

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

## 动力储能助长公司未来业绩

——南都电源（300068）年报点评

### 研究报告-公司点评

增持（调低）

发布日期：2012年03月20日

#### 报告关键要素：

2011年，公司业绩略低于预期。公司紧抓行业发展拐点，确定通信、动力与储能三大发展战略；营收增长源自上市募投项目产能释放与兼并后的并表；盈利能力稳步提升。12年重点关注铅酸行业相关政策进展及环保执行力度，同时关注公司市场拓展与产能释放情况。

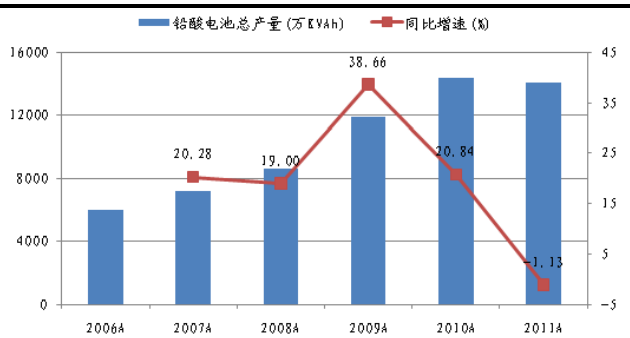
#### 事件：

- **南都电源(300068)公布2011年年报。**2011年，公司实现营业收入16.84亿元，同比增长15.91%；实现营业利润1.13亿元，同比增长35.51%；实现归属于上市公司股东的净利润7130万元，同比下降-12.66%，基本每股收益0.24元；利润分配预案为拟每10股派发现金股利1元（含税）。

#### 点评：

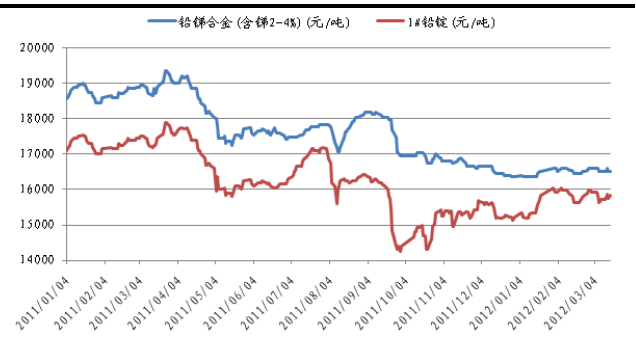
- **11年紧抓行业拐点确立通信、储能、动力三大发展战略。**11年5月以来，受铅酸行业血铅事件诱发的行业环保整顿影响，全年铅酸电池总产量为14069万KVAh，同年略降1.13%，而需求方面同比增长10%以上，同时铅酸电池主要原材料价格铅锡合金自去年5月以来持续回落，为此自11年3季度行业盈利现向上拐点。公司紧密抓住行业发展契机，利用自身的技术、管理与资金优势，11年分别收购了华宇电源51%股权、长兴五峰电源80%股权和成都国舰51%股权，下游延伸至动力与储能领域，确定了通信、储能、动力三大马车并驾齐驱的发展战略。

图表1：2006年-2011年铅酸电池产量及同比增速



资料来源：Wind，中原证券

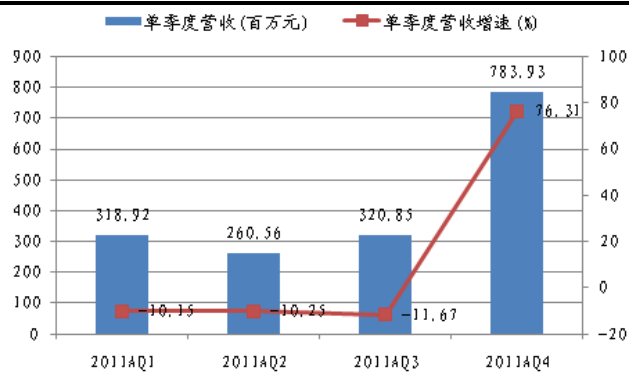
图表2：2011年-2012年铅锡合金与1#铅锭价格曲线



资料来源：Wind，中原证券

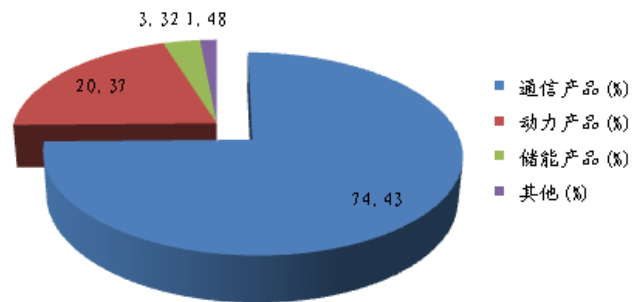
- **产能释放与并购并表致公司营收增长。**公司11年实现营收16.84亿元，同比增长15.91%，其中前三季度实现营收9.00亿元，前三季度合计同比下降10.73%；第四季度实现营收7.84亿元，第四季度营收同比增长76.18%。前三季度营收下降的主要原因是公司主营业务铅酸电池受行业环保整顿影响，部分产能关闭与生产停产整顿数月所致；第四季度营收大幅增长一方面是公司生产基地之一南都能源为上市募投项目，350KVAh产能达产后逐步释放带动产品销量增长；同时公司收购的华宇电源、五峰电源中，华宇电源具备800万只动力电池和1440万套极板的年生产能力，二者从四季度开始并表，合计贡献营收3.43亿元。

图表3: 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4: 2011年公司主营业务营收组成

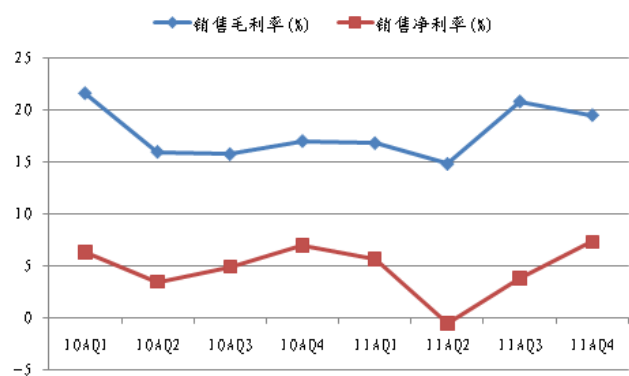


资料来源: Wind, 中原证券

**通信为主、动力与储能发展势头强劲。**公司11年营收组成显示: 通信领域营收占比达74.43%, 动力与储能占比分别为20.37%和3.32%。公司并购前下游主要领域为通信与后备用电池, 位居国内第三, 海外市场至11年底已成功进入82个国家和地区, 海外客户数量达183家, 同比增长38.6%; 并购公司中的五峰电源专业从事电动自行车电池销售, 动力产品将充分借助其品牌与渠道优势, 在迅速切入电动自行车的同时, 积极推广低速电动车、叉车等的合作; 在储能领域, 公司力推系统集成方案, 成功中标非洲太阳能混合发电系统、内蒙古风光储能电站和浙江东福山岛风光柴发电及海水淡化系统等多个重要项目, 发展势头强劲。

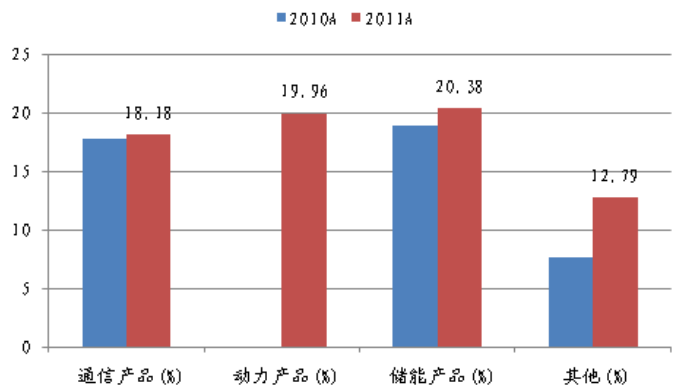
- **盈利能力提升, 预计12年略增。**公司主营业务毛利率为18.54%, 同比提升0.91个百分点。从单季度毛利率看, 公司二季度毛利率现近年低点, 三季度毛利率为20.83, 环比提升6个百分点, 毛利率变化与行业环保整治引起的行业盈利能力变化相同, 即受供小于求与主要原材料价格保持在较低位置因素影响, 行业盈利能力自11年第三季度向上。具体至不同产品看: 动力电池与储能产品毛利率分别为19.96%和20.38%, 均略高于储能的18.18%, 随着动力与储能产品营收占比的提升, 公司产品结构优化有望进一步提升公司盈利水平。同时, 公司注重研发投入, 11年研发支出5951万元, 在营收中的占比为3.53%; 11年共获得专利9项, 其中发明专利2项; 新申请专利17项, 其中发明专利9项。

图表5: 2010-11年公司单季度毛利率与净利率



资料来源: Wind, 中原证券

图表6: 2010-11年不同产品毛利率对比



资料来源: 公司公告, 中原证券

- **低负债率至期间费用率回落, 预计12年基本持平。**11年三项费用合计支出1.83亿元, 同比增长10.01%, 对应期间费用率为10.86%, 较去年同期回落0.58个百分点。

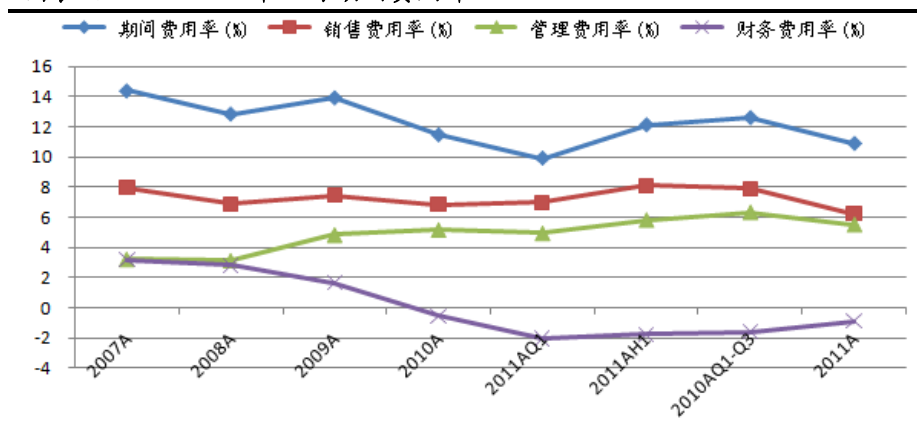
**销售费用率回落, 预计12略增。**公司11年销售费用率支出1.04亿元, 同比增长5.44%, 增幅小于营

收15.91%的增速水平，销售费用率为6.22%，较去年同期回落0.62个百分点。公司12年将加大储能与动力产品的市场拓展，预计将增加销售费用。

**管理费用率略增，预计12年回落。**11年，公司管理费用支出9288万元，同比增长23.98%，主要原因：一是11年新收购子公司管理费用发生额为505万元；二是南都电池铅酸业务停止后，生产性费用转入管理费用核算；三是技术人员增加及公司员工工资调整，导致工资及社保增加等。

**财务费用率回落。**11年公司财务费用为-1484万元，对应财务费用率为-0.88%，较去年回落0.32个百分点，主要是公司上市后，资产负债率长期保持在较低位置导致利息收入增加所致，11年资产负债率为17.79%。

图表7：2007-2011年公司期间费用率



资料来源：Wind，中原证券

- **12年行业景气度有望维持向上。**2012年3月初，工信部发布了《铅蓄电池行业准入条件(征求意见稿)》，内容涉及卫生距离、产能限制、技术装备等，正式规划有望年中推出。由于行业环保整治力度与行业景气度紧密相关，如整治力度一旦放松或政策内容低于预期，行业景气度将回转，特别是动力电池细分领域小企业较多，环保放松将改变其供求关系。
- **重点关注公司市场拓展与产能释放。**公司11年确立了通信、储能与动力三大发展战略。在电动自行车领域，11底国内电动自行车保有量近1.5亿辆，动力电池市场容量超过320亿，该领域需求将保持稳步增长，但目前自行车标准存在一定争议和不确定性；储能领域，仅金太阳示范工程将带来20亿元以上的市场空间，国内十二五将大力发展太阳能、风能等清洁能源，储能领域市场潜力巨大。同时，公司将加大新产品的推广力度，特别是高温电池与铅炭电池。

**规模效应渐现。**公司主要有四大生产基地：南都能源是通信、后备及储能电池主要生产基地，目前已达350万KVAh的设计产能；南都电池在11年行业整治后转向锂电池生产基地，设计产能为120MWh，预计12年全部达成；南都华宇是电动自行车主要生产基地，产能为年产1440万套极板及800万只电动自行车用动力电池，已于11年底全部达产；南都国舰规划产能为252万KVAh，其中铅酸电池产能为220万KVAh，产能将于12年逐步释放。

- **盈利预测与投资建议。**预计公司2012年和2013年每股收益分别为0.63元和0.82元，按3月19日14.90元收盘价计算，对应动态市盈率分别为23.66倍和18.07倍。目前估值相对合理，考虑行业环保整治存在一定的不确定性，将公司投资评级调低为“增持”。
- **风险提示：**铅酸行业准入条件出台低于预期及环保整顿执行不力；铅及上游原材料大幅波动；电动自行车与储能市场拓展不力。

盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	14.53	16.84	32.70	42.30
增长比率(%)	11.41	15.91	94.16	29.36
净利润(百万元)	0.82	0.71	1.87	2.45
增长比率(%)	-49.23	-12.66	162.91	30.90
每股收益(元)	0.36	0.24	0.63	0.82
市盈率(倍)	41.39	62.08	23.66	18.07

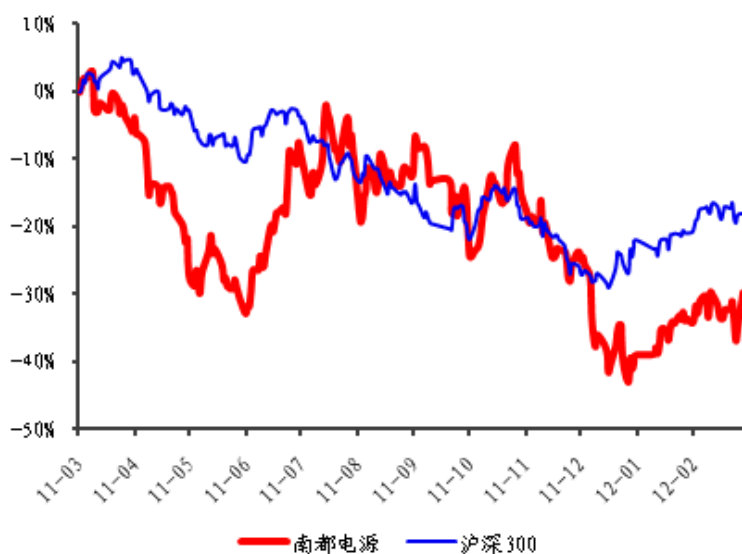
市场数据 (2012年03月19日)

收盘价(元)	14.90
一年内最高/最低(元)	26.58/11.90
沪深300指数	2630.01
市净率(倍)	1.70
流通市值(亿元)	20.82

基础数据 (2011年12月31日)

每股净资产(元)	8.76
每股经营现金流(元)	(0.74)
毛利率(%)	18.54
净资产收益率-摊薄(%)	2.74
资产负债率(%)	17.79
总股本/流通股(万股)	29760/13971
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数走势



### 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。