天能動力（0819）

首發報告

買入

2008 年 11 月 14 日

中國電動自行車鉛酸電池龍頭企業

➢佔領中國電動自行車電池市場 18.6%的市場份額

天能動力 2008 年上半年鉛酸電池占總收入的 97%，在中國電動自行車電池市場佔領 18.6%的市場份額。2008 上半年鉛酸電池銷售收入達到 12.3 億元，預計鉛酸電池全年銷售收入能夠達到 23 億元。

➢二級銷售市場迅速擴張

公司採取獨家經銷商的方式在面向鉛酸電池替換更新的二級市場上迅速擴張，目前在中國約有 464 名獨家分銷商，二級市場占總收入比例已經從 2007 年底 40.2%上升到 57.2%，超過了面向電動自行車製造商的一級市場。

➢中國電動自行車電池需求旺盛

電動自行車市場需求龐大，2007 年中國累計電動自行車數量估計逾 5 千萬輛，市場上大約有 2093 家電動自行車製造商，預計 2012 年電動自行車預期將逾 1.60 億輛。鉛酸電池在該電池市場中佔領 88%的份額，2008 年鉛酸電池市場需求爲 103 億元人民幣，2012 年將達到 279 億元人民幣。

➢鉛價下跌，短期不利，長期看好

鉛的現價 10 月份以來出現急速下跌，10 月初鉛的現價爲 17100 元/噸，目前跌到 10400 元/噸。鉛價下降導致鉛酸電池不斷降價，鑒於對未來繼續降價的預期，下游企業訂貨量有所減少，預計今年收入約爲 24.6 億元，年增速爲 26%，2009 年、2010 年收入增速約爲 9%和 13%；毛利率維持在 23%～24%之間。

➢目標價 1.36 港元，買入評級

我們以 5 倍 PE 作爲 2008 年估值參照，給予天能動力 1.36 港元的目標價，較現價 1.04 港元，具有 30.8%上漲空間，買入評級。

★1 港元=0.88 元人民幣

第一上海研究部

毛力

eric.mao@firstshanghai.com.hk

86755-33331813

86755-33331815

主要資料

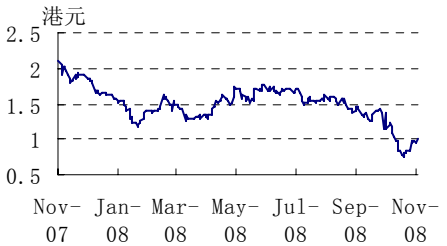
行業	工業製造業
股價	1.04 港元
目標價	1.36 港元（+30.8%）
股票代碼	0819
已發行股本	10 億股
總市值	10.4 億港元
52 周高/低	2.09/0.70 港元
每股淨現值	1.135 港元
主要股東	Prime Leader Global Limited (41.4%)

表：盈利摘要

截止12月31日	06年实际	07年实际	08年预测	09年预测	10年预测
营业额（人民币百万）	1,020	1,954	2,456	2,672	3,009
变动(%)	*N/A*	*92*	*26*	*9*	*13*
净利润（人民币百万）	147.7	202.9	237.8	266.7	317.5
每股盈利（人民币元）	0.20	0.23	0.24	0.27	0.32
变动（%）	*N/A*	*16*	*4*	*12*	*19*
市盈率@1.04港元（倍）	4.7	4.0	3.9	3.4	2.9
每股股息（人民币元）	0.00	0.04	0.07	0.08	0.10
股息现价比率（%）	0.00	4.89	7.79	8.73	10.39

資料來源：公司資訊，第一上海預測

股價表現



資料來源：彭博

目錄

中國鉛酸動力電池龍頭企業 3

中國鉛酸動力電池龍頭企業 3
鉛酸電池占收入的 97% 3
一級與二級市場並舉的分銷模式 4

行業地位與競爭市場 5

在中國自行車動力電池市場佔有率達 18.6% 5
競爭對手 5
潛在替代產品 6

鉛酸電池市場空間預測 7

電動自行車未來幾年將持續增加 7
造就一個龐大的電池市場 7
電動自行車鉛酸電池需求 8

競爭優勢及增長動力 9

競爭優勢 9
未來增長動力 9

財務分析及預測 10

鉛價一路下跌，帶來三方面影響 10
產能預測 11
流動性穩健 11

目標價 1.36 港元，買入評級 13

風險因素 14

主要財務報表 15

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

中國鉛酸動力電池龍頭企業

中國鉛酸動力電池龍頭企業

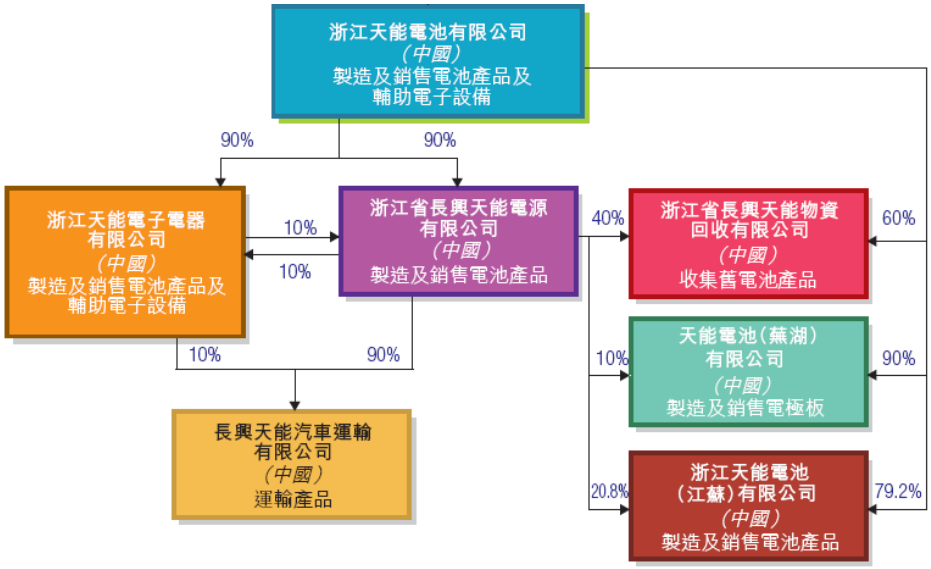
中國鉛酸動力電池龍頭企業，在中國自行車動力電池市場佔有率達 18.6%

天能動力是中國鉛酸動力電池產品的領先生產商， 2007 年 6 月 11 日在香港聯交所主板上市。

公司從事鉛酸、鎳氫及鋰離子等動力電池、電動車用電子電器及風能及太陽能儲能電池的研發、製造和銷售。其主要產品爲鉛酸電池，大部分應用於動力自行車，2007 年在中國自行車動力電池市場佔有率達 18.6%。

公司 2006 年至 2007 年銷售收入分別爲 10 億元、19.5 億元，2008 年上半年銷售收入達到 12.7 億元人民幣。目前擁有 5 個生產廠房，其中三個位於中國浙江省長興縣、一個位於安徽省蕪湖市及一個位於江蘇省沭陽縣。

圖表 1: 公司架構



資料來源：公司資料、第一上海

鉛酸電池占收入的 97%

鉛酸電池是公司的主要產品，占收入的 97%

鉛酸動力電池是公司的主要產品，主要應用於電動自行車，以自有品牌“天能”牌銷售。2007 年鉛酸動力電池產能爲 2 千萬件，銷售收入達到 18.2 億元，占公司總收入的 93.3%；2008 年上半年鉛酸電池銷售收入爲 12.3 億元，占總收入的 97%。

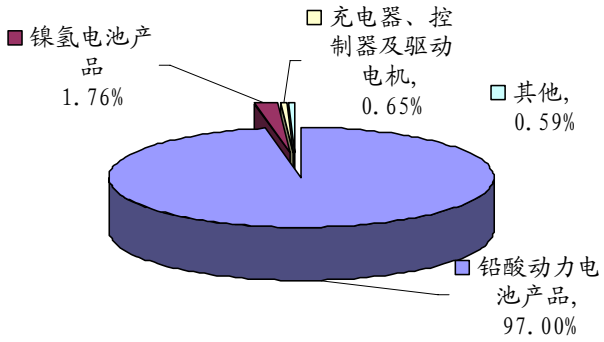
鎳氫電池、鋰離子電池正處於研製中

目前鎳氫電池所占比例僅爲 1.76%，處於研發和小批量生產階段，僅應用於數碼相機等電子設備及手提吸塵機、燈光設備及電鑽等電動工具。此外，鋰離子電池目前處於研發和送驗階段。

充電器、控制器及驅動電機收入僅占總收入的 0.65%，也主要應用於電動自行車。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

圖表 2: 2008 年上半年產品構成



資料來源：公司資料、第一上海

太陽能、風能儲能電池 2009 年初投產

公司還投資太陽能和風能儲能電池，太陽能和風能製造能量時，可以存儲在鉛酸電池中，在缺乏陽光和風速/向改變時，可以持續輸出能量。公司 2007 年 9 月在江蘇省沭陽縣投資可再生能源項目，投資總額爲人民幣 2.06 億元。該專案涉及在生產基地建造基礎設施，包括建造廠房及購買生產設備，以供生產太陽能和風能的蓄能電池，預期於 2009 年初投產。

公司亦有舊電池回收業務，舊電池中的鉛具有重新利用的價值，其回收價格約占新電池的三分之一，但是目前回收電池業務對公司利潤貢獻還不大。

一級與二級市場並舉的分銷模式

天能動力建立了遍佈中國的分銷及服務網路，並將銷售市場主要分爲一級市場及二級市場，它們分別爲：面向電動自行車製造商的一級市場，以及面向電池替換更新的二級市場。

一級市場面向電動自行車製造商

在一級市場，公司主要通過營業代表來進行銷售，營業代表僅負責爲電動自行車製造商提供銷售及銷售支援服務，銷售合約由公司與客戶直接訂立，發票由公司向客戶開出。公司與營業代表訂有產銷承包協定，承包協定期限爲三年。

公司向各營業代表劃一出廠價，營業代表的傭金爲營業代表與客戶磋商的定價與出廠價之間的差額，但是其傭金必須作爲擔保抵押，承當客戶還款的責任。

在中國 2005 年動力自行車電池一級市場上，前六大製造商的市場份額爲 34.13%，其中天能動力市場份額最大，爲 17.54%。2007 年天能動力在一級市場市場的份額爲 14.7%。截至 2008 年上半年，公司在一級市場上共有 54 個銷售代表，其銷售收入占總收入的 40.4%。

二級市場面向電池替代更換市場

隨著電動自行車保有量的不斷上升，二級市場將可能超越一級市場，成爲一個龐大的新市場。因此，建立二級市場銷售網路是一個重要的銷售策略。

公司在二級市場的所有銷售則透過獨家分銷商進行，其主要方式是產品售予獨家分銷商，發票亦由公司向獨家分銷商開出。獨家分銷商的傭金是與客戶收取的差價與出廠價的差額，但是採取貨到現金付款的方式。

2005 年天能動力鉛酸電池在二級市場上排名第二，僅占全國銷售額的 7.41%，但是近年來公司在二級市場上不斷拓展，截至 2008 年已經在二級市場佔領了 25.8%的市場份額；二級市場獨家分銷商由 07 年的 373 家增加到 2008 年上半年的 464 家；銷售收入占比由 07 年的 40.2%上升到 2008 年上半年的 57.2%，已超過一級市場。

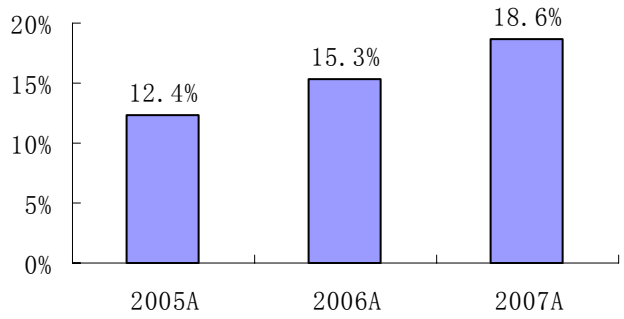
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

行業地位與競爭市場

在中國自行車動力電池市場佔有率達 18.6%

自 1998 年起，集團以產銷量計連續 9 年成爲中國最大的動力電池供應商，其“天能”牌電動自行車電池成爲家喻戶曉的電池品牌。2007 年，中國五大電動自行車電池製造商合共占中國市場份額總額約 41.0%，天能動力是行業最大的鉛酸電池製造商，市場佔有率達 18.6%。

圖表 3: 天能動力電池市場佔有率



資料來源：公司資料、第一上海

競爭對手

中國成爲國際鉛酸電池主要生產基地

歐盟、美國等發達國家出於保護本國環境的考慮，早已限制鉛酸電池製造業在本國的發展。國外大蓄電池生產商進入中國進行生產活動，中國已經成爲蓄電池的主要生產基地。

目前中國正逐漸縮小與國外技術的差距，掌握了蓄電池產品的部分核心技術，並且越來越多地進入國際市場。部分國內大型鉛酸蓄電池企業達到了相當的生產規模和較高的技術水準。

目前中國共有 1186 家企業獲得鉛酸蓄電池生產許可證

自 2004 年 8 月 13 日，截止 2008 年 8 月 1 日，中國目前共有 1186 家企業獲得鉛酸蓄電池生產許可證。海南、內蒙古、新疆、青海和西藏境內暫時無獲得鉛酸蓄電池生產許可證的企業。

圖表 4: 鉛酸電池生產企業區域分佈（截至 2008 年 8 月 1 日）

区域	地域范围	企业数目	比重
华东地区	山东、江苏、安徽、浙江、福建、上海	686	57.84%
华南地区	广东、广西、海南	144	12.14%
华中地区	湖北、湖南、河南、江西	119	10.03%
华北地区	北京、天津、河北、山西、内蒙古	129	10.88%
西北地区	宁夏、新疆、青海、陕西、甘肃	5	0.42%
西南地区	四川、云南、贵州、西藏、重庆	80	6.75%
东北地区	辽宁、吉林、黑龙江	23	1.94%
合计		1186	100.00%

資料來源：中國市場調研研究中心、第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

天能動力市場份額最大，位居龍頭地位

2005 年鉛酸動力電池產品三大製造商的市場份額僅占市場總額的 23.4%，其中天能動力占 12.44%，第二位、第三位分別占 6.12%和 4.84%。到 2007 年，中國五大鉛酸電池製造商的市場份額占市場總額的 41%，其中天能動力的鉛酸電池在市場中占 18.6%的份額，位居龍頭地位。

其主要競爭對手有：超威電動車電池、華富電動車電池、華大電動車電池、松下電動車電池、風帆電動車電池、雙登電動車電池、恒基電動車電池、海寶電動車電池、以及金馬電動車電池等。

未來小廠商的生存空間越來越小

鉛酸電池市場分散，中國各地有許多生產鉛酸動力電池產品的小型製造商。2006 年鉛酸蓄電池出口退稅政策取消，對鉛酸蓄電池產業出口造成了一定影響；目前國際電池業處於買方市場；電池品質及環保的訴求不斷上升，這些將使鉛酸蓄電池企業的利潤空間大大縮小，許多小型的製造商將受到嚴重的不利影響，越大的廠商將獲得更多的市場份額。

潛在替代產品

目前應用于電動車的可充式二次電池主要有：鉛酸(Lead-acid)電池、鎳鎘(Nickel-Cadmium)電池、鎳氫(Nickel-metal hydride)電池和鋰離子(Lithium-ion)電池。電動自行車所需工作電壓爲 24V，上述四種電池皆無法以單體電池加以滿足,，均須串、並聯組成電池模組。

鉛酸電池

目前市場上能夠大量提供的是鉛酸蓄電池，鉛酸蓄電池已經有 130 年的歷史了。其生產技術最爲成熟，價格較低，具有瞬間放電力強、使用溫度範圍廣的特點。然而鉛酸電池體積和重量較大，能量密度和迴圈壽命等性能略遜，作爲電動自行車動力電源，一般只能夠使用一年至一年半左右。

鎳鎘電池

鎳鎘電池將電池模組重量減至 5~6 公斤，因具有充放電記憶效應，且鎘的毒性強，會造成環境污染，已爲重視環保的歐、美國家所禁限。

鎳氫電池

鎳氫電池具備鎳鎘蓄電池的所有優異特性，而且能量密度還高於鎳鎘蓄電池，一次充電可行駛的距離長，加速爬坡能力好，迴圈壽命長，對環境不存在任何污染問題。但是，鎳氫電池有在高溫時自放電率增高，造成電容量下降之缺點，而且成本太高，價格昂貴。

鋰離子電池

鋰離子電池能量大、自放電小、無記憶效應、迴圈性好、工作溫度範圍寬，且沒有環境污染。但是價格明顯高於鉛酸電池，內含比較活潑的物質，易產生化學作用，遇火、遇酸或氧化劑時，可能會爆炸或著火。

鉛酸電池短期還不會被替代，但是長期來講，存在被替代的可能

鉛酸動力電池從技術成熟程度以及價格方面，是市場上性價比較高的，2007 年鉛酸電池在動力自行車電池市場占 88%的市場份額。。

鎳氫電池及鋰離子電池等其他電池產品可用於電動自行車，被視爲電動自行車電池的潛在替代品。由於電動自行車的鎳氫及鋰離子電池科技仍處於初步階段，且生產成本高昂，技術未充分成熟，預計在電動自行車市場上，鎳氫及鋰離子電池產品至少在未來 4 年內不會取代鉛酸電池產品。但是隨著鎳氫電池、鋰離子電池等技術應用逐步成熟、價格逐步下降，長期來講，鉛酸電池亦有被替代的可能。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

鉛酸電池市場空間預測

電動自行車未來幾年將持續增加

電動自行車使用成本相當低廉，動力電池充 1 度電的行駛里程達到 60 公里。2007 年，中國有 2093 家企業是註冊電動自行車製造商，最大的 50 家企業去年占總體產量的 48.7%。

電動自行車准入問題

電動自行車被分類爲非機動車，因此，電動自行車經登記後方可在道路上行駛，不需要駕駛執照和保險，但是其必須符合若干規則，包括：最高車速必須限制爲每小時 20 公里；重量必須小於 40 公斤；每次完整充電後必須能行駛不少於 25 公里。

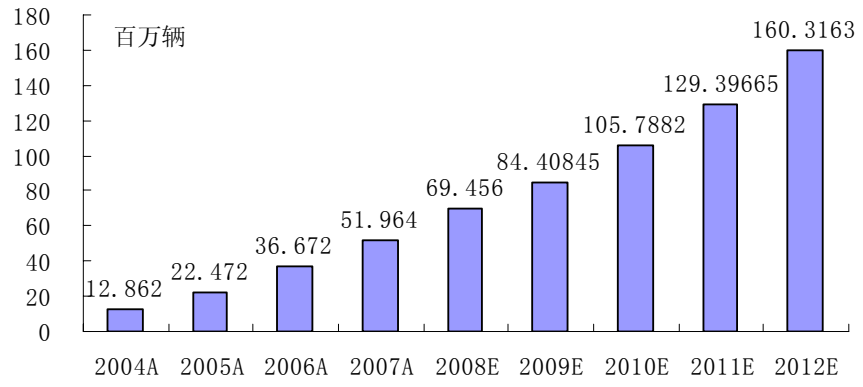
上述登記制度的實際執行在不同城市均有差別。在中國的某些城市已經宣佈禁止道路上使用電動自行車，但是有些地方已經開始解禁，例如 2002 年禁止電動自行車上路的北京目前已經開始解禁。隨著環保節能概念的提倡，電動自行車的前景在未來顯得較爲樂觀。

2012 年電動自行車的數量預期將逾 1.60 億輛

根據中國自行車工業資訊中心預計，在接下來十年，未計電動自行車的新需求，全部傳統自行車中有 2 成（相當於 1 億輛）估計將逐步被電動自行車替代。

環球顧問公司 Frost & Sullivan 的研究結果表明，2003 年至 2007 年期間，中國電動自行車市場增長逾四倍，2007 年累計電動自行車數量估計逾 5 千萬輛。我們預計 2012 年電動自行車的數量預期將逾 1.60 億輛。

圖表 5: 中國電動自行車數量預測



資料來源：Frost & Sullivan、第一上海預測

造就一個龐大的電池市場

目前中國電動自行車電池主要包括鉛酸充電電池、鋰離子電池、鎳氫電池及鎳鎘電池。鉛酸動力電池目前是市場使用的主流，主要是因爲它的製造技術比較成熟，性能較穩定，而且價格低且平穩，價格是鋰電池的 20%至 30%。

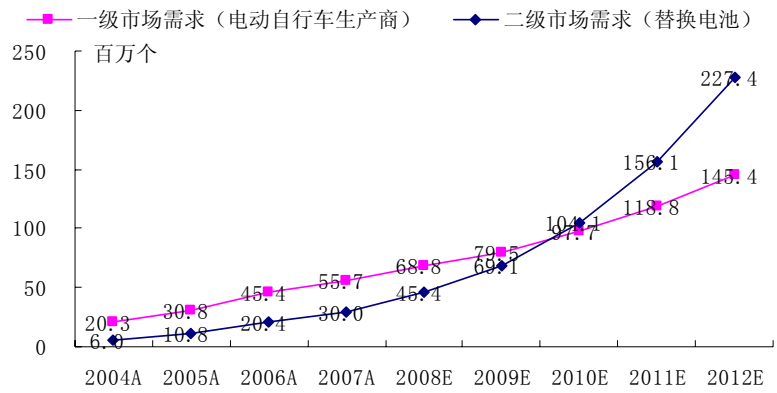
二級市場潛力巨大，未來將大於一級市場

電動自行車的設計壽命爲 4~5 年，動力電池的使用期限爲 1~1.5 年。目前電動車普通鉛酸電池的使用壽命均在 1 年左右，一輛電動自行車大約需要 3 到 4 個電池，目前每個電池約一百元人民幣，也就是說一輛電動車用戶每年的電池使用成本就需 300～400 元左右。

隨著電動自行車市場的不斷擴大，二級替代更換市場的份額將迅速擴展，佔領二級市場是一個重要的市場策略。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

圖表 6: 中國電動自行車電池需求預測

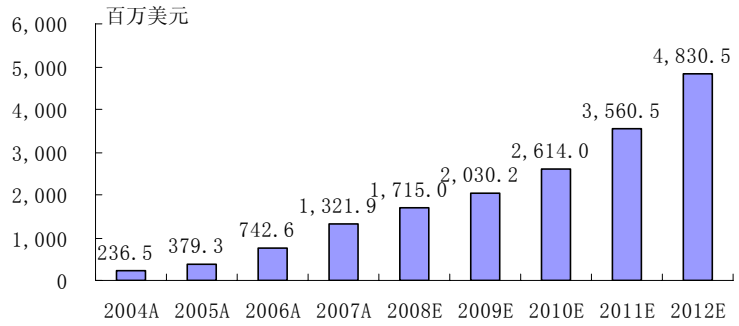


資料來源：Frost & Sullivan、第一上海預測

2012 年中國電動自行車電池銷量約爲 48 億美元

2007 年中國電動自行車電池（主要包括鉛酸充電電池、鋰離子電池、鎳氫電池及鎳鎘電池）的銷售收益總額約爲 13 億美元，占全球銷售收益總額約 72.0%。我們預計 2008 年中國動力電池市場銷售額大約能達到 17 億美元，2012 年中國電動自行車電池銷量約爲 48 億美元。

圖表 7: 中國電動自行車電池銷售預測



資料來源：Frost & Sullivan、第一上海預測

電動自行車鉛酸電池需求

2012 年中國電動自行車鉛酸電池收入將達到 279 億元人民幣

鉛酸電池已經發展了百年以上，具有技術成熟、成本低的優勢。2007 年鉛酸充電電池的收益占全球充電電池市場收益約 72.2%，占中國充電電池市場收益約 64.1%；占中國電動自行車電池收益的 88%。預計到 2010 年，鉛酸電池將占中國電動自行車電池市場的 85%。

我們預計 2008 年中國電動自行車鉛酸電池收入將達到 103 億元人民幣，2012 年將達到 279 億元人民幣。

圖表 8: 中國電動自行車鉛酸電池銷售預測

	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
中国电动自行车铅酸电池需求（百万个）	103.9	133.7	179.6	239.1	328.1
平均单价（元/个）	99	90	85	85	85
中国电动自行车铅酸电池收入（百万人民币）	10,300.8	12,023.9	15,281.4	20,346.3	27,921.6

資料來源：第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

競爭優勢及增長動力

競爭優勢

家喻戶曉的品牌

公司 2007 年銷售的鉛酸電池達 18.2 億元人民幣，產量 1700 萬件，占 18.6%的市場份額。龐大的銷售量建立起家喻戶曉的品牌。2008 年 7 月，公司獲得 Frost&Sullivan“2008 年中國動力電池最佳品牌”的稱號。品牌知名度有利於公司佔領更多的市場，並且在定價上具有優勢，獲利空間更大。目前天能動力產品在市場上比其他產品定價略高一點。

龐大的銷售網路

建立起龐大的二級市場銷售網路，天能動力目前在中國擁有 464 個獨家分銷商，分銷商在承擔銷售產品的同時亦也從事回收舊電池的業務。根據鉛酸電池的發展態勢，未來的二級替換市場將超過一級市場，建立二級市場是一個主要的市場戰略。

新能源技術開發

2004 年至 2007 年公司研發成本分別爲 208 萬元、188 萬元、381 萬元和 1205 萬元，預計未來的研發投入力度會有較大提升。目前公司在新能源儲能電池研發加大力度。太陽能和風能儲能電池市場空間巨大，目前市場主要爲國外廠商所佔領，公司在此方面的技術和設備投入，爲未來擴大市場做了準備。

未來增長動力

動力電池市場的擴張。

中國電動自行車市場迅速擴張，預計將從 2007 年的 5 千萬台增長到 2012 年的 1.60 億台，這將帶來巨大的鉛酸電池需求。此外，動力電池的應用範圍不斷擴大，電動汽車、電動玩具、電動工具等都會用到。

海外市場擴張。

天能動力已經著力拓展國際市場，設立海外貿易部開拓海外市場（於 2008 年上半年錄得收益爲人民幣 3 百萬元），目前已有產品賣到印度、越南、印尼和美國等地，但是該市場收入占總收入比重還是相當小，正處於發展中。

太陽能、風能蓄能電池或將成爲未來投資亮點。

公司 2007 年 9 月在江蘇省沭陽縣投資可再生能源項目，以供生產太陽能和風能的蓄能電池。鑒於鼓勵使用可再生能源的國家政策，以及太陽能、風能產業的迅速發展，該專案值得關注。

此外，國家政策鼓勵使用可再生自然能源，包括津貼、稅項優惠及安排信貸融資，公司在此方面獲得一定的優惠政策。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

財務分析及預測

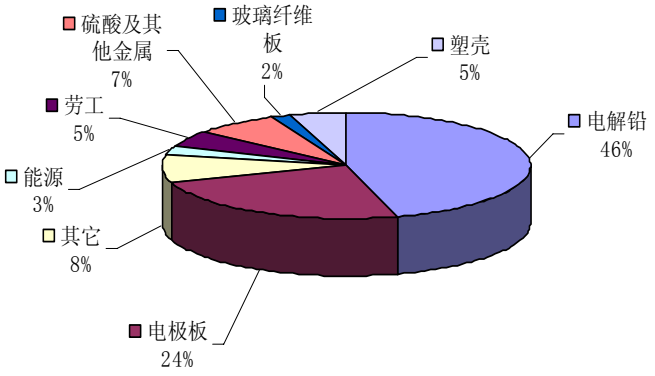
鉛價一路下跌，帶來三方面影響

鉛酸電池的主要成分是電解鉛

鉛酸動力電池的主要成分包括電極板及玻璃纖維隔板。電極板塗層包括氧化鉛及合金鉛，荷電狀態下，正極主要成分爲二氧化鉛，負極主要成分爲鉛；放電狀態下，正負極的主要成分均爲硫酸鉛。每對正電極板與負電極板以玻璃纖維隔板分隔，後以金屬片捆縛，安裝於鉛酸動力電池的塑膠殼內，其後將硫酸充入電池，再充電。鉛酸動力電池需要安裝的電極板數目及大小，視乎所需充電量及輸出功率而定。

因此，產品最大的成本爲電解鉛，2008 年上半年電解鉛的成本占總成本的 46%，由於產品需求過大，公司亦採取外包電極板的方式（電極板也主要由鉛組成），電極板占總成本的 24%。

圖表 9: 天能動力成本構成（2008 年 6 月 30 日）



資料來源：公司資料、第一上海

圖表 10: 上海長江有色金屬現貨市場鉛價

資料來源： Bloomberg、第一上海

鉛的進貨價格以市場現價爲主

公司的所有原材料均採購自中國的供應商，主要有中金嶺南、豫光金鉛、紅河物流等，基本上以市面上的現貨價格進貨。

公司沒有任何原材料對沖安排，主要是通過控制存貨來減低任何電解鉛供應或價格大幅波動可能帶來的不利影響。此前公司一般會儲存約 1400 噸電解鉛存貨，大約可維持約 20 日的電解鉛生產需要。

今年 10 月份以來，鉛價急速下跌

近年來鉛價一直上漲，公司 2004 年至 2007 年的鉛平均採購價格分別爲 7506 元/噸、7952 元/噸、10239 元/噸、16917 元/噸，分別上漲了 5.9%、28.8%和 65.2%。2008 年上半年平均採購價格大約爲 16340 元/噸。但是自 2008 年下半年特別是 10 月份以來鉛價大幅下滑，10 月初上海長江有色金屬鉛的現貨價格爲 17100 元/噸，11 月 11 日已經跌到 10400 元/噸。

在鉛價上漲時，公司透過緊縮生產成本、擴充產能、減少電極板外包及提高售價等措施，來提高公司的盈利；而當鉛價下降時，公司亦會降低產品售價， 2008 年以來產品價格變更了 5 次，上調 8%，分別下調 4%、4%、7%和 9%，目前總體價格較年初下降了 16%。

鉛價下跌給公司帶來三方面影響

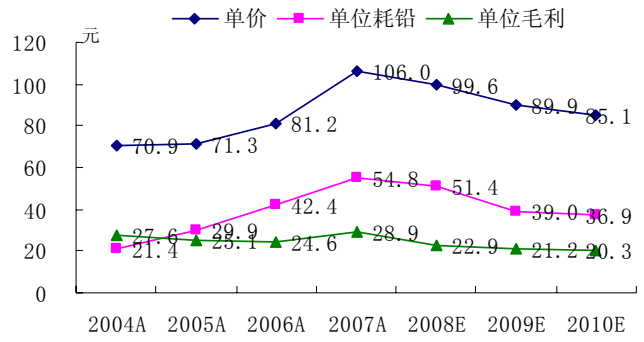
因此鉛價下跌帶來了三方面的影響：降低了生產成本；產品售價也相應下降；此外，基於對售價下跌的預期，短期來講，下游廠商減少了採購量，長期採購量將趨於穩定。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

我們認爲，第四季度鉛價下降，在造成生產成本降低之前，其實是提高了成本率。主要是因爲公司生產運營中鉛的採購價格是在高位採購，鉛酸電池的生產過程約需要 20 天，而 20 天后售價是下降的，因此這個過程成本售價比是上升的，但是此影響是短期的，僅處於鉛價下降期間。換言之，公司第四季度毛利率比前三季度低。

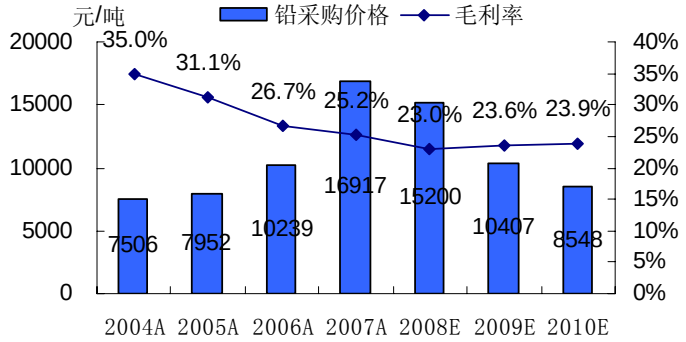
再考慮到公司規模龐大，規模效應降低了生產成本；公司的品牌優勢，使得銷售價格比市場略高。我們預計未來三年的毛利率保持分別爲 23.0%，23.6%和 23.9%。

圖表 11: 單位毛利預測



資料來源：第一上海預測

圖表 12: 整體毛利率預測



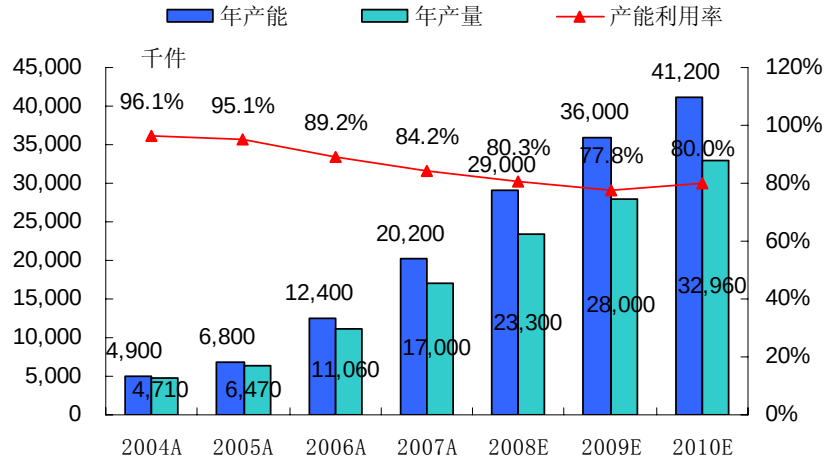
資料來源：第一上海預測

產能預測

2008 年至 2010 年產能將分別達到 2900 萬件、3600 萬件和 4120 萬件

公司的鉛酸電池 2004 年產能僅爲 490 萬件，2007 年已經達到 2 千萬件。公司在沭陽、蕪湖、長興工廠的鉛酸電池產能正處於不斷擴張中。我們預計 2008 年至 2010 年產能將分別達到 2900 萬件、3600 萬件和 4120 萬件，產能利用率約保持在 80%左右。

圖表 13: 鉛酸電池產能、產量預測



資料來源：公司資料、第一上海預測

流動性穩健

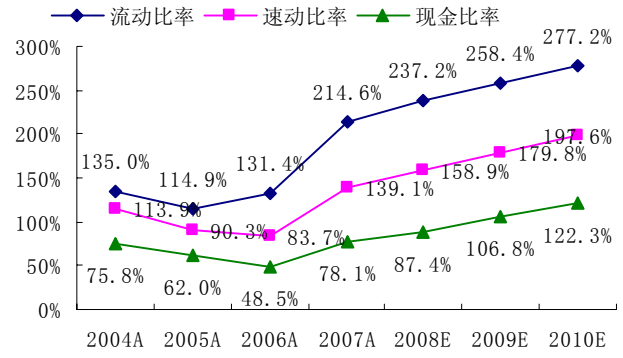
現金充裕，無需大舉籌資

目前公司有 12 億元人民幣的銀行貸款授信額度，但是公司本身現金充裕，2007 年上市籌得 4.7 億元資金，加上公司在二級銷售市場上資金回流較快，目前現金充

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

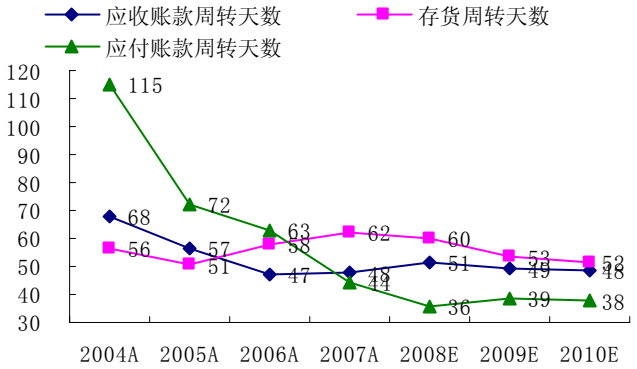
裕，流動性穩健，暫時無需大舉籌資。

圖表 14: 流動比率



資料來源：公司資料、第一上海預測

圖表 15: 周轉能力



資料來源：公司資料、第一上海預測

存貨周轉天數將下降，應付賬款周轉天數未見增加

在公司庫存中，鉛的比重較大，原先庫存量大約能夠維持 20 天左右的生產。2008 年鉛價大幅下跌之後，公司在鉛的庫存上會有所控制，以減輕鉛價下降的影響；此外，鉛價下跌造成產品價格下跌，產成品存量在未來也會相應減少。因此預計庫存周轉天數將有所減少。

應付賬款周轉天數較之前下降，主要是目前原材料採購上有更多的業務被要求支付現金，目前形勢並未扭轉。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

目標價 1.36 港元，買入評級

國內外電池製造類主要上市公司目前現價相當於 2007 年 11.1 倍的市盈率水準，以及 2008 年 7.2 倍的市盈率水準。而天能動力現價僅相當於 2007 年 4.0 倍及 2008 年 3.8 倍的市盈率水準，低於市場平均估值水準。

圖表 16: 國內外同行估值比較

公司名称	股票代码	币种	股价	总市值（M）	2007PE	2008PE	2009PE	2010PE
比亚迪	1211 HK	HKD	13.2	27061.32	16.7	17.3	14.1	12.6
CHINA RITAR POWER CORP	CRTP US	USD	1.75	33.49	12.5	3.2	2.2	—
SAFT GROUPE SA	SAFT FP	EUR	22.81	422.31	15.6	9.7	9.0	8.4
EXIDE TECJNOLOGIES	XIDE US	USD	4.21	317.54	9.2	3.7	2.3	2.3
ADVANCED BATTERY TECHNOLO	ABAT US	USD	2.67	140.3	12.1	8.1	5.3	—
ULTRALIFE CORP	ULBI US	USD	9.46	165.17	26.3	9.0	9.4	—
ENERGIZER HOLDINGS INC	ENR US	USD	40.65	2363.85	7.3	7.0	6.3	5.5
AMARA RAJA BATTERIES LTD	AMRJ IN	INR	52.7	4500.91	4.8	4.7	3.2	—
广隆光电	1537 TT	TWD	16.75	1124.58	5.0	—	—	—
ENERSYS	ENS US	USD	9.85	472.64	8.1	5.5	6.0	5.4
风帆股份	600482 CH	CNY	4.24	1954.64	15.7	9.4	6.1	—
E.SCHNAOO CO WORKS LTD	SHNP IT	ILS	6	72.93	4.8	—	—	—
DRY CELL&STORAGE BATTERY J	PAC VN	VND	41600	673804.4	15.2	—	—	—
THAI STORAGE BATTERY PUB CC	BAT3K TB	THB	32	640	2.2	2.2	2.0	1.9
ELHIM-ISKRA AD	52E BU	BGN	2.22	27.87	10.6	—	—	—
平均	—	—	—	—	11.1	7.2	6.0	6.0
天能动力	819 HK	HKD	1.04	1000	4.0	3.8	3.4	3.1

資料來源：Bloomberg、第一上海預測

目標價 1.36 港元，買入評級

我們預測天能動力 2008 年至 2010 年的每股盈利分別爲 0.24、0.27 和 0.32 元。公司派息率達 30%，股息現價比較高，2008 年至 2010 年股息現價比分別達到 7.79%、8.73%和 10.39%，具有較高的防禦性。

但是鑒於公司產品覆蓋用戶較爲單一，同時目前產品線比較狹窄，也考慮到在電池行業中市值相對較小，所以在 2008 年估值預測上，相比國內外 7.2 倍的平均市盈率水準，我們給予其 30%的 PE 估值折讓，相當於 2008 年 5 倍市盈率水準，得出其合理價格爲 1.36 港元。

首次評級給予買入，12 個月目標價格 1.36 港元，較現價 1.04 港元，具有 30.8%的上漲空間。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

風險因素

環境污染造成的損失風險	公司的主要污染物爲鉛塵及含有鉛及硫酸的廢水，公司的污染物排放物雖然達到了國家標準，但是排放依然對環境造成了嚴重污染，生產過程中的環保問題沒有得到根本的解決。未來污染的處理成本及賠償問題可能給公司帶來不確定性的損失。
電動自行車准入風險	雖然電動自行車是節能無污染的交通工具，但是各地方政府的准入政策並不明朗和統一，部分地區仍然禁止電動自行車的使用，這增加了未來的不確定性。
被替代的風險	鉛酸電池雖然具有較高的性價比，擁有巨大的市場份額，但是目前的鎳氫電池及鋰離子電池等電池正處於迅速發展中，長期來講，公司面臨技術更新替代的風險。
新能源市場需求還不太明確	公司在太陽能和風能新能源蓄電池進行了研發和廠房投入，雖然新能源儲能市場空間龐大，但是公司該業務需求目前還不太確定。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

主要財務報表

損益表

人民币百万元，财务年度截至12月

	2006 实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
收入	1,019.6	1,954.0	2,455.9	2,671.6	3,009.1
毛利	272.2	492.0	565.3	630.3	717.9
其他业务收入	6.1	20.3	19.2	23.1	27.0
销售及管理费用	(113.3)	(193.0)	(224.6)	(236.2)	(259.9)
其他费用	(0.2)	(54.4)	(49.5)	(72.3)	(79.6)
营运收入	164.8	264.9	310.4	344.8	405.4
财务费用	(11.2)	(23.5)	(16.8)	(17.5)	(18.2)
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前盈利	153.5	241.4	293.6	327.3	387.1
所得税	(5.9)	(38.5)	(55.8)	(60.5)	(69.7)
少数股东应占利润	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	147.7	202.9	237.8	266.7	317.5
折旧及摊销	14.6	25.6	39.4	44.5	50.2
EBITDA	179.4	290.5	349.8	389.2	455.6
EPS（摊薄）	0.20	0.23	0.24	0.27	0.32
增长					
总收入 (%)	N/A	91.7%	25.7%	8.8%	12.6%
EBITDA (%)	N/A	61.9%	20.4%	11.3%	17.1%
每股收益 (%)	N/A	15.8%	4.3%	12.1%	19.0%

财务分析

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
盈利能力					
毛利率 (%)	26.7%	25.2%	23.0%	23.6%	23.9%
EBITDA 利率 (%)	17.6%	14.9%	14.2%	14.6%	15.1%
净利率 (%)	14.5%	10.4%	9.7%	10.0%	10.5%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	11.1%	9.9%	9.1%	8.8%	8.6%
实际税率 (%)	3.8%	16.0%	19.0%	18.5%	18.0%
股息支付率 (%)	0.0%	19.7%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转天数	57.9	61.8	59.8	53.4	51.6
应付账款天数	62.5	44.4	36.0	38.5	37.9
应收账款天数	46.8	47.8	51.1	49.0	48.2
财务状况					
资产负债率	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
净负债/股权	0.2	-0.0	-0.2	-0.2	-0.3
收入/总资产	0.0	1.5	1.4	1.4	1.4
总资产/股权	2.2	1.6	1.4	1.4	1.3
每股净现金	-0.1	0.0	0.2	0.3	0.4

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
现金	144.7	401.8	406.9	534.3	671.1
应收账款	168.2	343.5	343.8	374.0	421.3
存货	235.2	427.0	378.1	404.2	446.8
其他流动资产	99.2	41.4	15.8	15.9	16.0
总流动资产	647.3	1,213.7	1,144.6	1,328.4	1,555.1
固定资产	296.2	408.6	557.8	613.4	678.0
预付租赁款项	20.9	35.6	38.8	42.6	46.9
其他固定资产	0.0	10.2	13.1	18.0	25.8
总资产	964.4	1,668.0	1,754.3	2,002.5	2,305.8
应付账款	260.9	214.1	270.1	293.9	331.0
短期银行贷款	226.2	336.5	185.1	194.3	204.0
其他短期负债	5.6	15.0	27.3	25.9	25.9
总短期负债	492.7	565.5	482.5	514.1	561.0
长期银行贷款	25.0	40.0	30.0	30.0	30.0
其他负债	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	0.0
总负债	517.7	605.5	512.5	544.1	591.0
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益	446.8	1,062.5	1,241.8	1,458.4	1,714.8
每股账面值	0.60	1.19	1.24	1.46	1.71
营运资金	154.7	648.2	662.1	814.3	994.1

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月

	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
经营利润	164.8	264.9	310.4	344.8	405.4
折旧及摊销	14.6	25.6	39.4	44.5	50.2
营运资金变化	(54.5)	(435.6)	104.7	(32.6)	(52.7)
所得税	(1.7)	(38.5)	(54.7)	(59.3)	(68.3)
其他营运活动	(22.1)	(13.6)	(9.3)	(13.3)	(15.5)
营运性现金流	101.1	(197.1)	390.5	284.0	319.1
资本开支	(71.3)	(149.4)	(190.0)	(101.9)	(117.0)
其他投资活动	20.7	65.5	37.3	16.1	20.2
投资性现金流	(50.5)	(83.9)	(152.7)	(85.8)	(96.8)
负债变化	(2.6)	125.3	(161.4)	9.3	9.7
股本变化	0.0	471.7	0.0	0.0	0.0
股息	0.0	(39.9)	(71.4)	(80.0)	(95.2)
其他融资活动	(15.5)	(18.9)	0.0	0.0	0.0
融资性现金流	(18.1)	538.2	(232.8)	(70.8)	(85.5)
现金变化	32.5	257.1	5.0	127.5	136.8
期初持有现金	112.3	144.7	401.8	406.9	534.3
期末持有现金	144.7	401.8	406.9	534.3	671.1

資料來源：公司資訊，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

第一上海證券有限公司
香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作爲或被視爲出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認爲可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。