

新材料研究小组 分析师: 何卫江  
 执业证书编号: S0730511050001  
 hewj@ccnew.com  
 联系人: 牟国洪 021-50588666-8039

## 迎行业拐点 通信、动力、储能三大马车并驾齐驱

——南都电源 (300068) 调研报告

### 研究报告-调研报告

买入(首次)

发布日期: 2011年11月24日

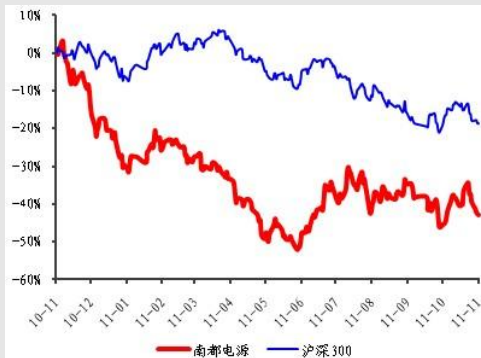
#### 市场数据 (2011-11-23)

收盘价 (元)	17.08
一年内最高/最低 (元)	37.50/14.10
上证指数	2584.01
市净率 (倍)	1.99
流通市值 (亿元)	23.86

#### 基础数据 (2010-09-30)

每股净资产 (元)	8.64
每股经营现金流 (元)	(1.10)
毛利率 (%)	17.68
净资产收益率-摊薄 (%)	1.13
资产负债率 (%)	8.50
总股本/流通股 (万股)	29760/13970
B股/日股 (万股)	0/0

#### 个股相对沪深 300 指数表现



#### 联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

#### 报告关键要素:

公司主营阀控密封式铅酸蓄电池, 在通信细分领域位居前三甲。受铅酸行业环保整顿影响, 公司迎来历史最好发展机遇, 并确定通信、动力、储能为未来发展的三大支撑产业。

#### 投资要点:

- **铅酸行业迎最严厉环保整顿暴。** 2011 年 5 月, 血铅事件诱发的环保整顿席卷行业, 截止 7 月底, 国内主要省份铅酸电池生产企业总数为 1930 家, 关闭与整顿占比达 80%。随着整顿及准入条件的实施, 生产环节的污染将得到实质性解决。
- **铅酸电池行业拐点已现。** 受行业整顿影响, 铅酸电池供给下降, 而通信、动力、储能领域需求保持稳步增长, 供需矛盾逐渐显现, 铅酸电池生产企业拐点逐步显现。
- **通信、储能、动力三大马车并驾齐驱。** 公司紧抓铅酸电池行业发展拐点, 积极实施外延并购发展战略。公司分别收购华宇电源 51% 与五峰电源 80% 的股权, 迅速进军动力电池领域; 拟收购成都国舰 51% 的股权, 做大储能领域份额。
- **公司优势显著。** 公司募投项目 350 万 KVAh 阀控密封式铅酸电池生产线已达产, 现金优势有望进一步实施外延并购战略; 公司产品在通信细分领域位居前三, “Narada 南都” 商标被认定为 “中国驰名商标”, 拥有遍及全球的销售网络, 并已具备较强的技术创新能力。
- **盈利预测与投资建议:** 预测公司 2011 年和 2012 年每股收益分别为 0.28 元和 0.84 元, 按 11 月 23 日 17.08 元收盘价计算, 对应动态市盈率分别为 61 倍和 20 倍。目前估值相对较高, 考虑行业景气与公司的高成长性预期, 首次给予公司 “买入” 投资评级。
- **风险提示:** 铅酸行业环保整顿后续执行不力; 铅及上游原材料大幅波动; 电动自行车市场拓展不力。

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	13.04	14.53	13.33	30.54	44.76
增长比率 (%)	-16.77	11.41	-8.28	129.12	46.59
净利润 (亿元)	1.61	0.82	0.83	2.51	4.02
增长比率 (%)	38.17	-49.23	1.36	203.38	60.05
每股收益 (元)	0.86	0.36	0.28	0.84	1.35
市盈率 (倍)	20.93	50.00	61.43	20.25	12.65

## 目 录

1. 公司概况.....	4
2. 行业分析.....	4
2.1 铅酸电池: 历史悠久 生命力旺盛.....	4
2.2 受环保整顿 铅酸电池供给下降.....	5
2.3 期待《准入条件》之后的再次“环保风暴”.....	6
2.4 行业拐点显现.....	7
3. 紧抓行业拐点 通信、储能、动力三大马车并驾齐驱.....	8
3.1 通信领域优势显著 进一步做大做强.....	8
3.1.1 通信市场 稳步增长.....	8
3.1.2 通信细分领域 行业地位与渠道优势显著.....	8
3.2 快速切入动力电池市场.....	9
3.2.1 动力电池 电动自行车仍是主力.....	9
3.2.2 收购优质标的 迅速切入动力市场.....	10
3.3 第三驾马车: 储能电池.....	10
3.3.1 新能源储能电池 潜力无限.....	10
3.3.2 储能用电池 战略清晰.....	11
3.4 关注超募项目与外延扩张.....	12
4. 公司经营分析.....	13
4.1 公司业绩迎拐点.....	13
4.2 盈利能力恢复显著.....	14
4.3 创新能力强 成长性值得关注.....	14
4.4 期间费用率上升 预计逐步回落.....	15
5. 盈利预测与投资建议.....	16
6. 风险提示.....	16
行业投资评级.....	18
公司投资评级.....	18
重要声明.....	18
免责条款.....	18
转载条款.....	18

## 图表目录

图表 1: 铅酸蓄电池按应用领域分类及特点 .....	5
图表 2: 2006-2011 年铅酸电池产量及同比增速 .....	5
图表 3: 铅酸电池月度产量及同比增速 (2011 年) .....	5
图表 4: 2008-2011 年主要血铅事件 .....	6
图表 5: 我国主要省市铅酸电池生产企业整顿情况 .....	6
图表 6: 国内铅酸电池生产企业毛利率 (%) .....	7
图表 7: 2005-2011 年通信行业固定资产投资及增速 .....	8
图表 8: 2001-2010 年电动自行车产量及同比增速 .....	9
图表 9: 铅酸动力电池龙头企业营收与净利润 .....	10
图表 10: 铅酸动力电池龙头企业毛利率 (%) .....	10
图表 11: 2006-2014 年国内光伏电池组件装机量及累计装机量 .....	11
图表 12: 公司募投项目概况 (投资进度截止 2011 年 3 季报) .....	12
图表 13: 2007-2011 年公司总产能及销量 .....	12
图表 14: 2007-2011 年公司营收、净利润及同比增速 .....	13
图表 15: 2007-2011 年公司营收构成 (按区域) .....	13
图表 16: 2009-2011 年公司单季度营收及同比增速 .....	14
图表 17: 2009-2011 年公司单季度净利润及增速 .....	14
图表 18: 2007-2011 年公司毛利率与销售净利率 .....	14
图表 19: 2009-2011 年公司单季度销售毛利率与净利率 .....	14
图表 20: 2007-2010 年研发支出及营收占比 .....	15
图表 21: 2007-2011 年公司期间费用率 .....	16
图表 22: 可比公司估值 .....	16
图表 23: 公司盈利预测 .....	17

## 1. 公司概况

公司前身系原浙江南都电源工业有限公司成立于1997年12月，注册资本为2500万元；2000年8月整体变更为浙江南都电源动力股份有限公司，注册资本增至5488万元；2010年4月发行上市登陆资本市场，发行后总股本为24800万股。公司专业从事通信电源、绿色环保储能应用产品研究、开发、制造和销售，铅酸电池总产能为350万KVAh，主导产品阀控式密封铅酸蓄电池在通信细分领域位居前三甲，公司注册商标“Narada南都”被认定为“中国驰名商标”。公司抓住铅酸行业发展拐点，积极进军动力与储能市场，确定以“通信、动力、储能”为未来发展的三大支撑产业。2011年1-9月，公司实现营业收入90033万元，同比下降10.73%，实现净利润2908万元，同比大幅下降42.50%。

## 2. 行业分析

### 2.1 铅酸电池：历史悠久 生命力旺盛

铅酸电池、镍氢电池、锂离子电池同属于二次电池，其中铅酸电池距今已有150余年的历史，其特点是容量大、安全可靠性强、性价比高。2009年，国内电池总产值约1405亿元，而铅酸电池总产值为540亿元，产值占比达38.34%，远高于锂离子电池的14.59%，显示出旺盛的生命力。

随着新技术、新材料、新结构的进展，铅酸二次电池将向高比能量、高性价比、宽温度适应性、长使用寿命方向发展，推动整个铅酸电池产业的不断升级与进步，如免维护、密封环保阀控铅酸电池的应用。2009年美国奥巴马宣布拨款24亿美元支持“下一代电池和电动车”生产项目中，传统的铅酸电池也从中受益，分别是Exide受助3430万美元发展铅-炭电极生产先进的铅酸蓄电池，East Penn受助3250万美元生产铅酸电池同超级电容器结合的超电池，目标均指向动力汽车。目前，铅酸电池广泛用于交通运输、通讯、电力等领域，根据其应用领域一般可分为汽车起动电池、动力电池和后备与储能(固定电池)。

图表 1: 铅酸蓄电池按应用领域分类及特点

序号	项目	主要用途	放电深度	放电性能	寿命
1	汽车起动电池	汽车、摩托车、拖拉机、船舶、内燃机等点火、起动和照明用	浅放电	大电流放电特性好	一般
2	动力电池	电动车助力车、电动叉车、电动道路车等动力用	深放电	放电能量大	较长
3	后备与储能电池	通信基站的备用电源以及太阳能光伏电站和风能电站的储能电源	深放电	深度放电性能好	长

资料来源: 骆驼股份招股书, 中原证券

2009年, 汽车起动电池、动力电池和后备与储能电池占据全国铅酸电池的主要市场, 用量占比分别为48%、26%和15%。

## 2.2 受环保整顿 铅酸电池供给下降

2006年, 我国铅酸电池总产量为6011KVAh, 至2010年增至14417KVAh, 2006-2010年的年均复合增长率达24.45%, 显示铅酸电池仍具有旺盛的生命力。2011年1-9月份, 全国铅酸电池累计产量为10133万KVAh, 同比小幅下降0.62%; 具体至月度看, 6月份全国铅酸电池总产量为965万KVAh, 创年内新低, 同比大幅下降-18.42%; 7-9月产量环比略有增长, 但9月份产量为1153万KVAh, 同比下降幅度为8.23%。

图表 2: 2006-2011 年铅酸电池产量及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图表 3: 铅酸电池月度产量及同比增速(2011 年)



资料来源: Wind, 中原证券

2011年5月以来, 铅酸电池产量同比大幅下降的原因是铅酸行业的环保整顿, 整顿表面原因是2011年以来各地频现的血铅及铅中毒事件, 但重大血铅事件早在2008年就已出现, 我们认为其内在因素在于政府转变经济发展模式, 贯彻人与社会和谐发展的执政理念。



**图表 4: 2008-2011 年主要血铅事件**

时 间	简 介	原 因
2008.12	河南省卢县, 高铅血症 334 人, 铅中毒 103 人。	冶炼厂排放的废气、废水
2009.08	陕西凤翔县, 至少 615 名儿童铅超标。	锌冶炼公司排放废水、废气
2009.08	湖南武冈文坪镇, 1354 人血铅疑似超标, 其中 600 名儿童。	精炼锰加工厂为血铅超标污染源
2009.12	广东清远市工业区内, 44 名儿童铅超标。	-
2010.01	江苏大丰, 51 名 16 岁以下儿童血铅含量超标。	大丰市盛翔电源有限公司是污染的源头
2010.02	湖南嘉禾县 250 名儿童血铅超标。	炼铅企业腾达公司环保不达标
2010.03	湖南郴州市一共查出 152 人血铅超标, 45 人铅中毒。	-
2010.03	四川隆昌县渔箭镇 94 名村民血铅检测结果异常。	源头为制铅企业隆昌忠义合金有限公司
2010.06	湖北省咸宁市崇阳县 30 名成人和儿童血铅超标。	湖北吉通蓄电池有限公司违规生产
2011.01	安徽省安庆市怀宁县高河镇 100 多名儿童血铅超标	疑为当地电源厂污染所致
2011.03	浙江台州市椒江区上陶村, 过半村民血铅含量超标。	蓄电池制造企业违规排放含铅废水、废气
2011.05	浙江省湖州市德清县, 332 人血铅超标。	浙江海久电池股份有限公司违法违规生产

资料来源: 中原证券

从国内各省环保厅公示看: 截止2011年7月, 国内主要省份铅酸电池总数为1930家, 其中取缔关闭数为583家, 占比为30.21%; 停产整顿数为1015家, 占比达52.59%; 而在产的仅为252家。

**图表 5: 我国主要省市铅酸电池生产企业整顿情况**

省市	铅酸电池厂总数	取缔关闭数	停产整顿数	生产	在建	关闭与整顿占比(%)
浙江	328	205	102	14	7	93.60
江苏	484	158	272	36	18	88.84
广东	191	27	134	27	3	84.29
山东	133	28	81	16	8	81.95
河北	105	13	76	15	1	84.76
安徽	102	28	56	15	3	82.35
河南	95	28	51	9	7	83.16
江西	60	12	29	14	5	68.33
四川	58	34	13	5	6	81.03
全国	1930	583	1015	252	80	82.80

资料来源: 各省环保厅, 中原证券

### 2.3 期待《准入条件》之后的再次“环保风暴”

从铅酸行业完整产业链看, 其污染来源于两方面: 一是生产环节; 二是回收环节。其中, 生产过程中的主要污染物为铅烟、铅尘及含铅废水, 其排放情况与企业的技术与管理水平相关。目前, 国内对铅烟、铅尘、硫酸雾和含铅废水的处理方法及技术已成熟, 通过设置相关环保设施以及严格的环保治理与管理, 生产过程中的污染可以控制。前述的铅污染事件主要原因是企业投入不足与管理问题。而即将出台的《铅酸电池行业准入

条件》中：一是明确了生产有害因素部门边界至居住区边界的最小距离，即卫生防护距离；二是限制了年产规模，同时对生产过程环节中的可能污染源进行严格的控制。通过此次环保整顿及准入条件的逐步规范实施，生产环节的污染有望得到实质性解决。

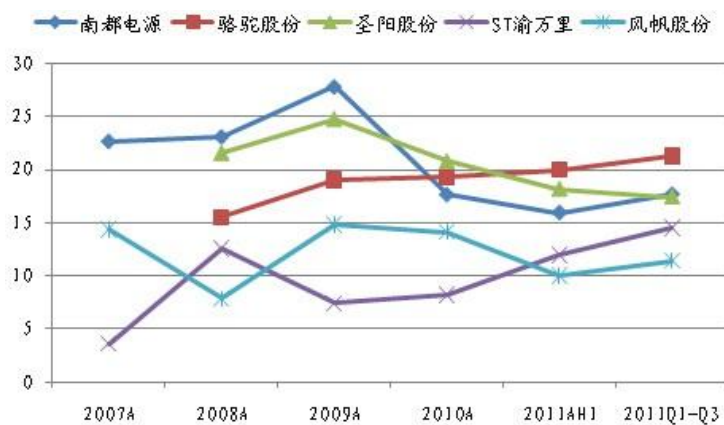
铅酸行业最主要的污染来源于废旧铅酸电池的回收处理，表现在两方面：一是再生铅回收的处理技术方面。目前，国内再生铅行业以火法冶炼技术为主，能耗大；而国外采用湿法冶炼，处理过程自动化程度高、无污染，其关键是保证有足够的处理原料与相关政策支撑。二是废旧商品(包括铅酸、锂离子等电池)回收治理法律法规的欠缺或不健全。以废旧电池为例，国外对回收厂商进行严格的准入制度，同时电池厂商需付费给回收厂商，双重制度可保证足够的废旧电池处理量和回收企业长期健康发展。

2011年11月，国务院发布《关于建立完整的先进的废旧商品回收体系意见》，主要目标是至2015年，初步建立起网络完善、技术先进、分拣处理良好、管理规范是现代废旧商品回收体系，各主要品种废旧商品回收率达到70%，其中包括铅酸电池，同时拟成立废旧产品处理基金，资金来源于从电器电子产品生产企业中征收。

## 2.4 行业拐点显现

由于行业环保整顿导致铅酸电池出货量同比下降，同时从整顿至今，未审批新的铅酸蓄电池项目，且后续新建铅酸电池项目实行审批终身制，势必将加大新建项目的审批力度。从国内铅酸电池主要上市公司毛利率看，2011年前三季度毛利率环比上半年略有上升。考虑此次环保整顿的力度，我们认为铅酸电池行业拐点已现。

图表 6: 国内铅酸电池生产企业毛利率 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

### 3. 紧抓行业拐点 通信、储能、动力三大马车并驾齐驱

#### 3.1 通信领域优势显著 进一步做大做强

##### 3.1.1 通信市场 稳步增长

通信用后备电池是整个通信网络的关键基础设施，对网络稳定安全运行起到重要保障作用。通信用后备电池主要用于通信交换局、基站供电的直流系统等，替换周期为3-5年，总的采购金额约占通信固定资产投资的2-3%。2009年，国内通信固定资产投资达3725亿元，同比增长26.10%；2010年回落至3187亿元，2011年1-9月为2074亿元。据工信部电信研究院通信信息研究所预测：“十二五”期间，预计电信业投资将达到2万亿元的规模，较“十一五”期间增长36%。2011年1-9月，中国电信、中国移动、中国联通3G使用总数分别为2843万、4316万和302万。在“十二五”固定投资大背景下，且随着3G用户数的不断增加，预计通信行业固定投资将逐步回暖，该领域铅酸电池需求增速将保持在10%的水平。

图表 7：2005-2011 年通信行业固定资产投资及增速



资料来源：Wind，中原证券

近年来，世界各国通信投资业保持较快的增长势头，其中印度、俄罗斯、巴西、孟加拉国等都保持快速的发展势头，国内以华为技术、中兴通讯为代表的通信设备集成商的海外销售快速提高，且阿尔卡特-朗讯、艾默生等跨国企业增加了在国内采购铅酸电池的比重，这都将扩大国内铅酸电池的整体需求。

##### 3.1.2 通信细分领域 行业地位与渠道优势显著

公司专业从事通信电源、绿色环保储能应用产品研究、开发、制造和销售，并为后备电源、动力电源及特殊电源领域提供完整的解决方案和服务，主导产品阀控式密封铅酸蓄电池在通信细分领域具有领先优势，位居国内第三。目前，公司拥有18个系列190个品种的阀控密封蓄电池产品，9大系列1000多个品种的锂电池产品，是行业内产品系列最齐全的企业之一，目前产品下游以通信用和动力用为主。公司注册商标“Narada南都”



被认定为“中国驰名商标”。

目前，公司形成了全球销服一体化的营销体系，拥有最具专业化、国际化的营销团队，是国内同行业中海外市场占有率最高的企业。营销网络遍及世界五十余个国家和地区，国内市场覆盖29个省、市、区，海外市场已进入欧洲、中东、非洲、亚太、美洲等70余国，并成立了南都亚太、南都英国、南都菲律宾、南都马来西亚、南美办事处等营销服务机构。

同时，公司利用超募资金7618万元建设的年产4000万Ah通信用磷酸亚铁锂电池技术改造项预计将于2011年底完成，项目建成后将与现有市场形成互补，进一步增强公司在通信细分领域的行业地位。

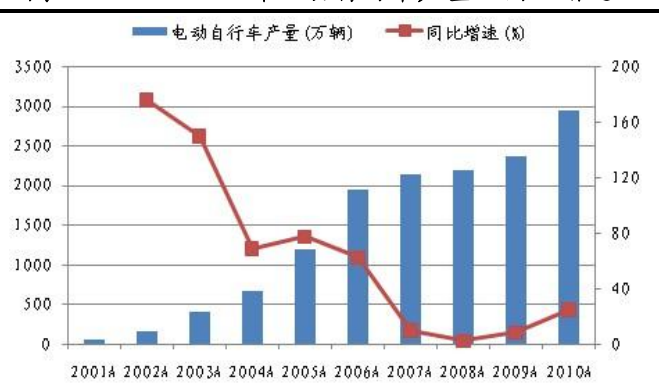
### 3.2 快速切入动力电池市场

#### 3.2.1 动力电池 电动自行车仍是主力

铅酸蓄电池作为动力电池主要应用在电动自行车领域，并占据电动自行车95%以上的市场份额。2010年，全国电动自行车产量为2954.4万辆，同比增速为24.71%，全国电动自行车保有量约为1.3亿辆。电动自行车用铅酸电池的使用寿命为1-2年，每年需更换蓄电池近7000万套。根据每辆自行车350元的电池成本，新增电动自行车市场蓄电池平均每年的市场容量约为100亿元，蓄电池更换市场为245亿元，预计未来5年国内电动自行车将形成800亿的市场需求，并将保持20%以上的增速。

2011年以来，电动自行车受到多重政策冲击，3月四部委出台《关于加强电动自行车行业管理的通知》，5月以来铅酸电池行业环保整顿开始，但1-8月份，规模以上产量仍超过了1000万辆，同比增长达41%。

图表 8：2001-2010 年电动自行车产量及同比增速

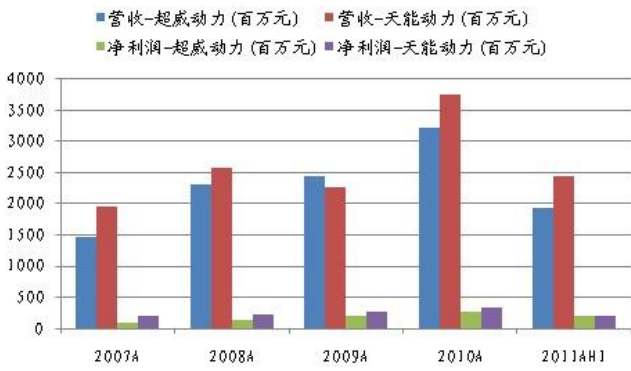


资料来源：圣阳股份招股书，中原证券

### 3.2.2 收购优质标的 迅速切入动力市场

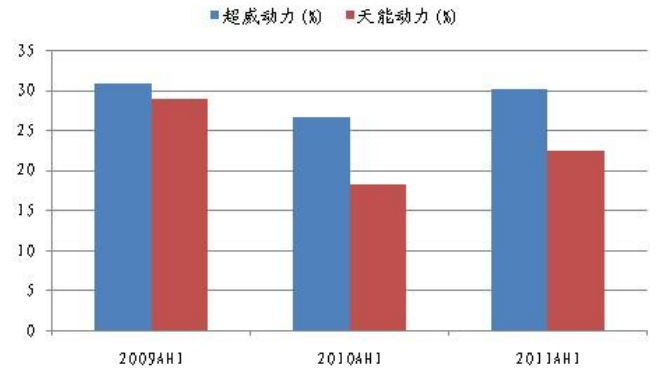
铅酸电池动力电池龙头企业超威动力与天能动力在2011年半年报中均提出，受行业整顿影响，公司销售毛利率均出现上升。预计下半年供需将进一步失衡，动力电池用铅酸电池未来提价预期较强。2011年9月，公司分别使用19380万元和4896万元超募资金用于收购界首市华宇电源有限公司51%股权及浙江长兴五峰电源有限公司80%股权。

图表 9: 铅酸动力电池龙头企业营收与净利润



资料来源: Wind, 中原证券

图表 10: 铅酸动力电池龙头企业毛利率 (%)



资料来源: Wind, 中原证券

华宇电源成立于2008年10月，公司位于安徽省界首市田营工业园(该工业园属于国家首批“城市矿产”示范基地和专业化的铅回收及利用基地，是全国最大的铅资源循环经济工业园)，占地160亩，目前具有年产1440万套极板及800万只电池的生产能力，是目前国内最大的动力电池及极板生产企业之一。2010年，公司实现营业收入6313万元，净利润-838万元；2011年1-8月，公司实现营业收入28073万元，净利润为3386万元，预计2011年全年净利润不低于7000万元。

五峰电源成立于2006年4月，是专业从事电动自行车电池的销售公司，其销售的“新五峰”电池品牌拥有分布全国的销售渠道和网络。2010年和2011年1-8月，公司净利润分别为-64万元和11万元。

上述两项收购完全符合公司的长期发展战略，并将充分借助现有的品牌、管理优势，对公司未来业绩产生积极的影响。同时，公司利用超募资金投资建设新型动力电池生产线项目中，将分别新增年产800MWh动力型锂离子电池和1000MWh动力高能阀控蓄电池，项目预计将于2014年达产。

## 3.3 第三驾马车：储能电池

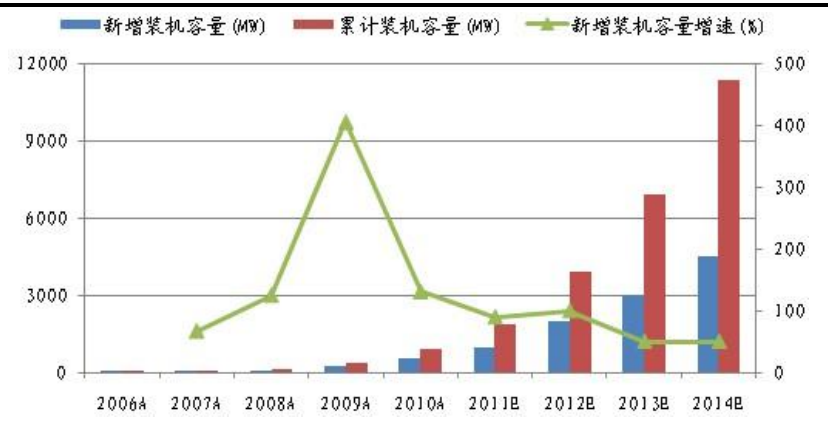
### 3.3.1 新能源储能电池 潜力无限

传统能源的日益匮乏和环境日趋恶化，极大地促进了以太阳能、风能为代表的新能源的发展，但它们发电存在随机性与间歇性特征，部分地区特别需要先进的储能技术作

支撑。以太阳能为例，2010年，全球新增装机容量16629MW，预计2011年新增21145MW，同比增长27.16%；2010年，国内累计光伏装机容量为900MW，预计2011新增装机容量1000MW，同比增长89.75%。2010年12月，财政部等四部门联合部署推进国内光伏发电规模化应用工作，公布首批13个特别区域作为示范开发区，旨在从2012年开始每年不低于1000MW太阳能光伏发电，至2020年，实现总装机容量20000MW的目标。

根据估算，未来2-3年“金太阳示范工程”将直接为铅酸电池生产企业带来9-10亿元的市场空间，加上地方财政支持，该工程市场空间预计达到20亿元以上。

图表 11: 2006-2014 年国内光伏电池组件装机量及累计装机量



资料来源：亚玛顿招股书，中原证券

为顺应“节能减排、低碳生活”的时代主题，各地政府已正式启动“光伏照明工程”或在节能减排工作目标实施方案中将光伏照明工程列入政府工作议程，如2008年北京启动的12万盏光伏照明工程中，使用约24万KVAh铅酸蓄电池，投资金额约1.2亿元。2011年11月，发改委公布了“白炽灯淘汰路线图”。预计未来2-3年内，光伏照明工程将直接为铅酸电池生产企业提供18-20亿元的市场空间。

### 3.3.2 储能用电池 战略清晰

公司拟与成都国舰股东-成都国晶能源有限公司、自然人陈恩保签订增资扩股协议，增资后公司将持股51%。成都国舰成立于2010年8月，位于成都西南航空工业港，从四川省环保厅环评公司看：国舰计划年产252万KVAh光伏能、风能、核能、电池储能电池等储能用胶体电池、大功率离子动力电池，其中铅酸蓄电池产能为220万KVAh，锂电池为32万KVAh。目前，国舰已完成厂房主体施工建设，产能将于2011年逐步释放。

在公司的超募资金建设项目中，将分别新增年产400MWh储能用锂离子电池和4000MWh储能用高能阀控蓄电池生产线，项目预计将于2014年达产，届时将进一步巩固公司在储能领域的行业地位。可见，通过并购与自建战略，公司将逐步加强在储能领域的竞争力。

### 3.4 关注超募项目与外延扩张

公司上市募投项目—南都阀控密封电池生产线项目已完全达产，2011年年产规模增至350万KVAh，同时4000万Ah通信用磷酸亚铁锂电池技术改造项目将于2011年年底达产。如公司顺利完成成都国舰的股权收购，公司铅酸电池总产能将增至570万KVAh。

图表 12: 公司募投项目概况(投资进度截止 2011 年 3 季报)

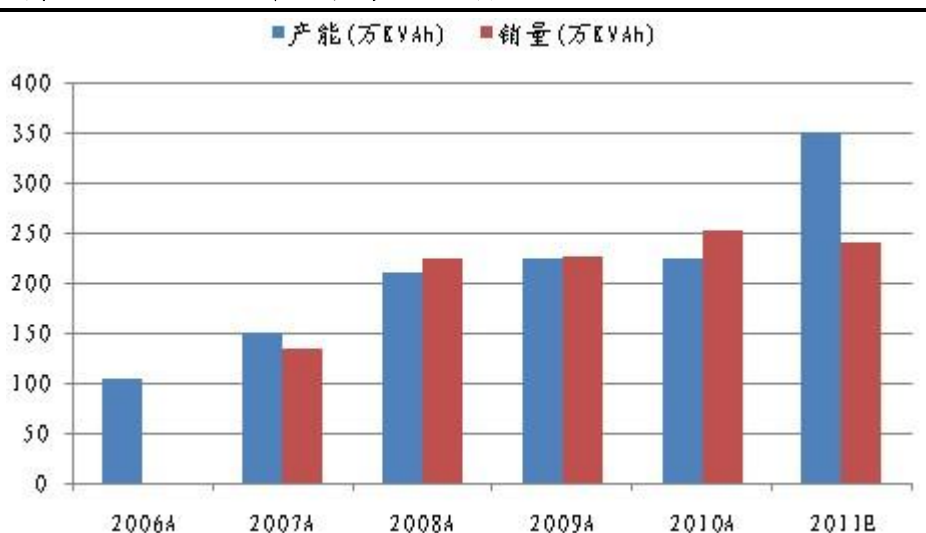
	项目名称	募集资金投入(万元)	投资进度(%)	预计使用	新增产能
募投项目	新建南都阀控密封电池生产线项目	49838	90.34	基本完成	350 万 KVAh
	研发基地建设项目	2250	-	基本完成	-
超募资金项目	新型动力及储能电池生产线建设项目	50059	18.82	2014 年底	见注 1
	年产 4000 万 Ah 通信用磷酸亚铁锂电池技术改造项目	7618	87.12	2011 年底	4000 万 Ah

注 1: 年产 800MWh 动力型锂离子电池、400MWh 储能用锂离子电池生产线; 年产 1000MWh 动力高能阀控蓄电池、2000MWh 储能用高能阀控蓄电池生产线。

资料来源: 公司公告, 中原证券

2011年9月, 公司调整超募资金项目中“新型动力及储能电池生产线建设项目”的超募资金使用计划, 将该项目的募集资金投入108059万元调整为50059万元。此次调整出募集资金为58000万元, 其中24276万元用于收购华宇电源和五峰电源的股权。铅酸电池行业目前已进入收购的最佳时期, 而公司拥有10亿元的现金, 未来不排除进一步实施外延并购战略。

图表 13: 2007-2011 年公司总产能及销量



资料来源: 公司公告, 中原证券

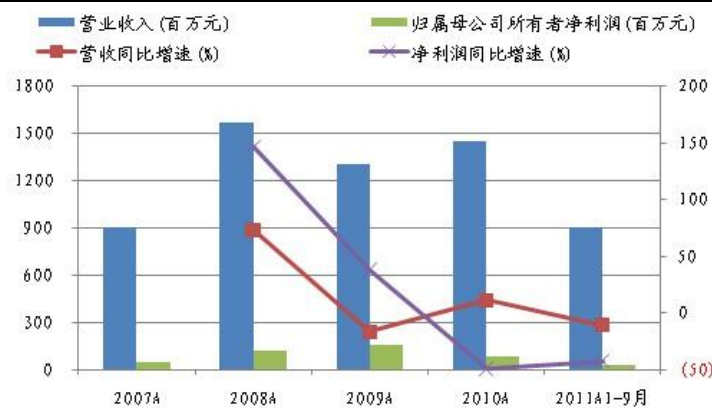
## 4. 公司经营分析

### 4.1 公司业绩迎拐点

2009年和2010年，公司分别实现营业收入13.04亿元和14.41亿元，同比增速分别为-16.77%和11.41%。2011年前三季度，公司实现营业收入9.00亿元，同比下降10.73%。

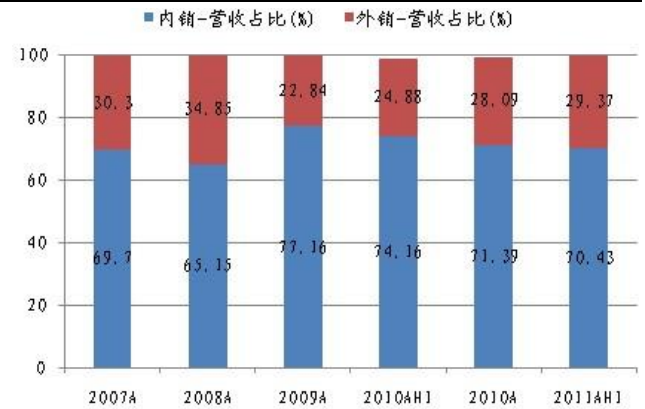
2010年，公司营收增长的主要原因是公司积极拓展国内外市场，公司铅酸蓄电池实现销量252KVAh，同比增加11.3%。2011年公司营收下降的主要原因是2011年国内铅酸蓄电池行业进行整治，公司下属子公司杭州南都电池有限公司、杭州南都能源科技有限公司于5月中旬开始停产整顿，导致产量减少。杭州南都能源科技有限公司整改后已于6月24日恢复试生产，目前已通过环保验收，产能逐步恢复，且销售订单饱满，且公司第三季度实现营收3.21亿元，较上半年呈现明显的回升态势。从销售区域看，外销营收占比维持在30%左右。

图表 14: 2007-2011 年公司营收、净利润及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图表 15: 2007-2011 年公司营收构成(按区域)



资料来源: Wind, 中原证券

从单季度营收看，公司主营业务销售存在一定的季节性，主要是公司产品目前主要用于通信领域，该类市场受通信行业招标等因素影响，存在一定的季节性。公司已确定通信、储能、动力三大发展战略，未来储能与动力产品营收占比将逐步增加，营收季节性因素将逐步降低。



图表 16: 2009-2011 年公司单季度营收及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图表 17: 2009-2011 年公司单季度净利润及增速



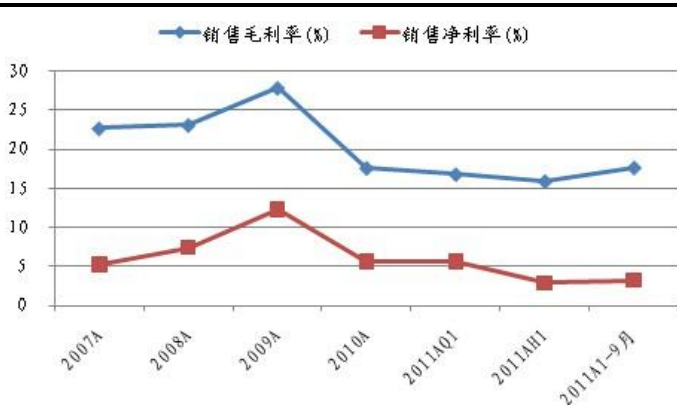
资料来源: Wind, 中原证券

### 4.2 盈利能力恢复显著

2009年和2010年,公司分别实现净利润17079万元和8164万元,同比增速为38.17%和-49.23%。2011年1-9月,公司实现净利润2908万元,同比大幅下降42.50%。

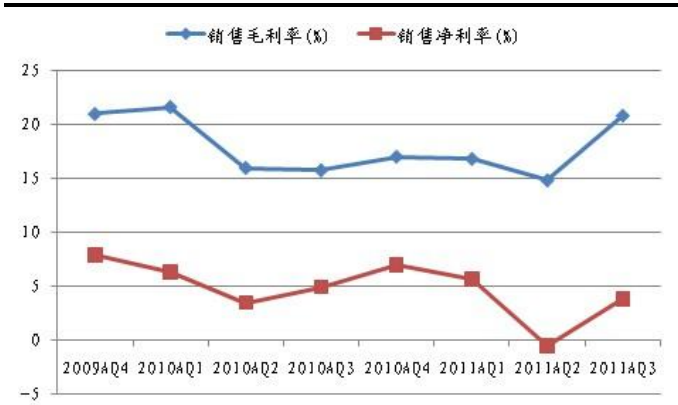
从毛利率看,2010年公司毛利率为17.63%,同比大幅回落10.24个百分点,下降的主要原因:一是2010年市场总体需求下降,行业竞争加剧;二是铅及非铅原料相对2009年大幅上涨,而非铅原材料与产品售价没有建立联动机制,导致产品成本上升。2011年前三季度,公司销售毛利率为17.68%,与2011年基本持平。但从单季度毛利率看,2011年第三季度毛利率为20.83%,同比回升5个百分点,主要原因是公司通过调整营销策略、优化产品成本以及新产品开始销售。

图表 18: 2007-2011 年公司毛利率与销售净利率



资料来源: Wind, 中原证券

图表 19: 2009-2011 年公司单季度销售毛利率与净利率



资料来源: Wind, 中原证券

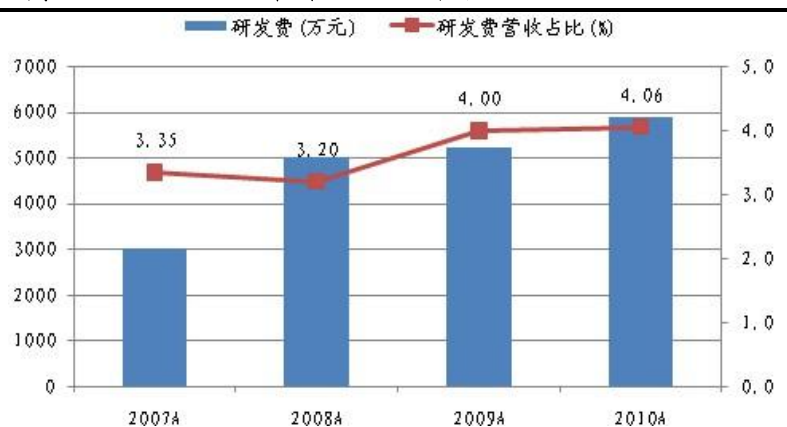
### 4.3 创新能力强 成长性值得关注

公司目前设有南都电源研究院和国家认可实验室,拥有以院士为首、国内外教授、专家组成的超200人的研发团队。公司开展了多领域、多系列产品的开发,特别加大了动

力电池、储能电池、系统集成的研发力度，并及时将成熟产品投放市场，如公司自主研发的“高温型阀控式密封铅酸蓄电池”项目攻克了阀控式密封铅酸蓄电池对温度敏感的国际性技术难题，把电池额定工作环境温度提高到35℃，填补了国际空白，达到国际领先水平；企业级微网储能电站系统集成研究项目已完成具体规划设计和设备选型，预计下半年投入运行。同时，公司加强重大技术的合作，公司与中国人民解放军防化研究院合作开发的铅炭电池项目在炭负极材料、铅炭配方等关键技术研发方面取得了阶段性成果，完成了混合动力汽车、港机用铅炭电池中试，已送样测试。

公司在研发领域投入持续增加，近两年研发费在营收中的占比维持在4%左右。截止2011年上半年，公司共拥有专利56项，其中发明专利14项。由于公司在高温阀控铅酸电池、大功率铅炭电池、锂离子电池等领域具备领先地位，未来在新能源汽车、储能电站等领域的成长性值得关注。

图表 20：2007-2010 年研发支出及营收占比

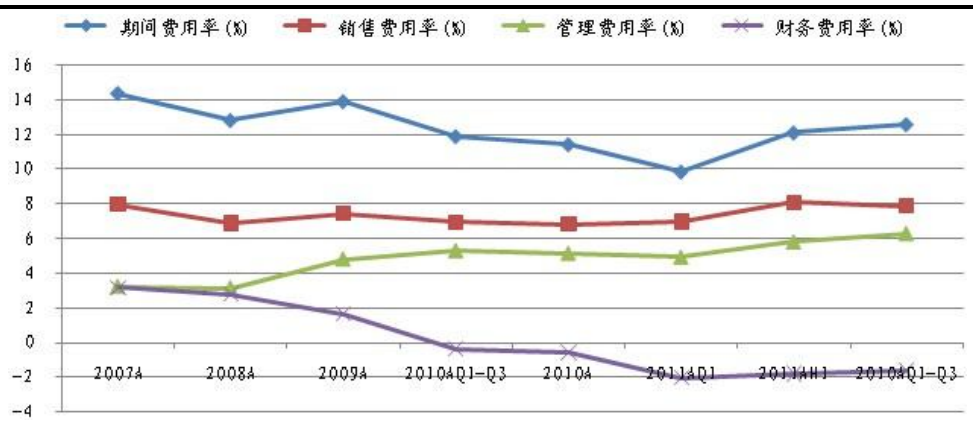


资料来源：公司公告，中原证券

#### 4.4 期间费用率上升 预计逐步回落

2011年前三季度，公司期间费用率为12.59%，较去年同期的11.90%提升0.69个百分点。从具体费用看，公司销售费用和管理费用支出分别为7105万元和5674万元，基本与去年同期持平，而售费用率和管理费用率分别为7.89%和6.30%，分别较去年同期提升0.94和0.99个百分点，原因是公司营收增速受环保整顿影响同比下降17.30%。公司销售费用率为-1.61%，主要系公司资产负债率在上市后一直保持在低位，前三季度资产负债率为8.50%。随着公司产能的逐步恢复，期间费用率将逐步回落。

图表 21: 2007-2011 年公司期间费用率



资料来源: Wind, 中原证券

## 5. 盈利预测与投资建议

盈利预测主要假设: 1) 铅酸电池行业准入条件严格执行; 2) 上市募投项目产能达产后正常释放; 3) 华宇年产1440万套极板产能正常释放; 4) 铅价不出现大幅波动, 公司产品售价稳中有升。

图表 22: 可比公司估值

证券代码	公司简称	收盘价(元, 11/23)	EPS (元)			PE(倍)		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
300068	南都电源	17.08	0.36	0.28	0.84	47.44	61.43	20.25
601311	骆驼股份	22.00	0.78	0.88	1.28	28.21	25.00	17.19
002580	圣阳股份	25.33	0.84	0.78	1.06	30.15	32.31	23.98
600580	卧龙电气	7.36	0.52	0.30	0.38	14.12	24.62	19.38
行业均值						35.27	39.58	20.47
<b>300068</b>	<b>南都电源</b>	<b>17.08</b>	<b>0.36</b>	<b>0.28</b>	<b>0.84</b>	<b>47.44</b>	<b>61.43</b>	<b>20.25</b>

资料来源: Wind, 中原证券

我们预测公司2011年、2012年的每股收益分别为0.28元和0.84元, 按11月23日17.08元收盘价计算, 对应PE为61.43倍和20.25倍。目前估值水平相对较高, 考虑行业景气与公司未来的高成长性预期, 首次给予公司“买入”投资评级。

## 6. 风险提示

公司面临的主要风险是: 1) 铅酸行业环保整顿后续执行不力; 2) 铅及上游原材料大幅波动; 3) 电动自行车市场拓展不力。

**图表 23: 公司盈利预测**

资产负债表					利润表				
(百万)					(百万)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	<b>2491.4</b>	<b>2408.0</b>	<b>3068.2</b>	<b>3786.2</b>	<b>营业收入</b>	1453.1	1332.8	3053.7	4476.4
现金	1604.3	1670.9	1463.6	1458.2	营业成本	1196.9	1034.1	2312.8	3390.4
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税费	3.3	5.3	11.6	15.7
应收票据	29.1	20.0	45.8	67.1	销售费用	99.4	91.3	204.6	291.0
应收款项	564.6	451.0	1033.4	1514.8	管理费用	74.9	70.6	146.6	205.9
存货	236.1	206.8	462.6	678.1	财务费用	-8.1	-4.7	-7.8	-7.3
其他	57.3	59.4	62.8	67.9	资产减值损失	3.6	28.8	66.0	96.7
<b>非流动资产</b>	<b>413.9</b>	<b>402.4</b>	<b>367.4</b>	<b>349.6</b>	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	5.0	5.0	5.0	5.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	301.9	298.5	277.3	255.1	<b>营业利润</b>	<b>83.1</b>	<b>107.3</b>	<b>320.0</b>	<b>484.0</b>
无形资产	45.2	42.9	40.8	38.7	营业外收入	14.2	5.0	10.0	10.0
其他	61.9	56.0	44.4	50.8	营业外支出	3.3	2.0	4.0	4.0
<b>资产总计</b>	<b>2905.4</b>	<b>2810.5</b>	<b>3435.6</b>	<b>4135.8</b>	<b>利润总额</b>	<b>94.0</b>	<b>110.3</b>	<b>326.0</b>	<b>490.0</b>
<b>流动负债</b>	<b>345.2</b>	<b>178.4</b>	<b>466.5</b>	<b>693.7</b>	所得税	12.4	27.6	75.0	88.2
短期借款	119.8	0.0	0.0	0.0	<b>净利润</b>	<b>81.6</b>	<b>82.7</b>	<b>251.0</b>	<b>401.8</b>
应付帐款	197.1	155.1	346.9	508.6	少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
预收帐款	4.6	2.2	36.6	50.8	<b>归属母公司净利润</b>	<b>81.6</b>	<b>82.7</b>	<b>251.0</b>	<b>401.8</b>
其他	23.8	21.1	83.0	134.3	<b>EPS (元)</b>	<b>0.36</b>	<b>0.28</b>	<b>0.82</b>	<b>1.35</b>
<b>长期负债</b>	<b>0.1</b>	<b>-11.9</b>	<b>74.1</b>	<b>145.3</b>	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0		<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
其他	0.1	-11.9	74.1	145.3	<b>每股指标</b>				
<b>负债合计</b>	<b>345.3</b>	<b>166.5</b>	<b>540.6</b>	<b>838.9</b>	每股收益	0.36	0.33	1.01	1.62
股本	248.0	248.0	248.0	248.0	每股经营现金	5.55	0.28	-0.84	-0.02
资本公积金	1952.0	1952.0	1952.0	1952.0	每股净资产	10.33	10.66	11.67	13.29
未分配利润	323.6	398.1	624.1	985.7	<b>增长率</b>				
少数股东权益	0.4	0.4	0.4	0.4	营业收入增长率	11.4%	-8.3%	129.1%	46.6%
<b>母公司所有者权益</b>	<b>2560.8</b>	<b>2643.6</b>	<b>2894.6</b>	<b>3296.4</b>	营业利润增长率	-53.6%	29.1%	198.2%	51.2%
<b>负债及权益合计</b>	<b>2905.4</b>	<b>2810.5</b>	<b>3435.6</b>	<b>4135.8</b>	净利润增长率	-49.2%	1.4%	203.4%	60.1%
<b>现金流量表</b>					<b>获利能力</b>				
(百万)						<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>毛利率</b>	17.6%	22.4%	24.3%	24.3%
<b>经营活动现金流</b>	<b>-57.4</b>	<b>192.8</b>	<b>-206.1</b>	<b>-3.7</b>	<b>净利率</b>	5.6%	6.2%	8.2%	9.0%
净利润	81.6	82.7	251.0	401.8	<b>ROE</b>	3.2%	3.1%	8.7%	12.2%
资产减值准备	3.6	28.8	66.0	96.7	<b>ROIC</b>	2.7%	7.6%	15.3%	18.9%
折旧摊销	28.0	27.3	27.8	27.8	<b>偿债能力</b>				
财务费用	-8.1	-4.7	-7.8	-7.3	资产负债率	12.3%	4.8%	13.1%	26.1%
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	7.22	13.50	6.58	5.46
营运资金变动	0.0	58.7	-543.0	-522.8	速动比率	6.53	12.34	5.59	4.48
<b>投资活动现金流</b>	<b>-121.4</b>	<b>-9.0</b>	<b>-9.0</b>	<b>-9.0</b>	<b>营运能力</b>				
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0	资产周转率	0.71	0.47	0.98	1.18
其他投资	-121.4	-9.0	-9.0	-9.0	存货周转率	5.60	4.67	6.91	5.94
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1554.0</b>	<b>-115.1</b>	<b>7.8</b>	<b>7.3</b>	应收帐款周转率	2.89	2.71	4.23	3.61
借款变动	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>估值比率</b>				
其他	1554.0	-115.1	7.8	7.3	PE	47.44	61.43	20.25	12.65
<b>现金净增加额</b>	<b>1375.3</b>	<b>68.7</b>	<b>-207.2</b>	<b>-5.4</b>	PB	1.65	1.60	1.46	1.28

资料来源: 公司报表、中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。