**我们的忧虑:** 今年 2 月份的茅台、五粮液案例和 6 月份对配方奶粉的反垄断调查均显示近期发改委已经开始采取更积极的措施促进反垄断法在产品定价方面的实施。因此,我们担心这一系列的价格上升和占据市场份额达 60% 以上的天能和超威的价格制定权将引发类似的调查。

**估值和建议。** 鉴于在需求旺季高于预期的价格反弹,我们提高天能和超威的销售价格假设一将 2013 年天能的销售价格提高至人民币 95 元/支,而超威至人民币 110 元/支。相应的,2013 年天能的每股盈利上升 18.9% 至人民币 0.4275 元,我们将其目标价从 3.75 港元提高至 4.45 港元,维持持有评级;2013 年超威的每股盈利上升 7.4% 至人民币 0.5095 元,我们将其目标价从 4.14 港元提高至 4.54 港元,维持买入评级。鉴于价格的剧烈波动,我们对这两家公司的盈利做了情景分析。数据显示,天能的每股盈利比超威对于销售价格的波动更为敏感,价格每变化 1%,天能每股盈利的变化幅度达 10%,而超威为 5.7%。

图表 1: 天能和超威盈利对价格敏感度分析

	假设	悲观	基本	乐观
天能 (819 HK)	平均销售价格(人民币元/支)	90.0	95.0	100.0
	每股盈利(人民币元)	0.2532	0.5084	0.7637
	按 7.0 倍 2013 年预测市盈率得出目标价	2.22	4.45	6.68
超威 (951 HK)	平均销售价格(人民币元/支)	104.5	110.0	115.5
	每股盈利(人民币元)	0.3625	0.5095	0.6565
	按 7.0 倍 2013 年预测市盈率得出目标价	3.17	4.46	5.74

来源: 农银国际证券

### 研究员

李凯怡

电话: (852) 2147 8809

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



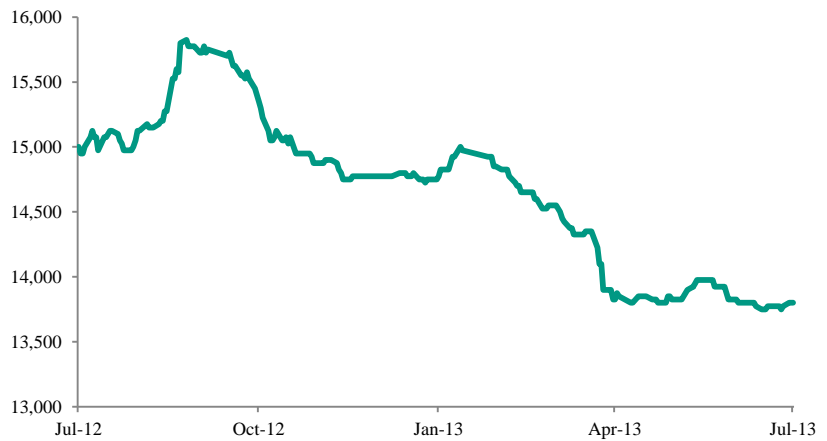
风险因素: 1) 铅价的变化; 2) 股价波动; 3) 交易的流动性; 4) 天能, 超威及理士国际均发布了盈利警告, 相信今年上半年业绩会令人失望; 5) 价格操纵可能引发反垄断调查; 6) 近期的价格上涨存在季节性因素。

图表 2: 行业内主要公司估值

公司	代码	股价	评级	目标价	2012 市盈率	2013 市盈率	市账率	股息率
		HK\$		HK\$	倍	倍	倍	%
天能动力	819	4.16	持有	4.45	5.21	6.55	1.05	4.63
超威动力	951	3.74	买入	4.46	6.06	5.87	1.20	5.87
理士国际	842	0.80	-	-	-	-	0.36	1.82
光宇国际	1043	2.25	-	-	-	-	0.44	0.00
飞毛腿	1399	0.39	-	-	-	-	0.29	0.00

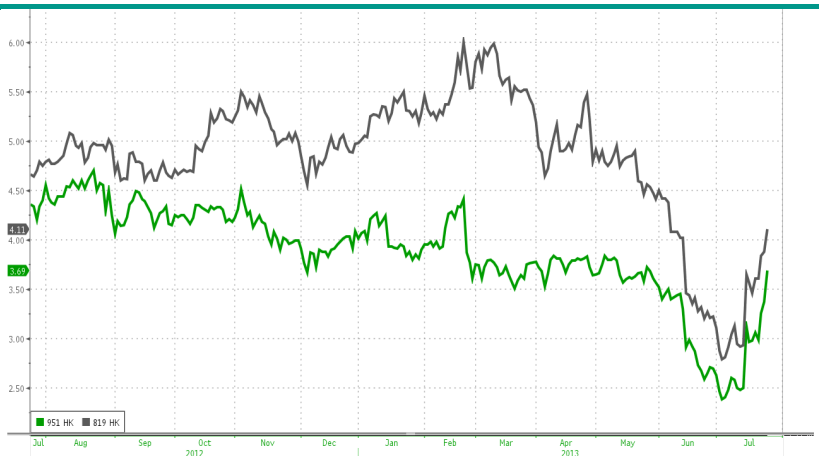
来源: 公司, 彭博, 农银国际证券(Rmb1.0=HK\$1.26)

图表 3: 铅价 (2012 年 7 月 - 2013 年 7 月)



来源: 彭博

图表 4: 天能和超威股价(2012 年 7 月 - 2013 年 7 月)



来源: 彭博



## 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