

Company Report

China Merchants Securities (HK)
Hong Kong Equity Research

Tianneng Power (819 HK)

Developing new businesses, seeking breakthrough

- Signals for the ending of price war emerged on results conference
- Aimed to achieve 80% revenue from emerging businesses
- Expect to turn profitable in 2015; undervalued compared with peers

Our views

Positive signals from the results conference: Sales expense increased 58% YoY in 2014 (much higher than revenue growth), and the management gave positive guidance for expense control in 2015. Neither Tianneng nor Chaowei (951 HK) will expand capacity in 2015. Both companies will cut capex in 2015 and focus more on profit while maintaining stable market share. In Q1 2015, the balance between demand and supply was achieved and there was no price war. These two companies reinforce coordination for further price strategy.

Aiming to achieve 80% revenue from emerging business in 2020: In 2014, Chaowei and Tianneng had market share of 43% and 33% respectively in E-bike battery business. In 2015, Tianneng turns to more profitable businesses such as low speed EV, li-ion battery and lead-recycling business. We believe traditional business (E-bike battery) will bottom out and emerging business with higher margin will account for 37% revenue in 2015 (33% in 2014).

Earnings revision/Valuation

We expect Tianneng's net profit to turn positive with great upside potential in 2015. We revised up our TP to HK\$4.20, implying 10.7x2015P/E. We revised up the TP as: 1) ASP of E-bike battery has the potential of slight price inflation, and price of lead (main raw material of battery) may decrease 10% YoY in 2015; 2) We revised down the forecast of sales expense to 4% of 2015 revenue (4.6% previously); 3) 37% of 2015 revenue will come from emerging businesses. We expect the company to turn profitable in 2015. We expect 2015-2017 revenue CAGR to be 17% and 2016-2017 net profit CAGR to be 55%.

According to our estimates, the company is currently trading at 6.7x2015P/E, 0.2x2014P/S and 0.9x2014P/B. The company is undervalued compared with both A-share and H-share peers (with similar market share, quality, but differentiated in business structure). Our 2015-2017 net profit forecasts are 63%, 59% and 59% higher than the market consensus, considering the company's lack of research coverage and large profit elasticity (14 bn revenue in 2014).

Financials

RMB mn	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	13,635	14,044	15,837	18,932	22,490
Growth (%)	38%	3%	13%	20%	19%
Net profit	135	-305	350	578	840
Growth (%)	-81%	N/A	N/A	65%	45%
EPS (RMB)	0.12	-0.27	0.31	0.52	0.76
DPS (RMB)	0.04	0.00	0.08	0.13	0.19
P/E (x)	17.3	N/A	6.7	4.1	2.8
P/B (x)	0.8	0.9	0.8	0.7	0.6
ROE (%)	4.5	-11.4	11.6	16.4	20.0

Source: Company data, CMS (HK) estimates

Lei YIN

+86 755 8285 2939

yinlei@cmschina.com.cn

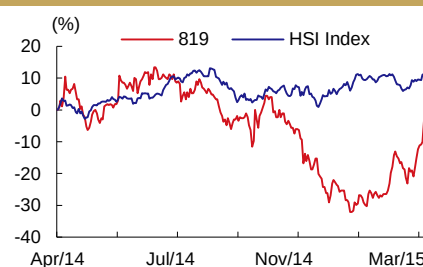
WHAT'S NEW

TP/estimates revised up

BUY

Previous	BUY
Price	HK\$2.64
12-month Target Price (Potential downside)	HK\$4.20 (+59%)
Previous	HK\$3.35

Price Performance



Source: Bigdata

%	1m	6m	12m
819 HK	22.8	1.2	1.5
HSI	1.6	10.2	12.2

Industry Alternative Energy

Hang Seng Index	25276
HSCEI	12663

Key Data

52-week range (HK\$)	1.8-3.11
Market cap (HK\$ mn)	2935
Avg. daily volume (mn)	3.09
BVPS (HK\$)	2.4

Shareholdings Structure

Prime Leader Global Limited	36.68%
No. of shares outstanding (mn)	1112
Free float	59%

Related Research

1. Tianneng Power (819 HK) – Developing higher-margin new businesses (BUY) 2014/12/16

公司报告

招商证券(香港)有限公司

天能动力 (819 HK)

错位发展, 寻求破局

- 业绩发布会传递积极信号, 价格战结束已现曙光
- 天能错位发展, 目标2020年新兴业务营收占比80%
- 预计2015年由亏转盈, 当前估值远低于A股、港股同业

我们的观点

业绩发布会向市场传递积极信号: 2014年销售费用同比增速(58% YoY)大幅高于营收增速, 管理层指引2015年费用控制方面将会让市场满意。天能和超威于业绩发布会上均明确表示2015年均无扩产计划、缩减资本开支, 在保证市场份额不降低的情况下更加关注企业盈利。一季度没有价格战, 市场供求关系缓和, 具体后续提价取决于两家进一步沟通协调。

错位发展、目标2020年新兴业务占80%: 2014年超威和天能两家在电动自行车电池市场份额分别是43%、35%。2015年天能继续转型高毛利率的纯电动汽车、锂电池、铅回收业务, 2014年新兴业务营收占比33%, 预计2015年传统业务已经触底、不会更坏。新兴业务的毛利率均明显高于传统业务, 2015年新兴业务营收占比将达到37%, 转型趋势明显。

盈利预测/估值评级

2015年公司转型错位发展、盈利预计反转, 同时弹性较大, 上调目标价至HK\$4.20, 隐含10.7x2015P/E, 维持“买入”评级。我们上调目标价基于: 1) 上调2015年传统业务产品价格、下调铅成本10%, 我们认为今年传统业务产品存在价格小幅调整的可能, 另外2015年铅价下行对全年毛利率有正面贡献; 2) 下调2015年销售费用, 预计2015年其占营收比例降至4%; 3) 2014年新兴业务营收占比超预期, 2015年营收占比有望达到37%。我们预计公司2015年将同比由亏转盈, 2015-2017年营收CAGR17%、2016-2017年净利CAGR55%。

根据我们的盈利预测, 公司当前股价对应6.7x2015P/E、0.2x2014P/S、0.9x2014P/B; 与A股同业相比, 公司非常便宜; 与港股同业相比, 公司也不贵(两家市场份额接近, 技术水平相当, 且业务各有侧重)。我们的2015-2017年净利预测较香港市场一致预期高63%、59%、59%, 主要原因是公司市值较小、市场关注度不高, 以及公司营收大(2014年140亿销售收入)、利润弹性很大。

盈利预测及估值

人民币百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业额	13,635	14,044	15,837	18,932	22,490
同比增长(%)	38%	3%	13%	20%	19%
净利润	135	-305	350	578	840
同比增长(%)	-81%	N/A	N/A	65%	45%
每股盈利(元)	0.12	-0.27	0.31	0.52	0.76
每股股息(元)	0.04	0.00	0.08	0.13	0.19
市盈率(X)	17.3	N/A	6.7	4.1	2.8
市净率(X)	0.8	0.9	0.8	0.7	0.6
ROE(%)	4.5	-11.4	11.6	16.4	20.0

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

殷磊

+86 755 8285 2939

yinlei@cmschina.com.cn

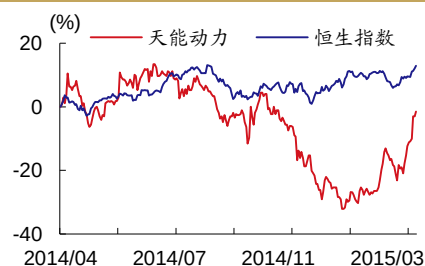
最新变动

目标价/EPS 上调

买入

前次评级	买入
股价	HK\$2.64
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$4.20 (+59%)
前次目标价:	HK\$3.35

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
819 HK	22.8	1.2	1.5
HSI	1.6	10.2	12.2

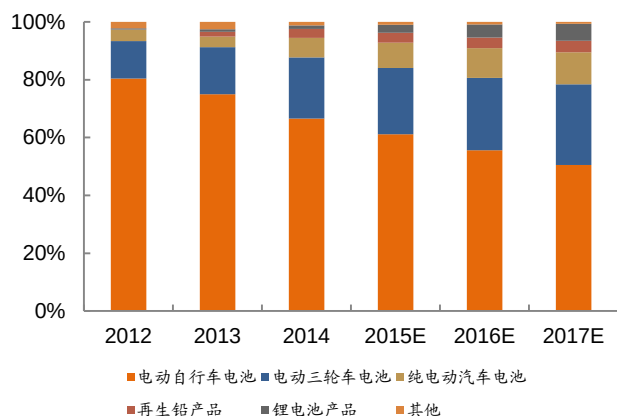
行业: 新能源	
恒生指数	25276
国企指数	12663
重要数据	
52周股价区间(港元)	1.8-3.11
港股市值(百万港元)	2935
日均成交量(百万股)	3.09
每股净资产(港元)	2.4
主要股东	
Prime Leader Global Limited	36.68%
总股数(百万股)	1112
自由流通量	59%

相关报告

1. 天能动力 (819 HK) - 积极拓展高毛利率新业务 (买入) 2014/12/16

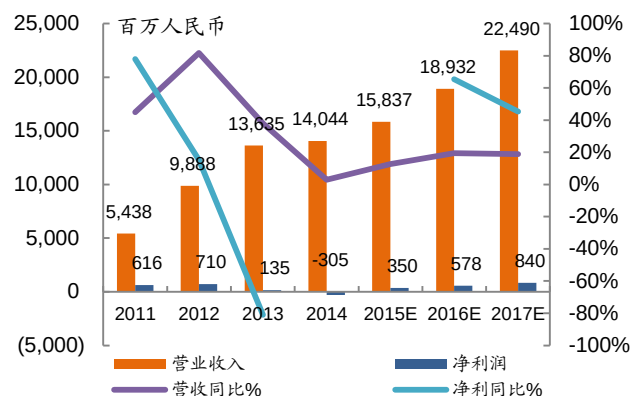
重点图表

图1: 预计公司新兴业务营收占比逐渐加大



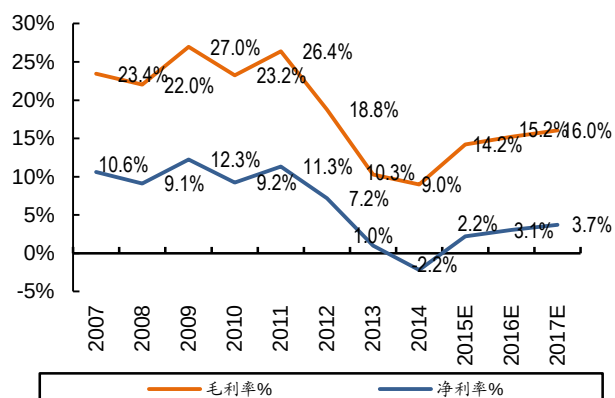
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 预计2015年公司净利由亏转盈



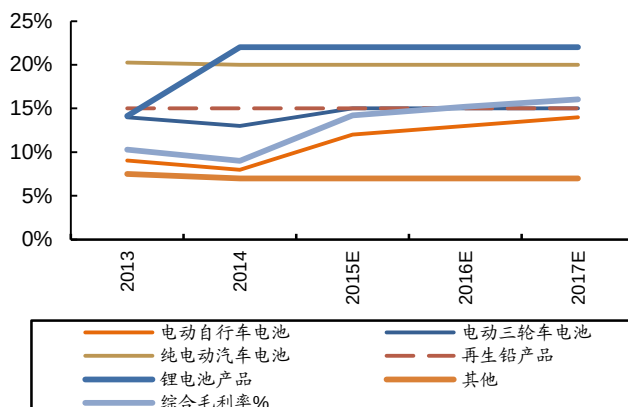
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图3: 2015年开始利润率有望复苏



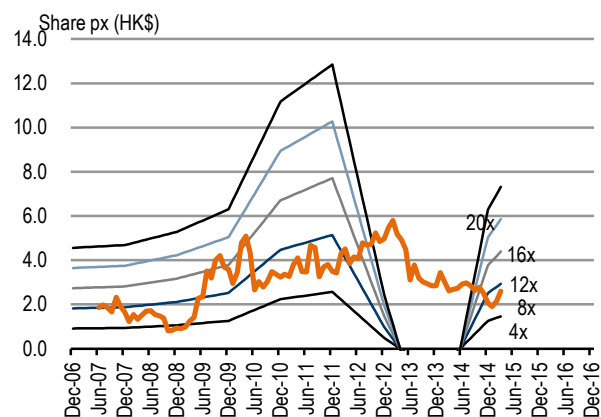
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图4: 锂电、纯电动汽车电池是毛利率回升驱动因素



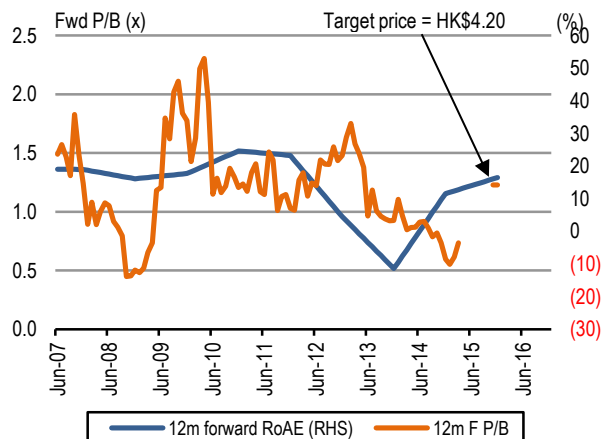
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图5: Forward P/E Band



来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图6: Forward ROE vs P/B



来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

两家公司业绩发布会向市场释放积极信号

天能动力 (819 HK) 公布2014年度业绩: 营收同比上升3%至140.44亿元 (人民币, 下同); 毛利同比下降10%至12.63亿元; 归属股东净利润为净亏损3.05亿元, 2013年同期1.35亿元; 每股净亏损为人民币0.27元; 董事会建议不派发末期股息。

业绩低于预期, 但不必担心: 公司营收低于我们预测0.7%, 毛利低于我们预测29%, 净利我们预测是微利 (预测1.1亿元, 实际亏损3.05亿元); 总体业绩低于我们预期。主要原因是2014年电动自行车电池价格低于预期 (2014年86.3元/只, 同比下降5%), 以及对2014年相关费用的计提 (2014年销售费用同比增长58%)。2014年销售费用增速明显高于营业收入增速, 管理层指引2015年费用控制方面将会让市场满意。

错位发展、目标2020年新兴业务占80%: 超威动力 (951 HK) 和天能动力两家2014年在电动自行车电池市场份额分别是43%、35%。两家在市场份额追逐方面均已显露疲态, 超威2014年亏损2000万, 达到预期的盈利底线; 而天能动力在追赶市场份额的过程中亏损更多。2015年天能继续转型高毛利率的纯电动汽车、锂电池、铅回收业务, 2014年新兴业务营收占比已经达到33%, 预计2015年传统业务 (电动自行车电池) 已经触底、不会更坏。

价格战结束已现曙光: 两家于业绩发布会上明确表示2015年均无扩产计划, 在保证市场份额不降低的情况下更加关注企业盈利。近期, 当地市一级领导开始出面协调, 另外两家在经历亏损之后对盈利的渴望增强。天能管理层指引2015年销售收入同比增长20%, 其中只有5%来自传统业务价格的提升 (没有销量的提升), 其余来自新兴业务的增长。另外, 2015年是环保政策和行业准入标准倒逼行业整合的最后一年, 预计行业集中度将进一步提高, 即使电池价格小幅提升, 高额的综合投入成本 (包含环保成本) 也足够压制新增产能进入市场。管理层进一步透露, 2015年一季度没有价格战, 市场供求关系缓和, 具体后续提价时间取决于两家进一步沟通协调, 但有些可以很容易做到, 比如将电池的三包期缩短 (原来15个月, 现在8个月, 相当于每只电池节约费用1.6元)。

表1: 预计2015年公司销售费用的营收占比将降低至4% (2014年4.6%)

百万人民币	2014	2013	同比增长%	备注
营业收入	14,044	13,635	3.0%	电动自行车电池销售收入同比下降 10%, 电动三轮车电池销售收入同比增长 31.5%, 纯电动汽车动力电池销售收入同比增长 87.2%, 锂电池销售收入同比增长 46.2%
销售成本	(12,780)	(12,231)	4.5%	
毛利	1,263	1,404	-10.0%	毛利率 9%, 同比下降 1.3 个百分点
销售及分销成本	(652)	(413)	57.9%	运输费用、广告费用增加
行政开支	(352)	(367)	-4.2%	费用管控所致
研发成本	(405)	(355)	13.9%	研发材料费用减少
融资成本	(206)	(144)	43.3%	付息贷款总额增加, 长期贷款占比增加
除税前溢利	(407)	141	N/A	期间费用增幅高于毛利增幅
所得税	114	(11)	N/A	2014 年税前亏损, 税收抵免
归属母公司净利润	(305)	135	N/A	
基本每股盈利 (元)	(0.27)	0.12	N/A	

来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

2015 年新兴业务是盈利主要驱动因素

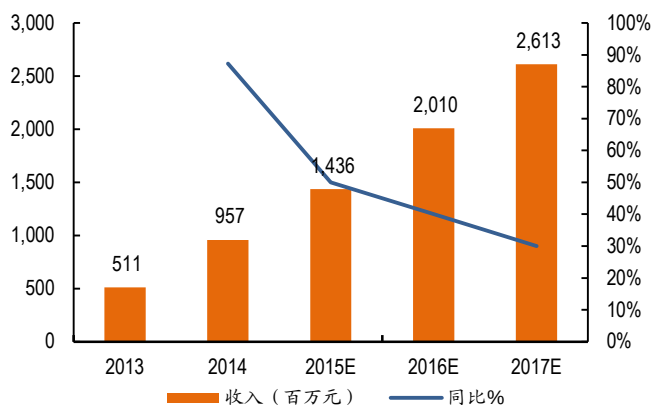
低速电动汽车迎来爆发期：微型低速电动汽车经济实惠，不需要政府额外的补贴，符合新能源汽车的发展趋势。2010-2014年，不少地方政府相继出台扶持性政策，如山东、江苏、广东、河南等。近期，福建省出台政策，允许低速电动车合法上牌上路，成为国内首个低速电动汽车推广省份。2014年公司该业务营收占比6.8%，2017年有望增至11.6%。根据咨询公司IPSOS的数据，2014年公司在低速电动汽车电池领域市占率55%。

锂电池业务正处于风口：2014年，公司锂电销售收入1.8亿元，同比增长46%；公司目前已是国内第一大电动自行车锂电池供应商，一旦该市场启动，料公司可以把握机会。除了锂电自行车市场外，公司已进入锂电电动汽车市场，下游客户包括时风、奇瑞、康迪等，锂电池产能1.25Gwh已进入全国前三。根据渠道调研，2015年新能源汽车销量暴增，动力锂电池供不应求，我们预计2015年公司锂电收入同比增长150%至4.5亿元。

铅回收业务继续扩大规模：从2008年开始，公司开始电池回收业务发展，目前已拥有两个生产基地，分别位于华东及华北地区。华东再生基地已投产超过两年，于2014年其生产已更趋成熟，为公司带来4.26亿元销售收入，同比增长93.2%，是公司增长最迅速的业务板块。而华北再生基地的建设于2014年已基本完成，预计于2015年贡献收入。

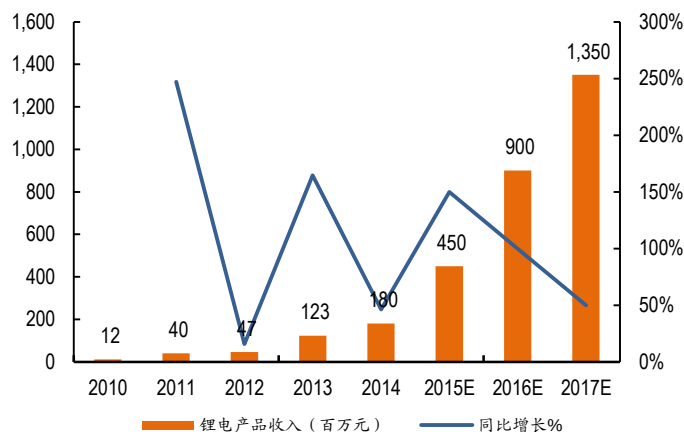
高毛利率的新兴业务是盈利回归的驱动因素：从下图我们可以看出，新兴业务（低速电动汽车、锂电池、电动三轮车、铅回收）的毛利率均明显高于传统业务（电动自行车电池），2015年新兴业务营收占比将达到37%，转型趋势明显。

图7：2015-2017年纯电动汽车电池收入CAGR40%



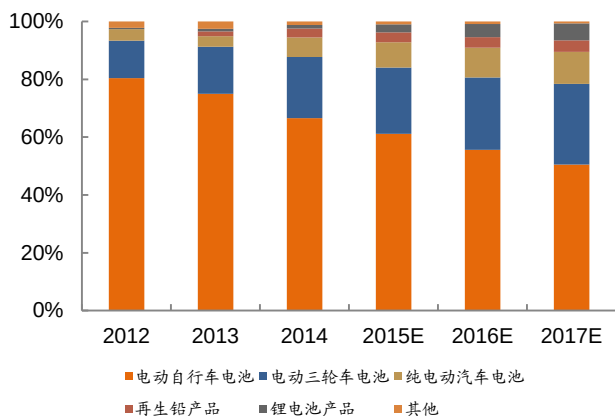
来源：公司资料，招商证券（香港）

图8：2015-2017年低速电动汽车电池收入CAGR96%



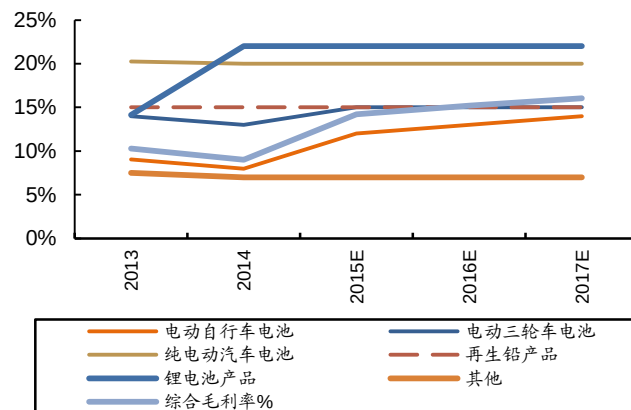
来源：公司资料，招商证券（香港）

图9：预计公司新兴业务营收占比逐渐加大



来源：公司资料，招商证券（香港）

图10：锂电、纯电动汽车电池是毛利率回升驱动因素



来源：公司资料，招商证券（香港）

盈利预测调整

我们上调公司2015-2016年净利预测47.9%、50.8%，基于：1）上调2015-2016年营收预测0.5%、8.7%，因为预期在2015年淘汰落后产能之后，公司传统业务销量仍有9%增长；2）上调2015-2016年传统业务毛利率至12%、13%，因为2015年一季度以来铅价同比下降10%（认为趋势可以延续）以及价格战缓和有助电池售价提升，因此拉动2015-2016年综合毛利率分别提升0.7、0.7个百分点；3）公司营收基数大，且盈利微薄，对利润率比较敏感。

公司的资产负债表比较健康：电池具有类消费品属性，电池卖给下游独家经销商，相对天能的市场地位，经销商没有任何优势，因此应收账款没有问题（经销商大部分是现金拿货）；公司经营现金流很好，2015-2016年资本开支是下降的，而且社会融资成本也在下降，也不是重资产行业，现金流和负债压力都不大。

表2：天能分业务营收、毛利率

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
电动自行车电池收入	10,391	9,354	10,014	10,924	11,835
销量（百万只）	114	108	110	120	130
价格（元，不含税）	91	86	91	91	91
电动三轮车电池收入	2,251	2,959	3,770	4,930	6,525
销量（百万只）	16	20	26	34	45
价格（元，不含税）	141	145	145	145	145
纯电动汽车电池收入	511	957	1,436	2,010	2,613
再生铅产品收入	220	426	554	720	936
锂电池产品收入	123	180	450	900	1,350
其他	359	168	168	168	168
合计营收	13,635	14,044	15,837	18,932	22,490
YoY%	38%	3%	13%	20%	19%
营收占比%					
电动自行车电池	76%	67%	63%	58%	53%
电动三轮车电池	17%	21%	24%	26%	29%
纯电动汽车电池	4%	7%	9%	11%	12%
再生铅产品	2%	3%	3%	4%	4%
锂电池产品	1%	1%	3%	5%	6%
其他	3%	1%	1%	1%	1%
合计	100%	100%	100%	100%	100%
毛利率%					
电动自行车电池	9.1%	8.0%	12.0%	13.0%	14.0%
电动三轮车电池	14.0%	13.0%	15.0%	15.0%	15.0%
纯电动汽车电池	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
再生铅产品	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
锂电池产品	14.1%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
其他	7.5%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
综合毛利率%	10.3%	9.0%	14.2%	15.2%	16.0%

来源：公司资料，招商证券（香港）

表3：盈利预测调整

	2015E			2016E		
（百万人民币）	调整前	调整后	变动%	调整前	调整后	变动%
营业收入	15,754	15,837	0.5%	17,420	18,932	8.7%
营业毛利	2,127	2,248	5.7%	2,526	2,879	14.0%
归属母公司净利润	236	350	47.9%	383	578	50.8%
EPS（元）	0.22	0.31	47.9%	0.35	0.52	50.8%
毛利率%	13.5%	14.2%	0.7 pct	14.5%	15.2%	0.7 pct
净利率%	1.5%	2.2%	0.7 pct	2.2%	3.1%	0.9 pct

来源：公司资料，招商证券（香港）

估值与评级

2015年公司转型错位发展，盈利预计反转，同时弹性较大，维持“买入”评级

我们的DCF目标价HK\$4.20（较前次目标价上浮25%），隐含2015年P/E10.7x，潜在涨幅59%。我们的DCF假设包括：WACC8.9%、无风险利率4.6%、股权风险溢价10.68%、贝塔系数1.10、税前债务成本6.8%、永续增长率2%。

我们上调目标价基于：1）上调2015年传统业务产品价格、下调铅成本10%，因为我们认为今年传统业务产品存在价格小幅调整的可能，另外2015年铅价下行对全年毛利率有正面贡献；2）下调2015年销售费用，预计2015年其占营收比例降至4%；3）2014年新兴业务营收占比超预期，2015年营收占比有望达到40%。我们预计公司2015年将同比由亏转盈，2015-2017年营收CAGR17%、2016-2017年净利CAGR55%。

相对估值法验证

根据我们的盈利预测，公司当前股价对应6.7x2015P/E、0.2x2014P/S、0.9x2014P/B；与A股同业相比，公司非常便宜；与港股同业相比，公司也不贵（两家市场份额接近，技术水平相当，且业务各有侧重）。我们的2015-2017年净利预测较香港市场一致预期高63%、59%、59%，主要原因是公司市值较小、市场关注度不高，以及公司营收大（2014年140亿销售收入）、利润弹性很大。

表4: DCF估值假设和目标价

WACC 计算		DCF 目标价 (HK\$百万)	
无风险利率-%	4.6%	现金流现值	2,037
贝塔	1.10	2024 年 FCF	608
风险溢价-%	10.68%	永续增长率	2%
权益成本-%	16.3%	终值折现值	3,935
债务成本-%	6.8%	企业价值	5,972
税率%	28%	净债务	2,232
税后债务成本-%	4.9%	权益价值	3,740
目标负债率-%	65%	股份数 (百万)	1,112
WACC-%	8.9%	DCF 目标价	HK\$4.20

来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

表5: CMS预测vs彭博一致预期

人民币百万	CMS(HK)			市场预期			差异(%)		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
营业收入	15,837	18,932	22,490	16,531	18,910	21,830	-4.2%	0.1%	3.0%
毛利	2,248	2,879	3,607	2066	2506	2729	8.8%	14.9%	32.2%
净利润	350	578	840	215	365	527	63.0%	58.5%	59.4%
EPS(RMB)	0.31	0.52	0.76	0.20	0.31	0.47	63.0%	58.5%	59.4%
毛利率%	14.2%	15.2%	16.0%	12.5%	13.3%	12.5%	1.7 pct	2.0 pct	3.5 pct
净利率%	2.2%	3.1%	3.7%	1.3%	1.9%	2.4%	0.9 pct	1.1 pct	1.3 pct

来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

表6: 铅酸电池同业比较

公司	代码	市值 Mil	股价	PB			PE			ROE%		
				2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
天能动力	819 HK	2,935	2.64	0.9	0.8	0.7	N/A	6.7	4.1	-11.4	11.6	16.4
超威动力	951 HK	4,403	4.38	1.6	1.5	1.1	14.8	12.4	7.7	23.5	13.7	19.3
行业均值				1.3	1.1	0.9	3.5	9.6	5.9	6.0	12.6	17.9
南都电源	300068 CH	8,536	14.11	2.9	2.8	2.7	50.9	44.8	34.0	5.9	6.4	7.9
圣阳股份	002580 CH	3,941	32.30	N/A	N/A	N/A	131.8	82.8	52.5	N/A	N/A	N/A
骆驼股份	601311 CH	18,704	21.96	5.3	4.6	3.9	36.1	27.5	21.5	14.7	17.4	18.9
行业均值				4.1	3.7	3.3	73.0	51.7	36.0	10.3	11.9	13.4

来源: Bloomberg, 招商证券 (香港)

财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	4,539	4,621	4,563	5,412	6,388
现金	943	1,625	1,286	1,519	1,786
交易性投资	3	0	0	0	0
应收票据	629	583	658	786	934
应收款项	428	284	320	382	454
其它应收款	91	133	150	179	213
存货	1,857	1,551	1,649	1,948	2,291
其他	589	445	501	598	710
非流动资产	3,365	4,093	4,580	4,985	5,314
长期股权投资	1	0	0	0	0
固定资产	2,893	3,447	3,934	4,340	4,669
无形资产	0	0	0	0	0
其他	472	645	645	645	645
资产总计	7,904	8,714	9,143	10,397	11,702
流动负债	4,157	4,862	4,955	5,741	6,384
短期借款	2,143	2,500	2,445	2,780	2,905
应付账款	956	938	997	1,178	1,385
预收账款	0	0	0	0	0
其他	1,058	1,424	1,513	1,783	2,094
长期负债	685	1,106	1,106	1,106	1,106
长期借款	655	1,074	1,074	1,074	1,074
其他	31	33	33	33	33
负债合计	4,842	5,968	6,061	6,848	7,490
股本	109	109	109	109	109
资本公积金	876	886	886	886	886
留存收益	2,018	1,679	2,029	2,519	3,215
少数股东权益	60	72	58	35	3
归属于母公司所有者权益	3,002	2,674	3,023	3,514	4,210
负债及权益合计	7,904	8,714	9,143	10,397	11,702

现金流量表

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	938	777	689	916	1,182
净利润	135	-305	350	578	840
折旧摊销	192	226	263	295	321
财务费用	144	206	223	232	244
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	472	638	-133	-166	-191
其它	-5	12	-14	-23	-33
投资活动现金流	-487	-829	-750	-700	-650
资本支出	-793	-818	-750	-700	-650
其他投资	306	-11	0	0	0
筹资活动现金流	-322	735	-278	16	-265
借款变动	-3	969	-55	335	124
普通股增加	1	0	0	0	0
资本公积增加	21	10	0	0	0
股利分配	-209	-40	0	-87	-145
其他	-132	-204	-223	-232	-244
现金净增加额	129	683	-339	232	267

利润表

单位: 百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	13,635	14,044	15,837	18,932	22,490
营业成本	12,231	12,780	13,589	16,053	18,883
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	413	652	633	757	900
管理费用	827	879	992	1,186	1,408
财务费用	144	206	223	232	244
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	20	-474	400	705	1,055
营业外收入	178	140	140	140	140
营业外支出	57	73	73	73	73
利润总额	141	-407	467	772	1,122
所得税	11	-114	131	216	314
净利润	130	-293	336	555	807
少数股东损益	-5	12	-14	-23	-33
归属于母公司净利润	135	-305	350	578	840
EPS (元)	0.12	(0.27)	0.31	0.52	0.76

主要财务比率

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
年成长率					
营业收入	38%	3%	13%	20%	19%
营业利润	-97%	N/A	N/A	76%	50%
净利润	-81%	N/A	N/A	65%	45%
获利能力					
毛利率	10.3%	9.0%	14.2%	15.2%	16.0%
净利率	1.0%	-2.2%	2.2%	3.1%	3.7%
ROE	4.5%	-11.4%	11.6%	16.4%	20.0%
ROIC	2.6%	-3.1%	6.8%	9.1%	11.4%
偿债能力					
资产负债率	61.3%	68.5%	66.3%	65.9%	64.0%
净负债比率	35.4%	41.0%	38.5%	37.1%	34.0%
流动比率	1.1	1.0	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
营运能力					
资产周转率	1.7	1.6	1.7	1.8	1.9
存货周转率	6.4	7.5	8.5	8.9	8.9
应收帐款周转率	26.9	39.5	52.5	53.9	53.8
应付帐款周转率	16.4	13.5	14.0	14.8	14.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.12	-0.27	0.31	0.52	0.76
每股经营现金	0.85	0.70	0.62	0.82	1.06
每股净资产	2.71	2.40	2.72	3.16	3.79
每股股利	0.04	0.00	0.08	0.13	0.19
估值比率					
PE	17.3	N/A	6.7	4.1	2.8
PB	0.8	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	16.8	N/A	6.7	4.9	3.7

资料来源: 公司报表, 招商证券(香港)预测

投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则15(a)-6条款所容许外, 招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828