

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 10.40  
合理价格区间(元):

刘敏达 执业证书编号: S0570510120047  
研究员 025-83290904  
liuminda@mail.htsc.com.cn

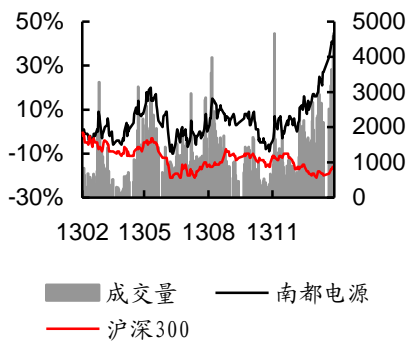
王茜 执业证书编号: S0570512070054  
研究员 (0755)8236 4392  
wangqian7996@mail.htsc.com.cn

周翔 执业证书编号: S0570512080002  
研究员 025-51863211  
zhouxiang3377@mail.htsc.com.cn

相关研究

- 1 《南都电源(300068):锂电新贵已现端倪》 2014.01
- 2 《南都电源(300068):搭上开往“锂”想国度的第一班车》 2014.01
- 3 《南都电源(300068):海外市场发力,业绩保持较快增长》 2013.07

股价走势图



公司基本资料

总股本(百万)	599.46
流通 A 股(百万)	382.21
52 周内股价区间(元)	6.45-15.99
总市值(百万)	6,234.43
总资产(百万)	4,081.39
每股净资产(元)	4.64

资料来源: 公司公告

# 铅酸业务亦有惊喜 (修订)

## 南都电源(300068)

**投资要点: 从“铅酸龙头”到“锂电新贵”, 盈利与估值有望双提升**

因我们的疏忽, 外发版本有误, 现更正。

**高温铅酸电池有望进入快速推广期。**公司的高温电池运行中实际节能超过 85%, 在经历两年市场开拓与培育期后, 海外市场推广已渐入佳境。国务院已将大气污染治理工作上升至战略高度并给出 14 年 100 亿的补贴计划, 大力支持节能环保核心技术攻关和相关产业发展; 我们认为政府后期给予高温电池相应政策补贴的概率较大, 有利于国内市场的快速启动。同时, 基于完整的专利, 截至目前公司该产品的竞争较少, 随着市场的快速启动公司有望享有显著的领先优势, 并进一步提升市场占有率。

**铅炭电池或将成为下一个利润增长点。**铅炭电池是一种电容型铅酸电池, 电池性能有所提升, 现主要应用于储能领域。我们认为, 出于节能减排的战略考虑, 国家后期出台强制要求汽车装配启停系统政策的概率较大, 而铅炭电池有望凭借优异的性能成为配套电源, 市场空间巨大; 公司在此业务上已先行一步, 开始接触车厂并逐步完善产品性能, 也取得了一定进展, 若通过主流车厂认证, 市场有望逐步打开, 届时铅炭电池有望成为公司下一个盈利增长点。

**锂电业务: 通信在手, 动力在望。**4G 带领通信锂电市场爆发在即, 且其速度和强度均有望超越预期, 公司顺应锂电替代铅酸之大趋势, 全面布局锂电池产业, 产能扩张恰逢其时, 且市场定位精准、具有明显的先发优势和渠道优势, 有望尽享此轮 4G 带领下的通信锂电行业盛宴, 预计 2013-2015 年锂电业务将贡献利润 0.08、0.13、0.22 元/股。另外, 公司在储能市场快速增长的同时, 已然在布局动力锂电, 尽管目前动力锂电产品尚不能实现盈利, 但我们认为, 随着市场需求启动和产能规划扩大, 未来有望成为公司继通讯锂电之后新增长点。

**上调 14 年盈利预测至 0.34 元:** 基于 1) 4G 投资带来的国内外需求快速增长, 2) 海外市场开拓和孕育两年的高温电池市场有望打开, 3) 行业集中度再提高至公司市占率提升, 我们认为公司通信、储能用铅酸电池产能利用率有望超预期, 并上调公司盈利预测, 预计公司 13-15 年 EPS: 0.22、0.34、0.51 (原预测 0.22、0.30、0.42 元/股), 3 年复合增速 50%, 维持“增持”评级。

**风险提示:** 1、4G 网建进度低于预期; 2、锂电渗透进程显著低于预期; 3、公司锂电市场拓展情况不达预期; 4、铅酸行业竞争环境恶化, 导致盈利水平迅速下滑。

经营预测指标与估值

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	3,104	3,455	4,597	6,329
+/-%	84.32%	11.29%	33.05%	37.67%
净利润(百万)	158.38	161.49	236.94	347.17
+/-%	76.85%	1.96%	46.72%	46.52%
EPS	0.21	0.22	0.34	0.51
PE	49.52	46.19	30.72	20.34

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

## 铅酸业务有望超预期

### 4G 投资领增长，行业集中利龙头

我国铅酸蓄电池行业在经历 11 年行业整顿后又重回快速增长的轨道，据国家统计局数据，12、13 年中国铅酸蓄电池产销量增速分别为 22%、17%，达到目前的 2.05 亿 kwh。

我们认为，1、通信行业 4G 时代在全球范围正式到来（4G 投资+更换需求），通信铅酸电源将迎来新一轮采购高峰；2、低速车市场快速扩张、储能市场开启新需求，铅酸电池行业未来两年仍有望维持现高速增长的态势。

行业整治仍在继续，行业集中度仍有提升空间。南都电源作为行业龙头之一，有望搭乘环保整治带来的行业集中度提升的春风，其传统铅酸电池业务（通信+动力+储能）的需求增速有望超过行业平均水平，提升其铅酸业务产能利用率及业绩贡献。

### 高温电池有望进入快速推广期

公司的通信用耐高温阀控式密封电池集成了公司研发的多项首创核心技术，其中发明专利 6 项（含 1 项国际发明专利），用于现有通信基站中，电池标准工作环境温度可由 25℃ 提高到 35℃，理论节能效率最高可达 90%，运行中实际节能超过 85%。

**海外市场推广已渐入佳境。**通过与沃达丰的合作推广（全球最大电信运营商之一），公司的高温产品在海外市场的开拓和培育已近两年，双方合作开发的产品反响、推广效果很好，后者已要求今后所有子网在平均温度超过 25 度的新站建设及原有站点的电池替换中全部采用南都电源的高温电池；同时基于沃达丰的示范效应，公司其他地区的推广也相对容易，并取得了初步成效。我们认为，基于这样的良性循环，公司目前海外市场的推广已渐入佳境，有望步入快速增长期。

**国内市场亦有望逐步打开。**目前，国务院已将雾霾等大气污染治理工作上升战略高度，称其为“改善民生的当务之急，是转方式、调结构的关键举措，也是推进生态文明建设的重大任务”，李克强更是指出 14 年将安排 100 亿元政府奖励（以奖代补），大力支持节能环保核心技术攻关和相关产业发展。

针对通信行业，据我们估算，移动通信基站耗电量近 240~280 亿度电/年，其中后备电源用占比或超过 40%。若使用高温电池替代普通铅酸电池，节能空间巨大。

而公司的高温电池已入选发改委国家重点节能技术推广目录，考虑到此产品节能环保意义重大（运行中实际节能超过 85%），我们认为政府后期给予高温电池相应政策补贴的概率较大。因公司该产品售价较普通产品略高，若政府推出相应补贴或将助推国内市场的快速启动。

同时，基于完整的专利，截至目前公司该产品的竞争较少，随着市场的快速启动公司有望享有显著的领先优势，并进一步提升市场占有率。

### 铅炭电池或将成为下一个利润增长点

公司研发的铅炭电池是一种电容型铅酸电池，在铅酸电池的负极中加入了活性炭，提升了电池性能，现主要应用于储能领域。但随着中国政府对大气污染治理的高度重视，以及后期或将出台强制要求汽车装配启停系统的政策，铅炭电池有望凭借优异的性能成为启停系统的配套电源，并成为公司下一个利润增长点。

**汽车装配启停系统节能减排效果显著。**启停系统是通过在汽车传统发动机上植入具有怠速起停功能的加强电机，并配以电源的节能减排方式，且效果显著：以拥堵的市区为例，启停系统在汽车停车怠速状态中，节油效果可以达到 10%，减排效果可以达到 20%，同时还可降低噪声污染以及发动机积炭。

**铅炭电池或将受益于启停系统快速发展。**正如前文所述，目前国务院已将雾霾等大气污染治理工作上升至战略高度，而汽车的节能减排是大气治理的关键环节，因此国务院与工信部也在委托中国汽车技术中心和汽车工程学会进行怠速启停技术的有关政策研究，预计相关结果和政策将于 2014 年 4、5 月份对外发布，未来怠速启停系统或有望成为轿车的标准配置，而铅炭电池则有望凭借优异的性能，如高功率放电、快速充放、长循环寿命等成为与启停式混合动力汽车配套的最佳电源之一。

**铅炭电池有望成为公司下一个利润增长点。**据中汽协统计及预测，我国 2013 年轿车销量 1201 万辆，同比增长 11.8%，且未来仍会保持较快的增长，与启停系统配套的电源市场空间非常大。目前国外只有摩尔、江森用铅炭电池做启动电池，国内几乎没有。公司在此业务上已先行一步，开始接触车厂并在其指导下逐步完善产品性能（设计方面，包括高温性能、颠簸环境下的性能等），也取得了一定的进展，待通过主流车厂的认证后，国内市场有望打开，并逐步开拓海外市场，届时铅炭电池有望成为公司下一个盈利增长点。

## 锂电业务：通信在手，动力在望

**通信锂电助力公司弯道超车。**海外 4G 增长依然强劲，公司通信锂电池推广顺利，如公司与印度第一大运营商 Reliance 在技术、市场等方面全方位的良好合作继续；国内 4G 建设如预期启动，以中国移动为首的运营商以于 2013 年下半年开始磷酸铁锂电池采购，中国联通更是于 2014 年初开始了集团采购，招标金额超过 2 亿元。保守估计，14 年三大运营商通信锂电的采购订单有望接近 10 亿元，公司凭借优质的产品和先发优势，有望获得较高市场份额，我们判断或将超过 15%。

与此同时，公司产能扩张恰逢其时。截止 2013 年底公司锂电池产能达 300MWH，一期规划 1200MWH 基础设施均已就绪，产能随时待需求爆发择机而建，有望尽享此轮 4G 带领下的通信锂电行业盛宴。

**动力锂电拓展盈利增长空间。**近看储能，远看电动车，我们认为锂时代有望提前而至，而公司正沿着“通信海外→通信国内→动力电池”的路径推进，储能市场快速增长的同时，公司已然在布局动力锂电，与多家电动车厂商小规模送样、供货，尽管目前动力锂电产品尚不能实现盈利，但我们认为，随着市场需求启动和产能规划扩大，未来有望成为公司继通讯锂电之后新增长点。

## 投资建议

### 上调盈利预测

公司通信、储能用铅酸电池产能已由 13 年约 600 万 KWH 提升至 700-800 万 KWH，基于前面对行业的判断，我们认为公司通信、储能用铅酸电池产能利用率有望超预期提升，基于此我们上调公司盈利预测，预计公司 2013-2015 年 EPS: 0.23、0.34、0.51（原预测 0.23、0.3、0.42 元/股），3 年复合增速 56%，其中锂电业务贡献 0.08、0.13、0.22 元/股。

### 维持“增持”评级

4G 带领通信锂电市场爆发在即，且其速度和强度均有望超越预期，公司顺应锂电替代铅酸之大趋势，全面布局锂电池产业，产能扩张恰逢其时，且市场定位精准、具有明显的先发优势和渠道优势，有望尽享此轮 4G 带领下的通信锂电行业盛宴；铅酸业务进入产能投放期，产能释放进程有望超越预期，**维持公司“增持”评级。**

## 盈利预测

**资产负债表单位：百万元**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2557	2782	3291	4343
现金	1010	580	460	633
应收账款	862	1294	1720	2165
其他应收账款	29	52	72	86
预付账款	40	111	135	156
存货	513	688	837	1195
其他流动资产	103	55	67	107
非流动资产	1349	1549	1603	1641
长期投资	11	11	11	11
固定资产投资	714	901	1004	1072
无形资产	157	172	168	164
其他非流动资产	467	466	420	395
资产总计	3906	4331	4894	5984
流动负债	860	954	1280	2023
短期借款	345	250	391	894
应付账款	209	289	346	480
其他流动负债	307	415	542	649
非流动负债	153	353	353	353
长期借款	113	313	313	313
其他非流动负债	40	40	40	40
负债合计	1013	1307	1633	2375
少数股东权益	177	203	237	278
股本	300	599	599	599
资本公积	1915	1616	1616	1616
留存公积	504	609	811	1118
归属母公司股	2716	2821	3024	3331
负债和股东权益	3906	4331	4894	5984

**现金流量表单位：百万元**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金	215	-222	-98	-148
净利润	158	161	237	347
折旧摊销	66	63	78	91
财务费用	5	20	32	52
投资损失	-2	0	0	0
营运资金变动	-22	-492	-475	-669
其他经营现金	9	25	29	31
投资活动现金	-440	-263	-132	-129
资本支出	392	250	130	130
长期投资	-6	0	0	0
其他投资现金	-54	-13	-2	1
筹资活动现金	163	56	110	450
短期借款	128	-95	141	503
长期借款	113	200	0	0
普通股增加	2	300	0	0
资本公积增加	12	-300	0	0
其他筹资现金	-92	-49	-31	-53
现金净增加额	-62	-429	-121	173

**利润表单位：百万元**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3104	3455	4597	6329
营业成本	2628	2938	3895	5328
营业税金及附加	8	8	12	16
营业费用	134	149	193	269
管理费用	120	133	175	243
财务费用	5	20	32	52
资产减值损失	8	13	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	2	0	0	0
营业利润	204	194	291	421
营业外收入	6	15	10	13
营业外支出	6	5	5	5
利润总额	203	204	296	429
所得税	45	43	59	81
净利润	158	161	237	347
少数股东损益	32	27	34	41
归属母公司净利	126	135	203	306
EBITDA	275	277	401	564
EPS	0.42	0.22	0.34	0.51

**主要财务比率单位：百万元**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	84.3%	11.3%	33.0%	37.7%
营业利润	80.8%	-4.7%	50.0%	44.6%
归属母公司净利	76.8%	7.0%	50.4%	51.1%
获利能力				
毛利率(%)	15.4%	15.0%	15.3%	15.8%
净利率(%)	4.1%	3.9%	4.4%	4.8%
ROE(%)	4.6%	4.8%	6.7%	9.2%
ROIC(%)	6.9%	5.6%	7.4%	9.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	25.9%	30.2%	33.4%	39.7%
净负债比率(%)	45.18%	43.06%	43.10%	50.79%
流动比率	2.97	2.92	2.57	2.15
速动比率	2.37	2.19	1.92	1.55
营运能力				
总资产周转率	0.87	0.84	1.00	1.16
应收账款周转率	4	3	3	3
应付账款周转率	14.21	11.80	12.25	12.90
每股指标(元)				
每股收益(最新摊)	0.21	0.22	0.34	0.51
每股经营现金流	0.36	-0.37	-0.16	-0.25
每股净资产(最新)	4.53	4.71	5.05	5.56
估值比率				
PE	49.52	46.19	30.72	20.34
PB	1.76	1.69	1.58	1.44
EV EBITDA	16	16	11	8

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2014 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：86 25 84457777 / 传真：86 25 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 1801/邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn