

信息技术 - 元器件

铅酸电池大户、锂电池崭露头角

—南都电源（300068）研究报告

2014 年 3 月 24 日

评级： 买入（首次）

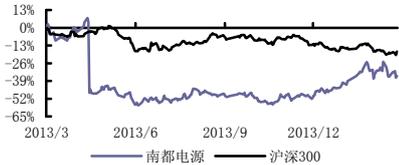
市场数据	2014 年 3 月 21 日
当前价格（元）	9.69
52 周价格区间（元）	6.45-15.99
总市值（百万）	5806.99
流通市值（百万）	3448.75
总股本（百万股）	599.28
流通股（百万股）	355.91
日均成交额（百万）	124.12
近一月换手（%）	155.08%
Beta（2 年）	1.2
第一大股东	杭州南都电源有限公司
公司网址	http://www.naradabattery.com.cn

预测指标	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	3507	4602	6101	8150
净利润（百万元）	130	182	248	346
每股收益（元）	0.22	0.31	0.42	0.59
净利润增长率%	3.2%	39.7%	36.6%	39.5%
市盈率	44.1	31.5	23.1	16.5

资料来源：世纪证券研究所

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	15.07%	5.42%
净利率	3.71%	6.68%
净资产收益率	4.61%	8.28%
总资产收益率	3.08%	3.92%
资产负债率	28.49%	48.16%
市盈率	44.05	30.76
市净率	2.06	3.02

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
南都电源	-29.36%	183.08%	48.95%
沪深 300	-4.66%	-5.24%	-17.45%

相关报告

周宬

执业证书号 S1030511010002

0755-83199424

zhouchong@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，周宬，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

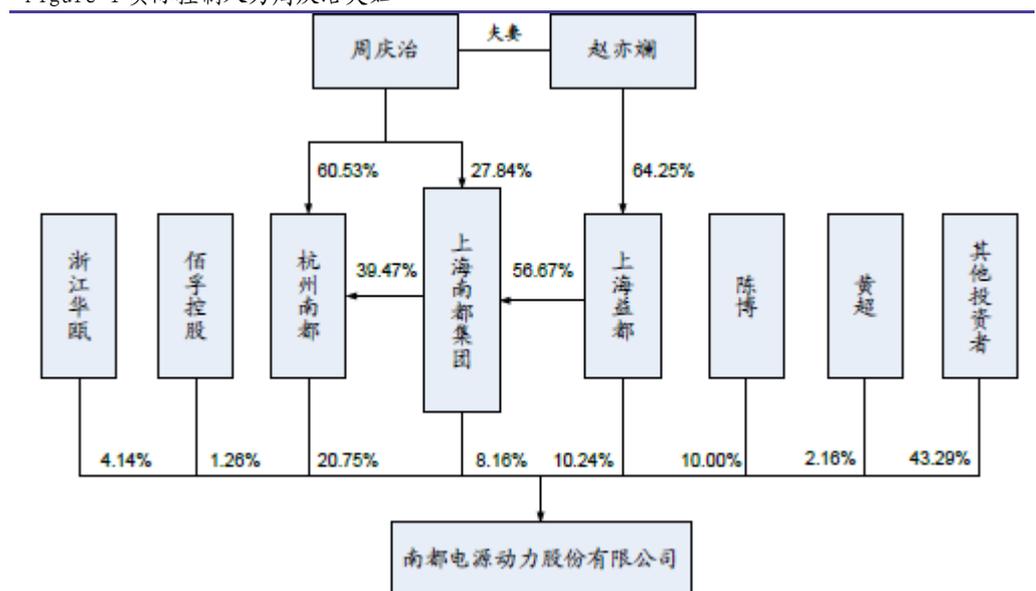
- 锂电池收入利润占比逐年提升。**公司成立于 1994 年，国内铅酸电池的龙头企业之一，不过，锂电池近两年占比在逐年增加。从下游应用领域看，销售的电池包括通信、动力、储能等产品，通信产品国内市场占有率稳居前三位。2013 通信产、动力、储能产品收入占比分别为 47%、48%、4%，利润占比分别为 58%、34%、6%。从电池种类来看，锂电的收入占比由 2012 年的 1% 上升到 2013 年 5% 左右，利润占比由 1% 增加到 13%。
- 我国 4G 建设为通信锂电池带来机会。**公司在通信后备电源主要针对国内外通信运营商，其中海外业务已超过 50%，近几年公司每年均保持 50% 以上的增长，远高于同行平均增长的速度；国内市场今年迎来 4G 的大投资机会，中国的 4G 建设投资计划主要集中在 2014-2015 年，依据以往的投资量，投资比往年增长 30% 左右，带给锂电池的年度增长率约为 90% 左右。
- 2014 年产能大幅增加。**目前铅酸电池产能：南都能源 350 万 kWh+南都华宇 450 万 kWh，2014 年增加南都国舰 220 万 kWh 以及南都动力的 300 万 kWh，产能大幅增加，2014 年有望达到 1320 万 kWh 产能；目前锂电池：现产能南都电池的 12 万 kWh，南都动力的 30 万 kWh 已建成投产，规划最终产能 120 万 kWh。2014 年起，公司在建产能进入投产期（包括铅酸电池和锂电池），随新产能释放，收入和盈利有望进入新一轮跨越式增长。
- 盈利与估值。**我们对公司 2014-2016 年的全面摊薄 EPS 预测为 0.31 元、0.42 元和 0.59 元，复合增长率为 38%。考虑到国内 4G 通信领域的投入，以及公司对海外市场的拓展，动力电池业务近两年将受益南都国舰的产能投放，参考同行业估值，以及锂电市场的快速增长，我们首次给与“买入”评级。
- 风险因素。**4G 通信行业进展不如预期；锂电池、铅酸电池竞争加剧，盈利能力下滑。

公司概况

南都电源创立于1994年9月,2010年4月在A股创业板上市。公司2011年之前主要业务为通信用铅酸电池,2011年通过横向收购华宇和国舰进入电动自行车用动力电池业务,实现产业延伸,目前公司业务涵盖通信电池、动力电池和储能电池三大业务,形成五大生产基地。公司已进入诸多高端客户的供应商体系,主要客户包括:中国移动、中国电信、中国联通、沃达丰、西班牙电信、新加坡电信、诺基亚西门子、阿尔卡特朗讯、爱立信、华为等电信运营商、集成商及国家电网、中国国电集团、京瓷、尚德等储能电池系统用户和中国南车、中国北车、上汽依维科等动力系统用户。

公司实际控制人为周庆治夫妇,通过杭州南都、上海益都与上海南都集团等三家企业间接控制公司29.64%的股份。

Figure 1 实际控制人为周庆治夫妇



资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 2 五大生产基地

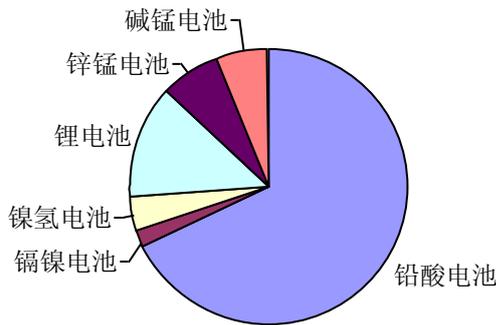
	控股比例	所在地	主要产品及产能情况
南都能源	100%	杭州临安	铅酸电池产能 350 万 kWh, 已达产
南都电池	100%	杭州临平	锂电池产能 12 万 kWh, 已达产
南都动力	100%	杭州临平	锂电池产能 30 万 kWh, 未来 120 万 kWh, 铅酸电池 300 万 kWh
南都华宇	51%	安徽界首	主要产品为电动自行车车用动力电池: 设计产能 450 万 kWh (约 6 万只/天), 现已达产
南都国舰	51%	四川成都	铅酸电池 220 万 kWh, 锂电 32 万 kWh

资料来源: WIND 世纪证券研究所

公司所处行业背景

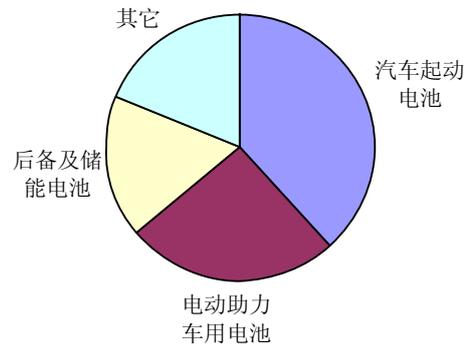
铅酸电池市场份额以及下游应用。电池产品种类繁多，主要包括铅酸电池、锂电池、镍镉电池、镍氢电池等，根据中国化学与物理电源行业协会 2010 年数据，电池销售收入 1330 亿元，其中铅酸电池销售收入 890 亿元，占电池销售市场的 67%。铅酸电池主要应用于应急或备用电池、汽车起动、电动自行车、低速电动车和储能后备电池等领域。

Figure 3 2010 年铅酸电池占电池收入 67%



资料来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 4 铅酸电池应用领域



资料来源：WIND 世纪证券研究所

我国在 2011 年进行了铅酸电池行业整顿，8 成企业停产。铅酸电池行业在 2011 年因“血铅超标”事件出现整顿，国家出台一系列政策促进行业的规范化。原 1930 家生产企业中，取缔关闭 583 家、停产整治 405 家、停产 610 家，而在生产企业 252 家、在建企业 80 家，未被关闭或停产的企业不足两成。

Figure 5 近几年国家对铅酸电池的政策

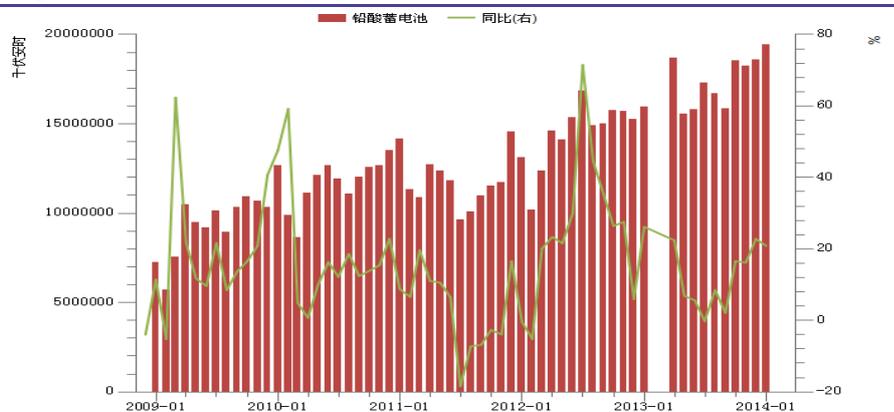
时间	政策名称	主要内容
2010 年 11 月	《电池行业重金属污染综合预防方案(征求意见稿)》	到 2015 年，我国电池行业汞、镉耗用总量分别削减 80%和 70%，铅蓄电池单位功率耗铅量减少 10%；规范完善废旧铅蓄电池回收再生利用体系；30%以上规模企业的清洁生产达到国内先进水平。
2011 年 4 月	《关于 2011 年深入开展整治违法排污企业保障群众健康环保专项行动的通知》	要求各地将铅蓄电池企业的整治作为 2011 年环保专项行动的第一要务。
2011 年 5 月	《关于加强铅蓄电池及再生铅行业污染防治工作的通知》	严格环境准入，新建涉铅的建设项目必须有明确的铅污染物排放总量来源；确保污染物稳定达标排放；建立重金属污染责任终身追究制。
2011 年 11 月	《“十二五”产业技术创新规划》	重点开发新型结构（卷绕式、管式等）密封铅酸蓄电池等动力电池设计制造技术，新型大容量密封铅酸蓄电池设计制造技术。
2012 年 1 月	《工业转型升级规划（2011—2015 年）》	大力发展新型结构铅蓄电池等动力电池；逐步降低电池行业铅、汞、镉的耗用量，淘汰普通开口式铅蓄电池。

2012年5月	《铅蓄电池行业准入条件》	明确准入条件：产能方面：新建、改扩产能为50万千伏安时，现有电池产能为20万千伏安时，现有单一厂区商品极板产能为100万千伏安时的硬性指标；技术方面：鼓励新型铅蓄电池，淘汰落后产能。
2012年11月	《铅酸蓄电池生产及再生污染防治技术政策》（征求意见稿）	铅酸蓄电池生产及再生行业应加大产业结构调整和产品优化升级力度，合理规划产业布局，进一步提高产业集中度和规模化水平，加快淘汰低水平落后产能，实行产能等量或减量置换，控制铅酸蓄电池生产及再生企业总量。
2012年11月	铅蓄电池行业准入公告管理暂行办法	为顺利实施《铅蓄电池行业准入条件》，开展铅蓄电池行业准入公告管理工作，在企业申请条件、申请及公告程序、监督管理等方面做具体规定。
2013年3月	关于促进铅酸蓄电池和再生铅产业规范发展的意见	加快产业结构调整升级，加大落后产能淘汰力度，严格行业准入和生产许可管理以及强化项目审批管理等要求。到2015年，废铅酸蓄电池的回收和综合利用率达到90%以上，铅循环再生比重超过50%，推动形成全国铅资源循环利用体系。
2013年3月	2013年工业节能与绿色发展专项行动实施方案	选择涉铅行业，通过开展2013年绿色发展专项行动，在绿色发展方面取得突破，探索绿色发展的模式和实现途径，提出了涉铅行业绿色发展的计划和进度要求。

资料来源：WIND 世纪证券研究所

对铅酸电池行业的整顿，淘汰了一批技术落后、污染严重的企业，使优质企业的行业地位有所提升，产能进一步向优势企业集中。由于整顿的影响，2011年铅酸电池的产量出现了负增长。2012年整顿后合格企业陆续复产，加上2011年的基数较低，导致2012年铅酸电池呈现高增长。随着整顿的持续开展，资源、市场份额有望向优势企业集中，利好南都电源这样的铅酸电池龙头企业。但随着天能等大厂新产能的释放，产品盈利能力已经出现回落，未来随着整顿后竞争格局的稳定，产品盈利能力有望回升。

Figure 6 国内铅酸电池当月产量及同比

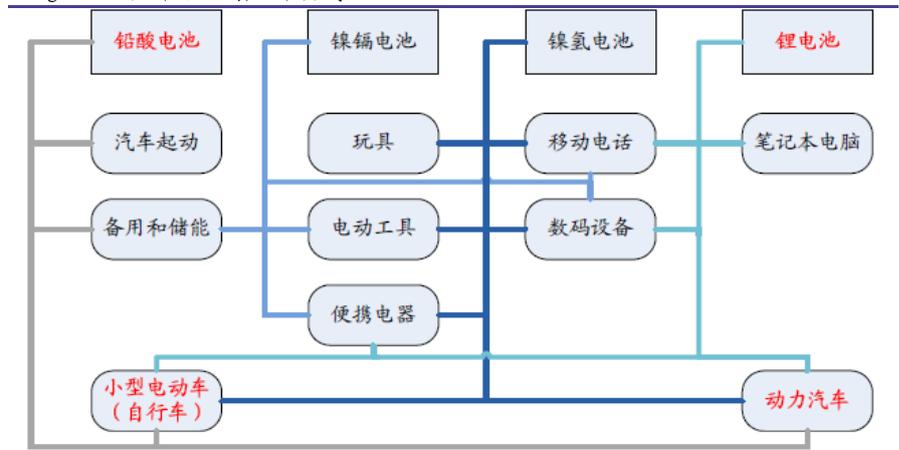


资料来源：WIND 世纪证券研究所

铅酸电池目前难以被锂电池完全替代。铅酸电池主要应用于应急或备用

电池、汽车起动、电动自行车、低速电动车和储能等领域。与锂离子电池、氢镍等二次电源相比，铅酸电池具有技术成熟、价格低、安全性高、再生利用率高、温带宽等优点，因此铅酸电池将在相当长一段时间内与锂电池共存。另外，铅酸电池自身也在发展，当前使用最广泛的是阀控式密封铅酸蓄电池和胶体密封铅酸蓄电池，性能和环保等方面得到了进一步提升。电动自行车目前95%的动力电池仍使用铅酸电池，短期来看性价比优势依然突出。一辆电动自行车配备的铅酸电池约400-500元，而配备的锂电池约800-900元，铅酸电池回收价格约为原价的1/4，对于普通大众，铅酸电池的电动自行车具有较大的吸引力。

Figure 7 各种电池的应用领域



资料来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 8 不同种类电池数据

	铅酸电池	镍氢电池	锂离子电池	超级电容器
工作电压	2.1V	1.2V	3.2V	灵活
能量密度(Wh/kg)	35	80	150-200	5
功率密度(W/kg)	110	230	500	>500
充放电寿命(次)	400	700	>1000	50万
充电速度	中	较快	较快	快
成本	好	中	未来可大幅降低	中
安全性	较好	较好	较好	好
环保性	差	中	中	较好

资料来源：WIND 世纪证券研究所

公司主营业务分析

公司成立于1994年，是国内铅酸电池的龙头企业，销售的铅酸电池包括通信、动力、储能等产品。目前，通信产品、动力产品是公司的主要收入来源，其中通信产品国内市场占有率稳居前三位。

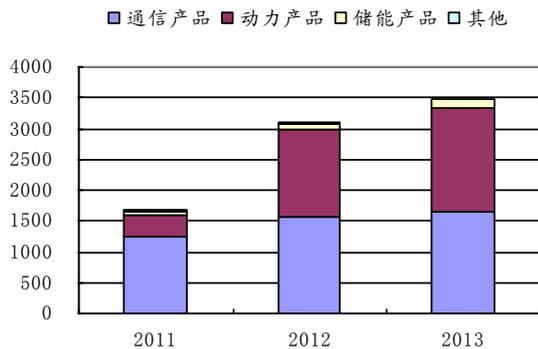
Figure 9 公司产品分类



资料来源: WIND 世纪证券研究所

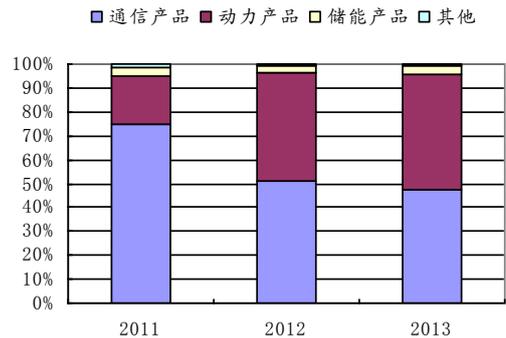
从下游应用来看, 通信、动力电源占大头。2013年, 公司收入规模 35 亿元, 归属母公司净利润 1.3 亿元。通信产品、动力产品的营业收入占比分别达到 47%、48%, 营业利润占比分别为 58%、34%。

Figure 10 主营收入 (单位: 百万元)



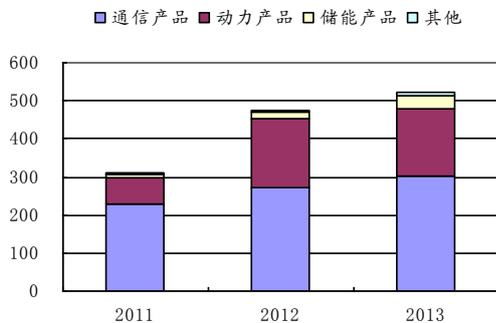
资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 11 各产品对主营收入的贡献度 (%)



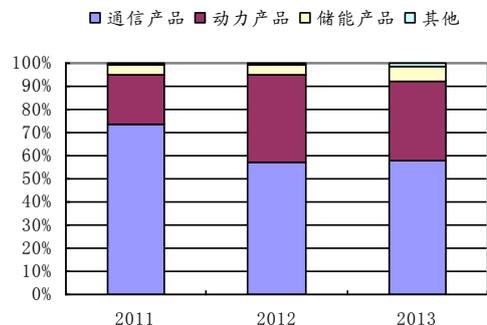
资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 12 主营利润 (单位: 百万元)



资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 13 各产品对主营利润的贡献度 (%)



资料来源: WIND 世纪证券研究所

从产品种类来看, 以铅酸为主, 不过, 值得注意的是, 锂电的份额逐年上升。2013年公司锂电产品销售收入达 20,960.79 万元, 比上年同期增

长 379.37%，锂电产品毛利额为 6818.60 万元，占本期毛利额的 13.04%，锂电毛利额比上年同期增长 1715.98%。锂电的收入占比由 2012 年的 1% 上升到 2013 年 5% 左右，利润占比由 1% 增加到 13%。锂电池业务之所以实现跨越式增长，主要是因为，自 2012 年公司锂电池成功应用于印度 LTE 网络开始，公司锂电池业务迅速增长，除大量应用于国际之外，在国内三大运营商各省公司的集中采购中也名列前茅，并成功应用于交换机房等重要场景。

Figure 14 主营收入 (单位: 百万元) (按电池种类分)



资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 15 各产品对主营收入的贡献度 (%) (按电池种类分)



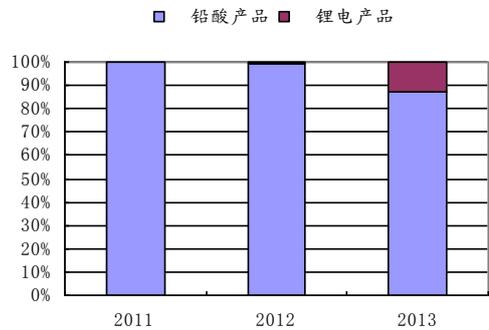
资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 16 主营利润 (单位: 百万元) (按电池种类分)



资料来源: WIND 世纪证券研究所

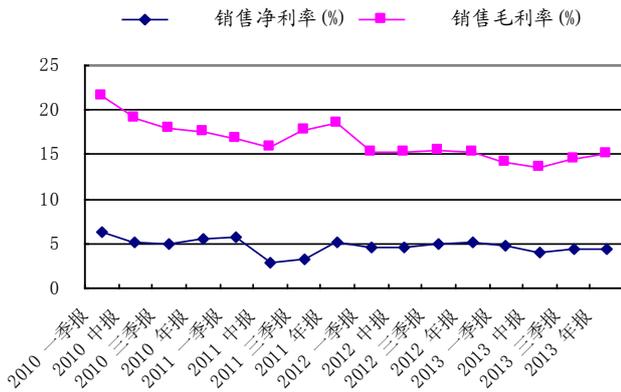
Figure 17 各产品对主营利润的贡献度 (%) (按电池种类分)



资料来源: WIND 世纪证券研究所

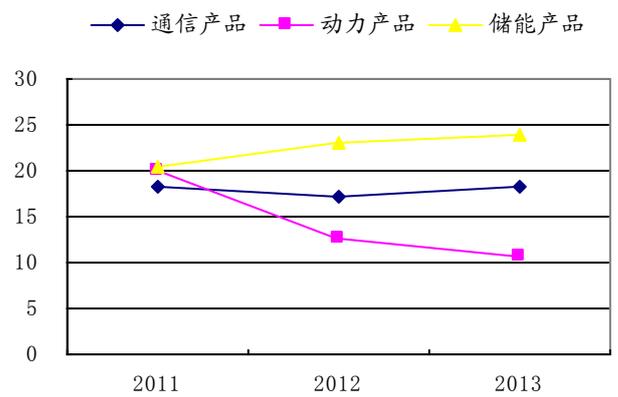
公司毛利率水平在 15% 左右，净利率在 5% 左右，未来随锂电放量，有走高的趋势。铅酸电池在 2011 年行业整顿后，出现产能向大企业集中现象，大企业扩厂造成竞争加剧，毛利率逐渐低于 15%，2013 年公司高毛利率锂电产品销量增加，部分拉高了整体毛利率，2013 年报告显示，又重新回到了 15%。分产品看，通信电池行业毛利率水平相对稳定，基本维持在 16% 以上，公司该部分业务 2011 年和 2012 年上半年均高于行业主要竞争对手；动力电池部分公司毛利率水平较低，这主要是由于公司动力电池业务除品牌电池销售外，还包含了部分电池极板和半成品电池的销售，拖累了整块业务的毛利率水平。

Figure 18 公司毛利率与净利率 (%)



资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 19 各产品毛利率情况 (%)



资料来源: WIND 世纪证券研究所

未来业绩增长看点

1、通信、储能行业增速快

通信电池: 4G 对通信锂电的拉动明显, 预计年增速可达 90%。2013 年 12 月 4 日工信部向 3 大运营商发放 4G 牌照, 4G 投资开启。未来两年, 中国移动规划建设 TD-LTE 基站 40 万个, 中国电信计划建设 TD-LTE 基站 3 万个, 中国联通计划建设 TD-LTE 基站 5 万个, 三大运营商在 4G 建设和运营等方面的累计投资额将有望突破 3000 亿元。据爱立信估计, 全球 2013~2018 年间 4G 基站建设投资有望达人民币 6000 亿元, 平均年投资额有望达 1200 亿元, 对应通信锂电采购金额约为 250 亿元 (年均约为 50 亿元)。从而, 锂电池在通信领域的需求空间有望就此开启, 并迎来一轮通信锂电采购高峰。

储能电池: 光伏发电装机容量有望扩大 6 倍, 为储能电池的增长奠定基础。储能电池具有平抑峰谷差、降低主干网扩容投入、稳定新能源接入、提高电网安全性、提高黑启动安全性等功能, 对新能源与微网的发展具有较大的意义。2012 年 9 月, 国家能源局印发的《太阳能发电发展“十二五”规划》中提出, 到 2015 年底我国太阳能发电装机容量达到 21GW 以上, 这意味着未来 3 年中国光伏发电装机容量有望扩大 6 倍以上, 相关部门鼓励太阳能等新能源快速发展为储能电池在相关领域的大规模应用提供了良好的市场基础。公司在储能领域主推的产品是铅炭电池, 思路主要是“铅酸为主, 锂电为辅”。公司持续开展与国内外电网公司及其他储能用户的合作, 加速推进铅炭电池在储能领域的应用。2012

年，储能产品销售收入达到 8402 万元，较上年同期增长 50%，2013 年达到 1.4 亿元，同比增 64%。

动力电池：铅酸电池在低速电动车市场潜力较大。除了在电动自行车领域的应用值得关注外，铅酸动力电池在低速电动车领域的应用也显示出了很大的潜力。据网上的公开信息显示山东时风集团一期投资 10 亿元的 20 万辆小型纯电动汽车项目，济南宝雅电动车贸易有限公司德州分公司一期投资 11 亿元的 10 万辆电动车项目，潍坊瑞驰汽车系统有限公司投资 6 亿元的 10 万辆电动车等项目都在加速推进。2012 年山东低速电动车的销量超过了 8 万辆。低速电动车的市场需求火爆，潜在市场空间超过 100 亿。目前低速电动车发展的最大障碍在于还不能上牌，一旦低速电动自行车的名分定下来，低速电动车电池市场将呈现爆发式增长。公司在该市场已取得了实质突破，先后和时风、宝雅等重点客户形成了批量供货关系。目前公司低速电动车用动力电池需求旺盛，与重点客户的合作也得到不断深化与推进。低速电动车市场有望给公司动力电池业务带来新的增长动力。

2、产能增长快，到 2014 年底预计产能接近翻倍。

公司通过整合，产能快速增长。2011 年 9 月，公司使用超募资金 19380 万元收购南都华宇 51%的股权，使南都华宇成为公司控股子公司。南都华宇成立于 2008 年 10 月，位于安徽省界首市田营工业园（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），目前，南都华宇拥有年产 1440 万套极板及 800 万只电池的产能；经过 2011-2012 年持续的建设和技术改造，目前南都华宇的年产能可以达到 450 万 kWh（约 6 万只/天）；由于目前动力电池市场竞争较激烈，公司动力电池直接销售占比较小，多余的极板出售给天能，干电池出售给超威。2011 年 12 月，公司通过增资和股权收购的方式持有南都国舰 51%的股权，南都国舰主要业务为电池极板、动力电池和储能电池的生产、销售，南都国舰已于 2012 年 9 月份开始试生产，2013 年年底铅酸蓄电池、锂电池产能分别达到 220 万 kWh、32 万 kWh。成都国舰于去年投产，但受国内通信市场需求下降和电动自行车电池市场价格竞争的压力，去年国舰产能利用率较低，因此对公司业绩有负面的影响，今年市场情况比较好，目前国舰的产能利用率在快速提升。

产能情况。目前铅酸电池产能：南都能源 350 万 kWh+南都华宇 450 万 kWh，2014 年增加南都国舰 220 万 kWh 以及南都动力的 300 万 kWh，

产能接近翻倍。2014年有望达到1320万kWh产能；目前锂电池：现产能南都电池的12万kWh，南都动力的30万kWh建成投产，在建项目最终产能120万kWh。14年起，公司在建产能进入投产期（包括铅酸电池和锂电池），随新产能释放，收入和盈利有望进入新一轮跨越式增长。

盈利预测

假设条件如下：

- 1、通信电池未来三年收入增幅分别为30%、30%、30%；储能电池未来三年增幅均为80%；动力电池未来三年收入增幅为30%、30%、30%
- 2、通信电池毛利率18%左右，动力电池10%左右，储能电池20%左右
- 3、三项费用率变动不大
- 4、所得税率25%

Figure 20 盈利预测

	2013	2014E	2015E	2016E	
营业总收入	3508		4602	6101	8150
营业成本	2979		3902	5168	6895
营业税金及附加	9		12	16	21
销售费用	150		193	253	334
管理费用	150		184	244	326
财务费用	29		37	49	65
资产减值损失	16		10	10	10
营业利润	177		264	361	498
营业外收入	29		20	20	20
营业外支出	6		5	5	5
利润总额	201		279	376	513
所得税	50		70	94	128
净利润	151		209	282	385
少数股东损益	21		27	34	38
归属于母公司所有者的净利润	130		182	248	346
每股收益	0.22		0.31	0.42	0.59

资料来源：WIND 世纪证券研究所

Figure 21 同类公司比较

	股价	2013EPS	2014EPS	2013PE	2014PE	PB
骆驼股份	11.61	0.60	0.80	19	15	3
风帆股份	11.83	0.23	0.31	52	38	3
圣阳股份	16.10	0.56	0.77	29	21	2

亿纬锂能	37.00	0.78	1.27	47	29	8
德赛电池	54.61	1.40	2.07	39	26	14
欣旺达	22.25	0.35	0.80	63	28	4
平均				42	26	6

资料来源：WIND 世纪证券研究所

我们对公司 2014-2016 年的全面摊薄 EPS 预测为 0.31 元、0.42 元和 0.59 元，复合增长率为 38%。考虑到国内 4G 通信领域的投入，以及公司对海外市场的拓展，动力电池业务近两年将受益南都国舰的产能投放，参考同行业估值，以及锂电市场的快速增长，我们首次给与“买入”评级。

风险因素分析

4G 通信行业进度不如预期，铅酸电池、锂电池下游需求不如预期。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.