

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

通信地位提升 动力储能增长靓丽

——南都电源 (300068) 调研报告

证券研究报告-调研报告

增持(维持)

发布日期: 2012年09月18日

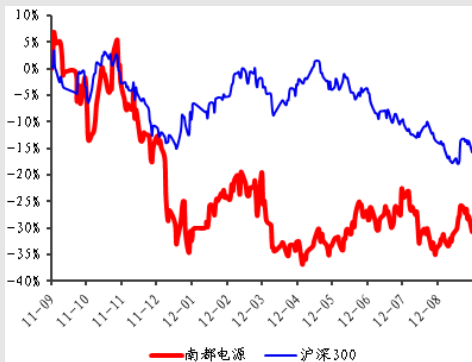
市场数据 (2012-09-17)

收盘价 (元)	12.71
一年内最高/最低 (元)	15.10/11.38
上证指数	2258.71
市净率 (倍)	1.45
流通市值 (亿元)	17.96

基础数据 (2012-06-30)

每股净资产 (元)	8.83
每股经营现金流 (元)	(0.28)
毛利率 (%)	15.23
净资产收益率-摊薄 (%)	1.92
资产负债率 (%)	19.27
总股本/流通股 (万股)	29760/14127
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:

公司主营铅酸电池, 11 年紧抓铅酸行业环保整治机遇, 下游从通信细分领域延伸至动力与储能市场。公司在通信领域行业地位进一步加强, 而动力电池业绩增长靓丽。铅酸行业景气度与环保整治执行力度紧密相关, 产业集中度将逐步提升。

投资要点:

- **公司确定三大业务发展战略。** 11 年, 公司抓住行业环保整治机遇, 积极实施外延并购发展战略, 确定通信、储能、动力三大业务发展战略。
- **通信用细分领域行业地位加强。** 12 年上半年, 公司通信产品营收 7.63 亿元, 同比增幅 39.65%, 而上半年电信固定资产投资增速为 3.79%, 显示公司在通信领域行业地位进一步提升。海外市场成功进入土耳其三大运营商, 且新产品高温电池市场拓展顺利, 同时国内电信中标价格较上年平均增长 10%, 通信产品下半年业绩增长有保障。
- **动力电池业绩增长靓丽 储能市场空间大。** 上半年动力产品营收 6.30 亿元, 营收占比达 43.77%, 主要是南都华宇并表所致; 动力产品立足电动自行车优势同时, 努力拓展至低速电动车与纯电动汽车领域。储能电池市场空间有望逐步打开, 且增长潜力巨大。
- **铅酸行业景气度与行业环保整治力度紧密相关。** 12 年 1-7 月, 我国铅酸电池产量 9829 万 KVAh, 同比增长 24.73%, 增长主要是部分公司抓住发展机遇产能大幅提升, 同时与环保执行力度相关。铅酸行业产业集中度将逐步提升。
- **盈利预测与投资建议:** 预测公司 2012 年、2013 年每股收益分别为 0.44 元和 0.59 元, 按 9 月 17 日 12.71 元收盘价计算, 对应 PE 为 28.85 倍和 21.45 倍。目前估值相对行业水平较为合理, 维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示:** 行业环保整顿执行不力; 铅及上游原料价格大幅波动; 经济下滑超预期; 项目进展低于预期。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (亿元)	14.53	16.84	31.67	41.03	48.78
增长比率 (%)	11.41	15.91	88.02	29.56	18.89
净利润 (百万元)	81.64	71.30	131.11	176.32	210.93
增长比率 (%)	-49.23	-12.66	83.89	34.49	19.63
每股收益 (元)	0.27	0.24	0.44	0.59	0.71
市盈率 (倍)	46.33	53.05	28.85	21.45	17.93

目 录

1. 公司确定三大业务发展战略且业绩靓丽	4
2. 通信领域行业地位提升	4
3. 动力与储能产品业绩增长靓丽	5
4. 公司经营分析	7
4.1 业绩概况	7
4.2 销售毛利率略降 预计下半年维稳	7
4.3 期间费用率大幅回落 下半年持平	8
4.4 营运能力分析	9
5. 行业集中度将逐步提升	9
6. 盈利预测与投资建议	10
7. 风险提示	10
行业投资评级	12
公司投资评级	12
重要声明	12
免责条款	12
转载条款	12

图目录

图 1: 2005-12 年我国电信固定资产投资及增速.....	4
图 2: 2011-12 年公司通信产品营收、增速及占比.....	4
图 3: 2010-12 年通信电池毛利率比对.....	5
图 4: 2011-12 年公司动力产品营收、增速及占比.....	5
图 5: 2010-12 年动力电池毛利率比对.....	6
图 6: 2006-12 年我国电动自行车产量及增速.....	6
图 7: 2011-12 年公司储能产品营收、增速及占比.....	6
图 8: 2010-12 年通信电池毛利率比对.....	6
图 9: 2007-12 年公司营收、净利润及同比增速.....	7
图 10: 2011-12 年公司单季度营收、净利润及增速.....	7
图 11: 2007-12 年公司营收组成(按销售区域).....	7
图 12: 公司产品营收组成(2012AH1).....	7
图 13: 2007-12 年公司销售毛利率与净利率.....	8
图 14: 2010-12 年公司销售毛利率(按产品).....	8
图 15: 2007-12 年公司销售毛利率(按区域).....	8
图 16: 2009-12 年公司单季度销售毛利率与净利率.....	8
图 17: 2007-12 年公司期间费用率.....	9
图 18: 2009-12 年公司单季度期间费用率.....	9
图 19: 2007-12 年公司营运能力.....	9
图 20: 2005-12 年我国铅酸电池产量及增速.....	10
图 21: 2011-12 年我国铅酸电池月度产量及增速.....	10

表目录

表 1: 公司产品分类(按应用领域).....	4
表 2: 可比公司估值.....	10
表 3: 公司盈利预测.....	11

1. 公司确定三大业务发展战略且业绩靓丽

公司主要产品包括阀控式密封铅酸二次电池和锂离子电池，其中主导产品阀控式密封铅酸电池在通信细分领域位居前三甲，注册商标“Narada 南都”被认定为“中国驰名商标”。2011年，公司紧抓铅酸行业环保整治机遇，积极利用自身资金、技术与管理优势，通过兼并收购分别于11年10月成立了界首市南都华宇电源有限公司和浙江长兴南都电源有限公司，11年12月成立四川南都国舰新能源股份有限公司，并以此确定“通信、动力、储能”三大业务发展战略，项目全部达产后公司铅酸电池总产能近800万KVAh。2012年上半年，公司营收14.41亿元，同比增长148.59%，其中动力与储能贡献6.64亿元，营收占比46.07%；实现归属于上市公司股东净利润5051万元，同比大幅增长200.78%。

表 1: 公司产品分类(按应用领域)

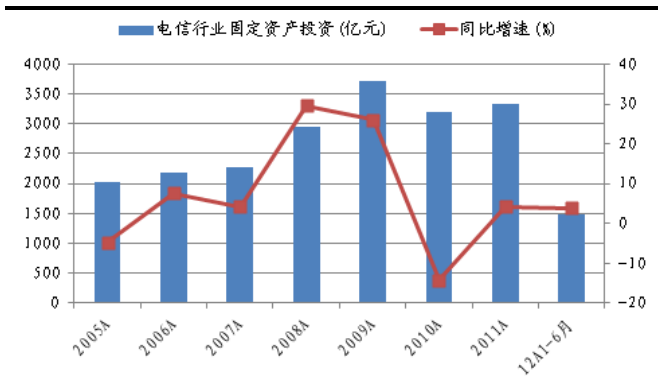
产品分类	主要产品系列	主要产品图示
通信领域	313K 系列、TT 系列、NV 系列、MP 系列、ACME 系列、LSJ 系列、LSP 系列、LSE 系列等	
动力领域	DC 系列、TS 系列、电动摩托车用磷酸铁锂电池	
储能领域	LSJ 系列、REX 系列	

资料来源: www.naradabattery.com.cn, 中原证券

2. 通信领域行业地位提升

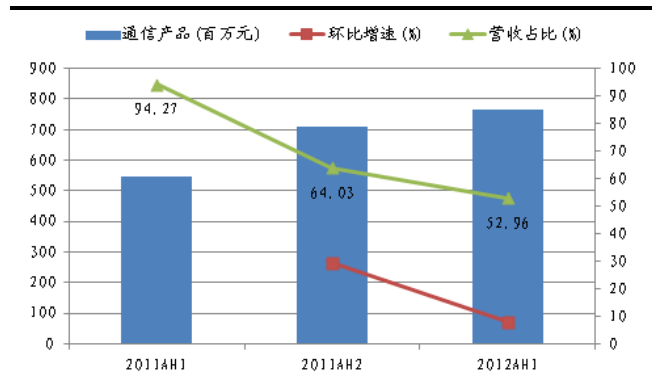
通信用电池包括新增与维护市场，其中新增市场年需求量约占电信行业固定资产投资的2-3%。2011年，我国电信固定资产投资3331亿元，同比增长4.21%；12年上半年投资总额1486万元，同比略增3.79%。

图 1: 2005-12 年我国电信固定资产投资及增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 2011-12 年公司通信产品营收、增速及占比

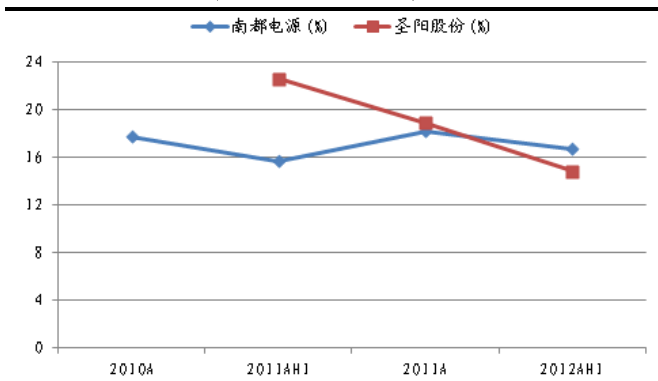


资料来源: 公司公告, 中原证券

12年上半年: 公司通信用电池营收7.63亿元, 同比大幅增长39.65%, 环比11年下半年的7.07亿元增长7.86%, 营收增幅显著高于通信用电池需求增速, 原因是公司在通信领域行业地位进一步提升, 如12年5月成功举办了沃达丰2012南都创新论坛, 目前通信领域市场占比提升至17%; 上半年海外市场营收增幅达62.35%, 原因是成功进入土耳其三大运营商采购体系; 通信电池营收占比由11年上半年的94.27%大幅下滑至52.96%, 原因是11年上半年行业整治前公司产品以通信类为主, 自下半年确定通信、动力、储能三大业务发展战略, 且动力类产品营收大幅增长所致。公司在中国电信2012年通信用铅酸电池及磷酸铁锂电池集中采购招标工作中顺利进入, 且中标价格较上年平均增长10%, 该价格于下半年执行; 同时新产品高温电池市场拓展顺利, 并在国内及印度、越南等试用, 预计下半年公司通信用产品业绩维持高速增长趋势。

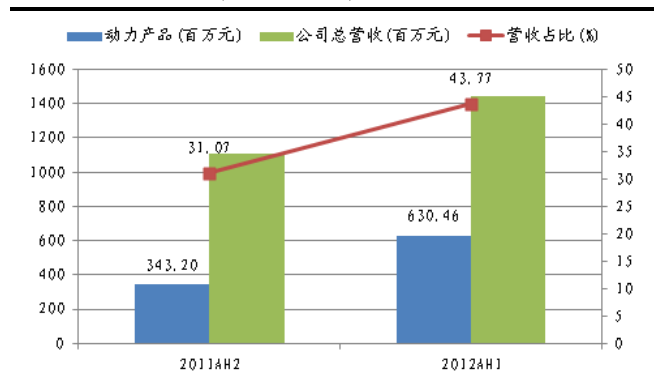
2012年上半年, 公司通信产品毛利率16.73%, 较11年上半年提升1.02个百分点。与可比公司相比: 公司通信电池毛利率12年上半年略高。随着高温电池产品销量的增长, 以及下半年产品将提价, 预计公司通信产品毛利率仍有提升空间。

图 3: 2010-12 年通信电池毛利率对比



资料来源: 圣阳股份/南都电源公告, 中原证券

图 4: 2011-12 年公司动力产品营收、增速及占比



资料来源: 公司公告, 中原证券

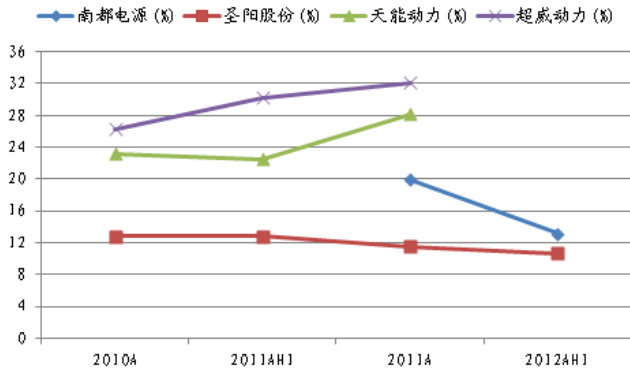
3. 动力与储能产品业绩增长靓丽

2012年上半年, 公司动力产品营收6.30亿元, 环比11年下半年的3.43亿元大幅增长83.70%, 而营收占比提升至43.77%, 原因是新增南都华宇与长兴南都子公司并表所致, 其中南都华宇12年上半年营收6.03亿元, 净利润2985万元。12年上半年动力电池毛利率13.18%, 环比11年的19.96%下滑6.78个百分点, 主要是行业竞争加剧所致。与可比公司相比: 公司动力产品高于圣阳股份, 但显著低于天能动力与超威动力的综合销售毛利率。

2011年, 我国电动自行车产量3096万辆, 同比增速4.79%, 其中铅酸动力电池市场占比达95%以上。目前, 锂电池渗透速率逐步加快, 2011年锂电池电动自行车销量约75万辆, 市场占比2.42%, 但短期内铅酸电池的主导地位仍难以撼动。同时, 公司在立足电动自行车用动力电池优势的同时, 努力拓展新市场, 上半年通过山东时风等多家低速电动车厂

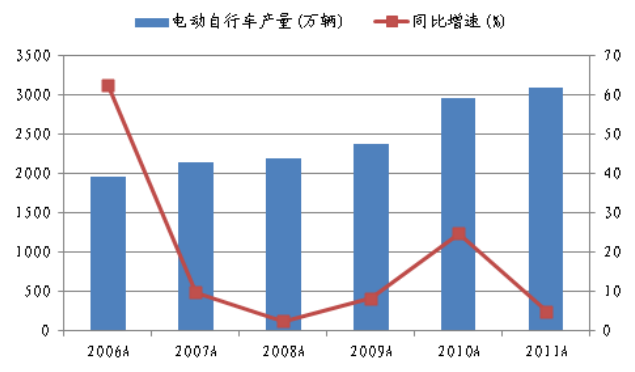
商的测试并批量供货，纯电动车用动力电池已通过中国电子科技集团第十八所的认证，预计公司动力产品下半年业绩增长延续。

图 5: 2010-12 年动力电池毛利率比对



注：天能与超威为公司综合销售毛利率
资料来源：圣阳股份/南都电源公告，中原证券

图 6: 2006-12 年我国电动自行车产量及增速

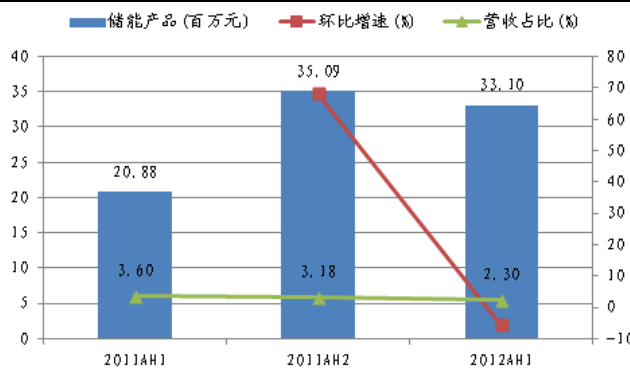


资料来源：中原证券

2012年8月，国家能源局发布了《可再生能源“十二五”发展规划》以及风电、太阳能等四个专项规划，提及累计并网运行风电达到1亿千瓦，其中海上风电500万千瓦，而太阳能发电达2100万千瓦。可见，铅酸电池、锂离子电池等二次储能电池市场空间巨大。12年上半年，公司储能产品营收3310万元，较11年上半年的2088万元增长58.55%；同时公司持续开展与国内外电网公司及其他储能用户的合作，通过加入储能行业协会以提升品牌影响力，而铅炭电池已在新能源储能、港机节能等领域应用和小规模销售。

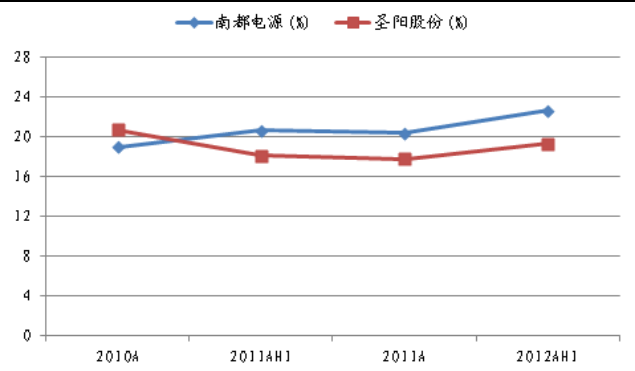
上半年储能产品毛利率22.65%，较11年上半年提升2.20个百分点，且高于圣阳股份可比公司19.32%的毛利率水平。

图 7: 2011-12 年公司储能产品营收、增速及占比



资料来源：公司公告，中原证券

图 8: 2010-12 年通信电池毛利率比对



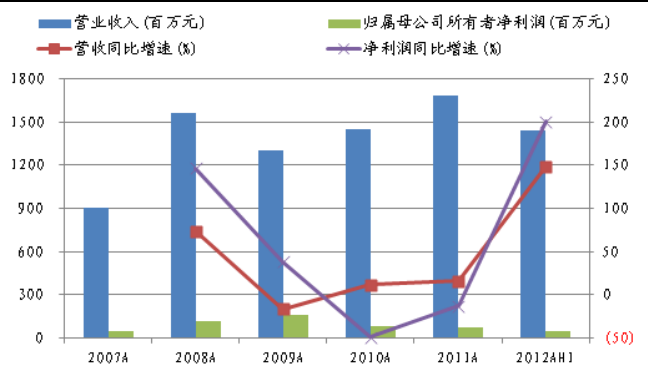
资料来源：圣阳股份/南都电源公告，中原证券

4. 公司经营分析

4.1 业绩概况

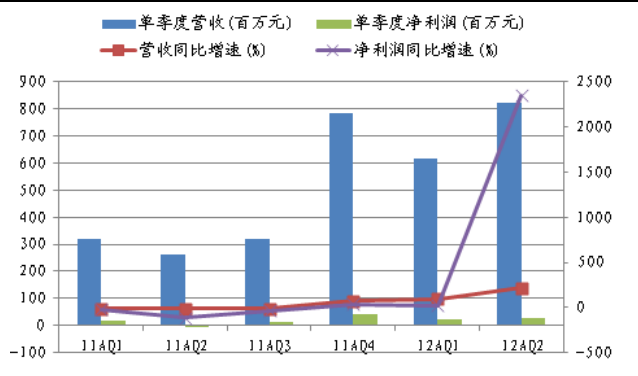
2012年上半年，公司营收14.41亿元，较11年上半年的5.79亿元大幅增长149.59%，高速增长一方面是因为11年上半年受行业环保整治基数较低，其次是销量增长和并表所致，其中第二季度营收8.22亿元，环比增长33.00%；上半年归属于母公司所有者净利润5051万元，大幅增长200.78%，其中第二季度净利润2884万元，环比增幅33.07%。

图 9：2007-12 年公司营收、净利润及同比增速



资料来源：Wind，中原证券

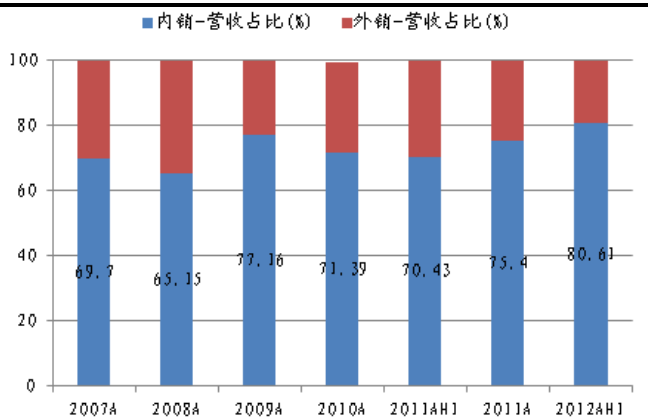
图 10：2011-12 年公司单季度营收、净利润及增速



资料来源：Wind，中原证券

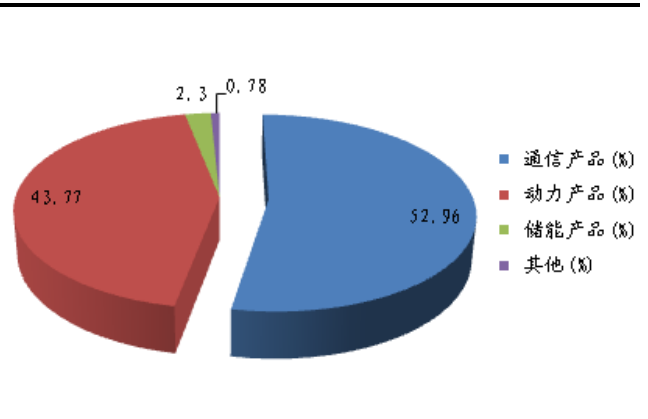
12年上半年，公司内销营收占比提升至80.61%，主要是动力产品销售大幅增长，且动力产品以内销为主。产品营收组成表明：通信、动力、储能三大产能营收占比大于99%，其中通信与动力产品分别占比52.96%和43.77%。

图 11：2007-12 年公司营收组成(按销售区域)



资料来源：Wind，中原证券

图 12：公司产品营收组成(2012AH1)



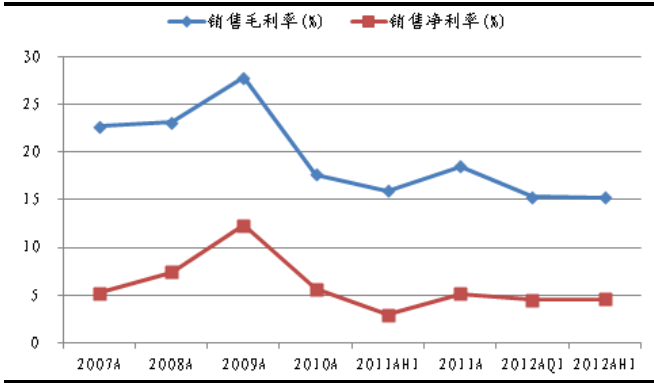
资料来源：Wind，中原证券

4.2 销售毛利率略降 预计下半年维稳

2009-12年，公司销售毛利率逐步下滑，12年上半年销售毛利率为15.23%，较11年上半年下滑0.70个百分点，毛利率下滑一方面是因为行业竞争加剧，其次是与公司产品结构相关，

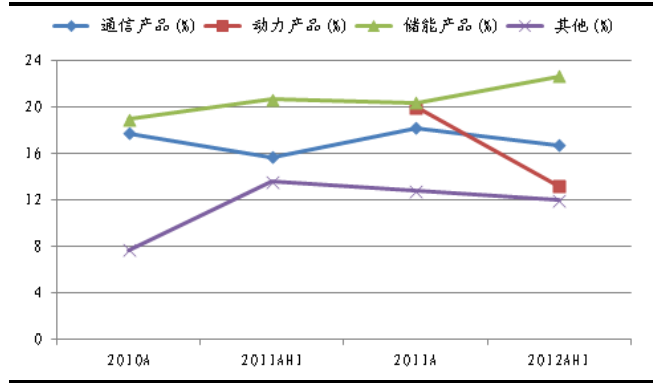
如12年上半年动力产品营收占比提升至43.77%，而动力产品毛利率为13.18%。不同产品毛利率显示：通信产品毛利率较为稳定，主要是公司在该领域具备显著行业地位；而动力产品毛利率下滑则是行业竞争加剧所致。

图 13: 2007-12 年公司销售毛利率与净利率



资料来源: Wind, 中原证券

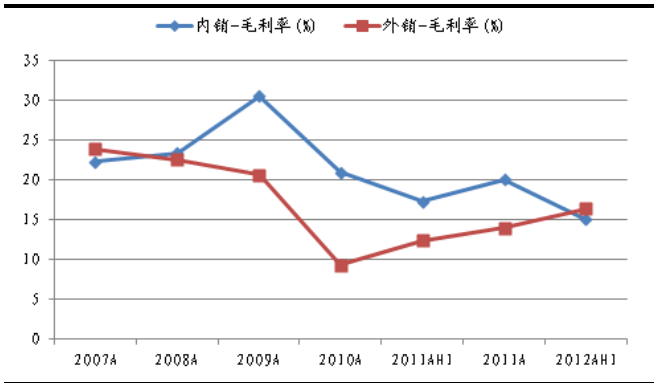
图 14: 2010-12 年公司销售毛利率(按产品)



资料来源: Wind, 中原证券

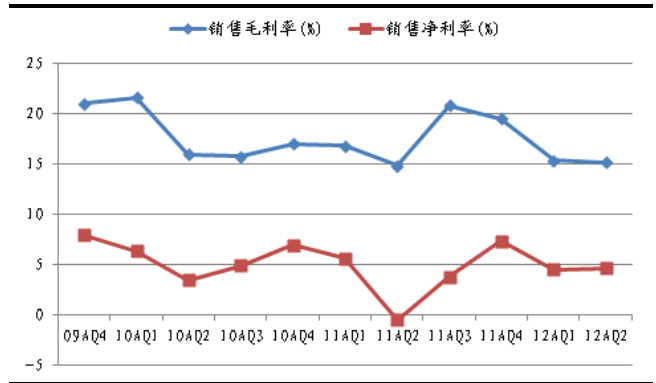
2010-12年，公司外销产品毛利率稳步提升，由2010年的9.30%提升至12年上半年的16.36%，提升与公司出口产品结构有关，近年高附加值的高温电池逐步在海外市场打开；而12年上半年内销产品毛利率15.01%，同比下滑2.28个百分点，主要是动力产品营收占比提升。12年1、2季度毛利率基本持平，随着储能营收占比提升，预计公司下半年毛利率基本持平。

图 15: 2007-12 年公司销售毛利率(按区域)



资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 2009-12 年公司单季度销售毛利率与净利率



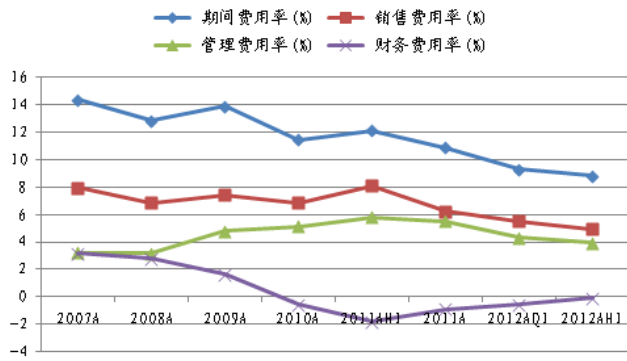
资料来源: Wind, 中原证券

4.3 期间费用率大幅回落 下半年持平

2007年以来，公司期间费用率总体稳步下滑。12年上半年，公司三费支出1.27亿元，同比大幅增长80.92%，增幅远低于营收水平，对应三项费用率为8.81%，较11年上半年的12.11%大幅回落3.30个百分点。其中销售费用支出7131万元，同比增长52.13%；管理费用5682万元，增幅68.85%；而财务费用-118万元，但11年上半年为-1036万元，主要是随着项目实施与达产，公司资产负债率由11年上半年的7.39%提升至12年上半年的19.27%。

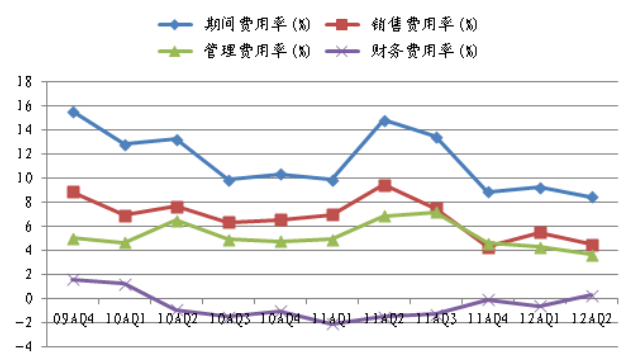
随着项目达产，公司财务费用率仍有提升空间，而公司管理水平逐步提升，预计下半年期间费用率基本持平。

图 17: 2007-12 年公司期间费用率



资料来源: Wind, 中原证券

图 18: 2009-12 年公司单季度期间费用率

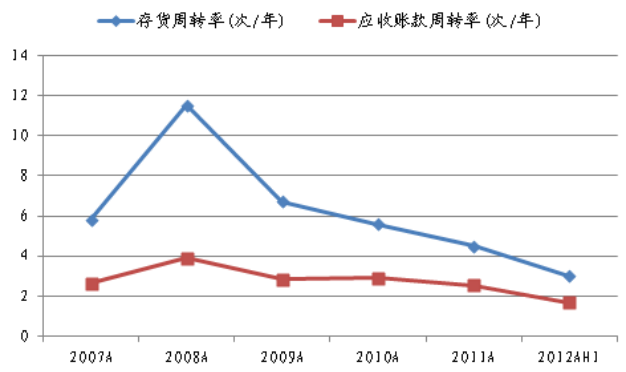


资料来源: Wind, 中原证券

4.4 营运能力分析

2008年以来，公司存货周转率大幅下滑，由2008年的11.53次/年下滑至11年的4.49次/年；12年上半年存货4.44亿元，同比大幅增长97.73%，主要是生产规模扩大和并表所致。2007-2011年，公司应收账款周转率总体较为稳定，基本稳定在2.50次/年以上；12年上半年应收账款9.38亿元，同比增长67.16%。

图 19: 2007-12 年公司营运能力



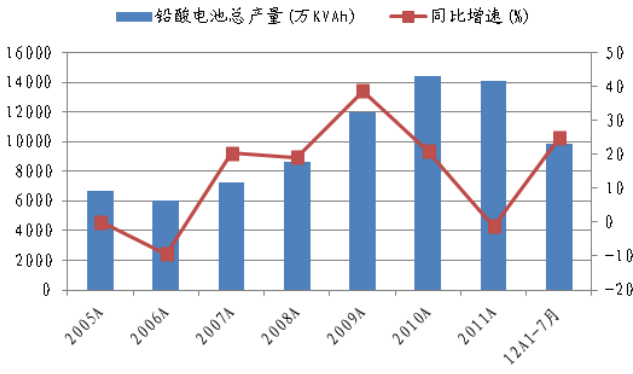
资料来源: Wind, 中原证券

5. 行业集中度将逐步提升

2012年1-7月，我国铅酸电池产量9829万KVAh，同比增长24.73%，其中6月产量创2009年以来的新高达1683万KVAh，同比大幅增长74.38%，而7月出货量1488万KVAh，环比减少11.60%。铅酸电池产量增长一方面是部分公司抓住行业整顿契机，产能较整改前大幅提升，同时与地方省市环保整治执行力度密切相关。铅酸行业准入条件已于12年7月1日执行，且工信部公布的第19批淘汰落后产能明确要求9月底前关停。我们认为，铅酸行业

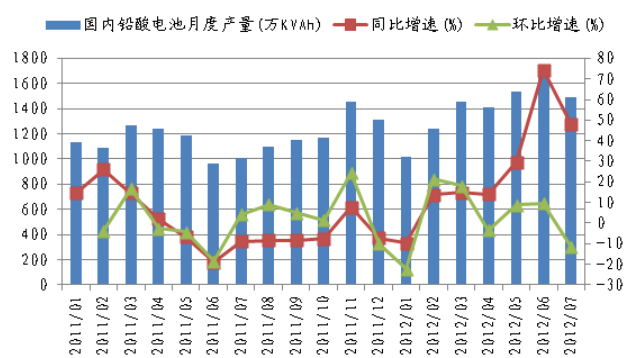
环保整治是个长期过程，产业集中度将逐步提升，但期间不排除部分省市放松整治力度致行业景气度阶段性下滑。

图 20: 2005-12 年我国铅酸电池产量及增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 21: 2011-12 年我国铅酸电池月度产量及增速



资料来源: Wind, 中原证券

6. 盈利预测与投资建议

盈利预测主要假设: 1) 铅酸准入条件出台后环保整顿执行有力; 2) 经济未出现大幅下滑; 3) 铅及上游原材料价格未出现大幅波动; 4) 公司项目进展符合预期。

表 2: 可比公司估值

证券代码	公司简称	收盘价(元, 09/10)	EPS (元)			PE(倍)		
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
600482	风帆股份	8.07	0.11	0.20	0.28	73.36	39.48	28.90
002684	猛狮科技	37.74	0.94	0.95	1.37	40.15	39.70	27.64
002580	圣阳股份	12.76	0.84	0.50	0.58	15.19	25.52	22.00
601311	骆驼股份	8.36	0.78	0.51	0.66	10.72	16.45	12.70
300068	南都电源	12.71	0.36	0.44	0.59	35.31	28.85	21.45
行业均值						34.95	30.00	22.54

资料来源: Wind, 中原证券

预测公司2012年、2013年每股收益分别为0.44元和0.59元，按9月17日12.71元收盘价计算，对应PE为28.85倍和21.45倍。目前估值相对行业水平较为合理，维持公司“增持”投资评级。

7. 风险提示

公司面临的主要风险是: 1) 酸行业准入条件出台后环保整顿执行不力; 2) 铅及上游原材料价格大幅波动; 3) 经济下滑超预期; 4) 项目进展低于预期。

表 3: 公司盈利预测

资产负债表					利润表				
(百万)					(百万)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	2275.2	2753.8	3284.9	3753.4	营业收入	1684.3	3166.8	4103.0	4878.0
现金	983.2	603.5	515.1	467.9	营业成本	1372.0	2647.9	3430.0	4077.2
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税费	4.3	7.3	8.6	9.8
应收票据	13.3	31.7	41.0	48.8	销售费用	104.8	159.9	205.1	243.9
应收款项	830.7	1457.8	1890.7	2250.1	管理费用	92.9	126.7	164.1	195.1
存货	375.0	582.5	754.6	897.0	财务费用	-14.8	2.4	-2.8	-2.5
其他	73.0	78.3	83.4	89.6	资产减值损失	15.0	14.7	17.2	18.1
非流动资产	966.4	910.7	863.1	824.4	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	2.6	0.0	0.0	0.0
固定资产	499.9	488.6	469.2	448.9	营业利润	112.6	207.9	280.7	336.3
无形资产	157.8	150.0	142.5	135.3	营业外收入	7.5	6.0	6.0	6.0
其他	303.6	267.1	246.5	235.2	营业外支出	3.1	3.0	3.0	3.0
资产总计	3241.5	3664.5	4148.0	4577.8	利润总额	117.0	210.9	283.7	339.3
流动负债	576.2	679.8	890.8	1057.7	所得税	30.4	54.8	73.8	88.2
短期借款	217.2	0.0	0.0	0.0	净利润	86.6	156.1	209.9	251.1
应付帐款	161.2	397.2	514.5	611.6	少数股东权益	15.3	25.0	33.6	40.2
预收帐款	13.0	42.7	61.4	69.2	归属母公司净利润	71.3	131.1	176.3	210.9
其他	184.7	239.9	314.9	377.0	EPS (元)	0.24	0.44	0.59	0.71
长期负债	0.5	148.8	195.6	234.4	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0		2011A	2012E	2013E	2014E
其他	0.5	148.8	195.6	234.4	每股指标				
负债合计	576.8	828.6	1086.4	1292.1	每股收益	0.24	0.44	0.59	0.71
股本	297.6	297.6	297.6	297.6	每股经营现金	-1.94	-1.30	-0.35	-0.07
资本公积金	1902.8	1902.8	1902.8	1902.8	每股净资产	8.76	9.20	9.80	10.50
未分配利润	368.8	486.8	645.5	835.4	增长率				
少数股东权益	59.2	84.2	117.8	158.0	营业收入增长率	15.9%	88.0%	29.6%	18.9%
母公司所有者权益	2607.7	2738.8	2915.1	3126.1	营业利润增长率	35.5%	84.6%	35.0%	19.8%
负债及权益合计	3241.5	3651.6	4119.3	4576.1	净利润增长率	-12.7%	83.9%	34.5%	19.6%
现金流量表					获利能力				
(百万)						2011A	2012E	2013E	2014E
	2011A	2012E	2013E	2014E	毛利率	18.5%	16.4%	16.4%	16.4%
经营活动现金流	-219.2	-158.4	-97.9	-13.7	净利率	4.2%	4.1%	4.3%	4.3%
净利润	86.6	156.1	209.9	251.1	ROE	2.7%	4.8%	6.0%	6.7%
资产减值准备	15.0	14.7	17.2	18.1	ROIC	2.9%	6.4%	7.5%	8.0%
折旧摊销	37.8	47.5	48.2	48.7	偿债能力				
财务费用	-14.8	2.4	-2.8	-2.5	资产负债率	15.8%	20.1%	23.7%	39.3%
投资收益	2.6	0.0	0.0	0.0	流动比率	3.95	4.05	3.69	3.55
营运资金变动	0.0	-379.1	-370.4	-329.2	速动比率	3.30	3.19	2.84	2.70
投资活动现金流	-385.7	-9.0	-9.0	-9.0	营运能力				
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0	资产周转率	0.55	0.92	1.06	1.12
其他投资	-385.7	-9.0	-9.0	-9.0	存货周转率	4.49	5.53	5.13	4.94
筹资活动现金流	28.7	-219.6	2.8	2.5	应收帐款周转率	2.52	2.87	2.53	2.43
借款变动	0.0	0.0	0.0	0.0	估值比率				
其他	28.7	-219.6	2.8	2.5	PE	53.05	28.85	21.45	53.05
现金净增加额	-576.2	-387.0	-104.2	-20.2	PB	1.40	1.54	1.47	1.38

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。