



# 未有评级

300068.SZ

价格: 人民币 13.92

## 本报告要点

- 产能释放, 经营情况好转。
- 公司培育的储能业务快速增长。
- 受铅酸蓄电池行业整治利好。

## 主要催化剂/事件

- 铅酸蓄电池行业整治。
- 公司控股企业陆续投产。

## 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	6	(1)	(12.5)	(34.5)
相对新华富时A50指数	(3)	0	(20.7)	(19.8)

发行股数(百万)	297.6
流通股(%)	46.8
流通股市值(人民币 百万)	1,940
3个月日均交易额(人民币 百万)	50
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
杭州南都电源有限公司	20.75

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2012年3月21日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

工业: 电力设备及新能源

刘波

(8621) 2032 8929

bo.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512020001

\*游家训为本报告重大贡献者

# 南都电源

## 业绩下滑, 否极泰来

南都电源发布年报, 全年实现营收 16.84 亿元, 同比增长 15.91%, 归属上市公司股东净利润 0.71 亿元, 同比降低 12.66%, 扣非后归属上市公司净利润为 0.63 亿元, 同比降低 11.08%, 业绩略低于市场早先的预期。铅酸行业整治是公司业绩下滑主因, 但公司作为技术实力领先的龙头企业, 行业整治已转化为有利因素。公司盈利能力触底回升, 经营情况向好, 通信电池、动力电池、储能电池三轮驱动的格局正逐步成型。

## 支持评级的要点

- **产能释放:** 公司为浙江省内第一批恢复试生产企业, 目前临安南都月产能近 28 万 KVAh, 加上外协部分, 月产能超 30 万 KVAh; 控股华宇电源公司已经达产, 日产电池近 2.5 万只。
- **通信电池:** 公司传统主营产品为通信备用电池, 行业沉淀深厚; 在环保整治中受影响的情况下, 2011 年形成收入仍超 12.5 亿元。公司产品成功进入世界 82 个国家和地区, 而早年布局的海外市场正逐步迎来回报, 预计公司通信电池规模有望冲击行业第一。
- **动力电池:** 在铅酸蓄电池行业治理的大环境下, 有规模的助动车电池企业仍有较好的成长性, 公司收购的界首华宇电源有较好的盈利能力, 收购的成都国舰公司有望在 2012 年后贡献收益。
- **储能业务:** 电能存储的市场逐步呈现, 公司定位为新能源储能系统解决方案提供者, 推出的铅酸+锂电池混合储能系统有望占据一定市场。
- **行业整治:** 我国后续获奖出台铅酸电池行业治理配套政策, 市场有望向规模企业集中; 同时, 公司有比较强大的锂电池等尖端产品储备, 能有效对冲政策风险。

## 主要风险

- 铅酸蓄电池环保治理的实际执行放松, 小企业复产;

## 估值

- 预计公司 2012、2013、2014 年有望实现每股收益为 0.70、0.91、1.29 元。

## 投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	1453.12	1684.26	3321.46	4328.84	5464.48
变动(%)	11.41	15.91	97.21	30.33	26.23
净利润(人民币 百万)	81.64	71.30	208.51	296.44	423.53
全面摊薄每股收益(人民币)	0.36	0.24	0.70	0.91	1.29
变动(%)	(58.14)	(33.33)	191.93	29.23	42.87
全面摊薄市盈率(倍)	38.67	58.00	19.87	15.37	10.76
每股现金流量(人民币)	(0.13)	(0.82)	0.61	1.16	1.06
价格/每股现金流量(倍)	(110.88)	(17.03)	17.86	10.41	11.31
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(49.56)	0.78	(16.30)	12.65	9.11
每股股息(人民币)	0.10	0.10	0.18	0.00	0.26
股息率(%)	0.72	0.72	1.26	0.00	1.86

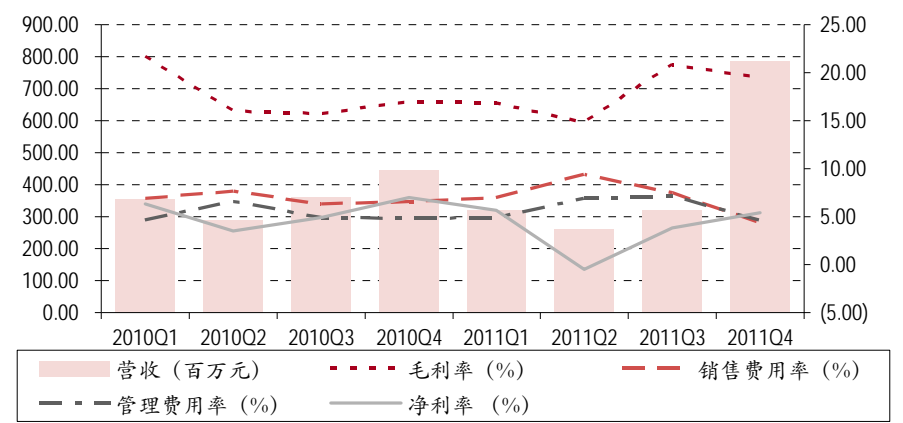
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 公司经营情况触底回升

2011年5月,在全国铅酸蓄电池行业整顿中,浙江省采用首先全部关停后审批放行的措施,公司新建成的临安铅酸基地也在停产整顿之列。3季度后,公司主要生产基地恢复生产,临安南都月产能近28万kVAh,加上外协部分,月产能超30万kVAh,控股华宇电源公司业已基本达产,日产电池近2.5万只(极板亦已达产)。控股成都国舰公司一期项目(主要为极板)预计今年5-6月投产,2013年1季度有望全部达产。

2011年2季度以后,公司盈利情况不断改善,全年毛利率提升至18.54%,同比提升0.91个百分点。同时,公司收购整合业务逐步步入正轨,销售费用率、管理费用率在3、4季度后呈下降趋势,全年期间费用1.83亿元,较上年同期上升0.17亿元,主要系公司收购界首华宇与五峰电源公司所致。

图表 2.公司经营情况变化



资料来源: 公司数据及中银国际研究

图表 3.业绩摘要

(人民币, 百万)	2010	2011	同比变动(%)
营业收入	1453.1	1684.3	15.9
营业成本	(1196.9)	(1372.0)	14.6
营业税	(3.3)	(4.3)	30.1
毛利	252.9	307.9	21.8
销售费用	(99.4)	(104.8)	5.4
管理费用	(74.9)	(92.9)	24.0
经营利润	78.6	110.2	40.3
财务费用	8.1	14.8	83.1
资产减值	(3.6)	(15.0)	321.9
投资收益	0.0	2.6	-
其他收入	14.2	7.5	(47.6)
其他支出	(3.3)	(3.1)	(7.7)
税前利润	94.0	117.0	24.5
所得税	(12.4)	(30.4)	145.8
税后利润	81.6	86.6	6.1
少数股东权益	0.0	(15.3)	-
归属母公司股东净利	81.6	71.3	(12.7)

资料来源: 公司数据及中银国际研究

### 行业整治对公司经营的影响

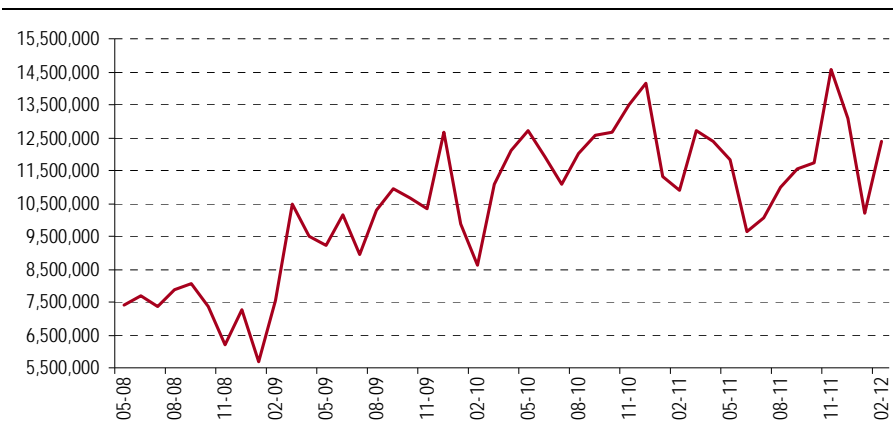
2011 年铅酸行业整治中，浙江省严格执行整治标准，对省内铅酸蓄电池企业采用先停产、后审核放行的政策。公司老基地临平南都停产整顿后由于不能达到 500 米安防距离要求，已经转型进行锂电池产品生产；新公司临安南都公司正式投入产后不足半年亦被叫停超 1 个月，间接影响超过 3 个月，预计行业整治对公司毛利润影响超过 2,000 万元。浙江省对铅酸蓄电池企业治理思路为“提升一批、迁移一批、淘汰一批”，公司为行业龙头企业，下属主要分公司、子公司属被“提升”之列。

我国是世界最大的铅酸电池生产国，年产量超过 1.4 亿 kVAh，收入逾 800 亿元；2011 年铅蓄电池行业整治前，全国纳入统计的铅酸电池企业近 2,000 家，行业的市场集中度低，相当比例的企业治污不达标，2011 年 11 月 30 日环保部公布的《铅蓄电池生产、组装及回收(再生铅)企业名单》里，关停比例仍然高达 80% 多。

在本月初工信部与环保部公布的《铅酸蓄电池行业准入条件》征求意见稿中，诸多硬指标给中小企业的复产、扩建、搬迁设置了重重障碍。由于近年来接连发生铅污染引发群体性事件，地方政府执行环保政策的主观意愿可能逐步加强，后续可能出台配套政策，尽管小型、微型甚至无照企业可能转入地下经营，但作为“两高一资”的典型代表，小企业出路可能不多。

与小企业不同，国内大型企业有能力与计划进行扩产，并有实力进行环保投入，全国铅酸电池产能实现了快速恢复，在市场与政策的夹逼下，行业市场集中度有望进一步提升。公司作为行业龙头企业，环保治理的政策已经转化为公司发展的有利因素。

图表 4. 全国铅酸电池月产量 (单位: KVAh)



资料来源: 公司数据及中银国际研究

### 公司战略: 三大支柱、内外兼修

公司主营的铅酸电池主要用于通信领域，目前三大运营商及华为等前五大客户销售金额占公司应收比例超过 60%。该部分市场的进入壁垒较高，市场地位相对比较稳固，但公司的议价能力很弱，产品盈利水平较低。根据行业发展并结合自身的技术及市场优势，公司提出了发展“通信、动力、储能”三大支柱的发展战略；在稳住国内市场的基础上，公司还将发挥强大的海外市场营销能力，大举进军海外。

**通信：**通信应用市场上，公司在国内通信市场稳居前三，近年来上升势头强劲，2010 年与江苏双登并称双雄，2011 年度通信电池规模有望保二望一，并可能瓜分受铅酸行业整治影响的同行留下的市场空白。从几大运营商近期招标情况来看，产品价格稍有回暖，公司的市场占有率及利润率有望双双提升。

**动力电池：**助动车的广泛应用推动了车用电池生产制造的相对景气，2011 年环保整治后，存活下来的助动车电池制造企业盈利能力大幅提升，2011 年 4 季度尽管价格有一定程度下滑，但价格已经企稳，规模企业订单情况仍然处于高位。

2011 年行业整治期，公司瞄准电动自行车电池市场，收购华宇电源公司与五峰电源公司（系界首华宇的销售公司）。华宇电源公司收购前主要为专业的极板生产企业，主要电池极板供给天能动力与超威公司，其无镉化铅酸电池的合膏配方业内领先。华宇电源与五峰电源有较好的盈利情况，4 季度为公司贡献收益超 2,000 万元。控股成都国舰设计产能 220 万 kVAh，另有 32 万 kVAh 的锂电池产能，目前市场定位为助动车用动力与电池通信用铅酸电池，其生产线目前正在建设中。若成都国舰顺利投产，公司在 2013 年有望成长为日产电池超 10 万只的巨型企业，进而跻身行业前三甲之列。

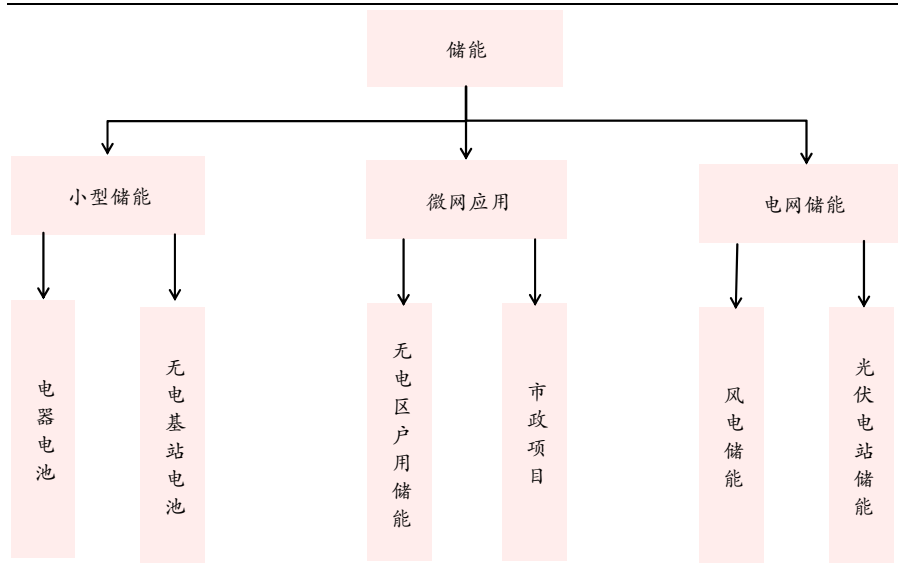
同时，公司积极推广低速电动车电池产品，目前已经获得相当数量的产品订单。同时，公司积极推进与国内电动汽车、叉车厂家等动力电池终端客户的合作，目前已完成多个电动车电池的方案设计，其中南京依维柯混合动力电池产品已经完成装车测试。

**储能业务值得期待：**电能的规模存储是电力工业的革命性进步，随着经济社会发展，民用、运输用及电力行业的储能应用需求日趋强烈。近年来，随着光伏、风电等新能源的推广，中小规模储能及大规模储能的市场已初现端倪。

公司结合自身优势，及时地进行了储能应用的战略投入，并定位为储能与新能源应用领域的集成解决方案提供者。目前公司部分工程资质已经具备（目前采取督导式），在工程设计方面与浙江省电力设计院开展战略合作。公司开发的铅酸-锂混合储能系统已经基本满足产业化要求，有望在民用及电网大规模储能领域获得应用。

公司目前已有的储能主要为供给华为、中兴用于无电网供应区域的基站储能电池，大规模电池方面，公司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名片型项目。公司自建的光储一体化微网混合储能电站已完成设备安装，并基本具备挂网条件。

图表 5.公司储能产品布局示意图



资料来源：公司数据及中银国际研究

**海外策略：**公司是率先走出国门，2007 年海外市场营收占比即已超过 30%，近几年基本维持在 22-28%左右。公司在海外市场的认证及准入许可方面有良好的基础，熟悉海外市场的运作，并已经积累了一定的市场信誉。公司产品已成功进入 82 个国家和地区，海外客户数量达 183 家，同比增长 38.6%。近年，公司先后与美国、俄罗斯、越南、印尼等国的多家国际通信运营商集团签订了框架协议，客户结构得到进一步优化。

尽管海外市场的毛利率较低，但费用率也相对较低一些，因此净利润率水平与国内市场相当。整体来看，公司前期的市场投入正逐步换来回报，公司将在通信电池方面加快“走出去”步伐。

### 技术先进，铅酸制造领军企业

公司具有较强大的研发团队，南都研究院业内影响较大，现有电池行业国家认可实验室和博士后工作站，并正在筹建院士工作站。

公司在高性能铅酸电池等多个领域优势突出，研制的高温铅酸电池的部分系列已成功实现产业化，能节约大量的制冷或空调投入，填补了国内空白，并已经通过中国电信认证，潜在市场较大。

公司临安基地建设中采用了自动化先进设备，在废水、气体回收等方面进行了大量的投入。2011 年公司引进的加拿大连铸连轧生产线系国内首批在通信电池制造用连铸连轧线。

### 锂电池，做足储备

公司上市后在锂电池领域进行了较大的投入，目前仍将储能电池与动力用电池作优先投入的产业与科研方向。公司临平的子公司在环保整治后已经转型专注锂电池生产。目前锂电池主要应用除民用电器电池外，还有针对锂-铅酸储能应用的储能系统、纯电动汽车动力电池及混合动力电池。2011 年，公司主要锂电池业务为数码产品电池，但仍然微亏。

**图表 6. 公司分类产品假设**

(人民币, 百万)		2009	2010	2011	2012	2013	2014
通信电源产品	营业收入	1,259.5	1,406.4	1,253.6	1,422.9	1,622.1	1,849.2
	同比增长(%)		11.7	(10.9)	13.5	14.0	14.0
	营业成本	799.7	1,156.3	1,025.7	1,141.2	1,305.8	1,488.6
	毛利率(%)	36.5	17.8	18.2	19.8	19.5	19.5
动力电池产品	营业收入			343.2	1,716.0	2,402.4	3,123.1
	同比增长(%)				400.0	40.0	30.0
	营业成本			274.7	1,329.9	1,873.9	2,404.8
	毛利率(%)			20.0	22.5	22.0	23.0
储能产品	营业收入		25.2	56.0	139.9	251.9	428.2
	同比增长(%)			121.9	150.0	80.0	70.0
	营业成本		20.4	44.6	107.0	182.6	299.7
	毛利率(%)		19.0	20.4	23.5	27.5	30.0
其它业务	营业收入	14.9	14.2	25.1	30.1	36.1	43.3
	同比增长(%)		(4.9)	76.7	20.0	20.0	20.0
	营业成本	11.8	13.1	21.9	26.2	31.5	37.8
	毛利率(%)	20.6	7.7	12.8	12.8	12.8	12.8
<b>合计</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,304.3</b>	<b>1,453.1</b>	<b>1,677.9</b>	<b>3,308.9</b>	<b>4,312.5</b>	<b>5,443.8</b>
	同比增长(%)		11.4	15.5	97.2	30.3	26.2
	<b>营业成本</b>	<b>940.8</b>	<b>1,196.9</b>	<b>1,366.8</b>	<b>2,604.3</b>	<b>3,393.7</b>	<b>4,230.9</b>
综合毛利率	(%)	27.9	17.6	18.5	21.3	21.3	22.3
销售费用率	(%)	7.4	6.8	6.2	6.7	6.2	6.2
管理费用率	(%)	4.8	5.2	5.5	5.8	5.4	4.9
财务费用率	(%)	1.7	(0.6)	(0.9)	(0.5)	(0.3)	(0.2)
净利润率	(%)	12.3	5.6	5.1	8.5	9.2	9.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究

### 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371