


研究报告
南都电源
 (300068.SZ)

新股定价
建议询价区间:
 31.2-36.4元

发行上市资料

发行价格(元)	
发行后总股本(万股)	24800
发行前财务数据	
每股净资产(元)	2.71
净资产收益率(%)	36.35
资产负债率(%)	57.75
网上发行日期	2010.4.8

 齐鲁证券有限公司
 研究所
 行业公司部
 联系人: 冯超
 Tel: (8621) 58306455
 Email: chao_txwd@yahoo.cn

 分析师: 傅苏
 (执业证书编号:
 S0740208100090)

南都电源: 动力提供先锋企业
投资要点:

◆ 公司主营业务为化学电源、新能源储能产品的研究、开发、制造和销售。公司主要产品为“南都”牌大容量阀控密封蓄电池，主要应用于通信领域，同时在电力、铁路、军用装备等后备电源系统，太阳能、风能等储能系统和车用动力系统等领域也有广泛应用。目前，公司已成为国内规模最大的通信用阀控密封蓄电池专业生产企业之一。

◆ 国内通信用阀控密封蓄电池生产厂家中，除南都电源外，哈尔滨光宇、江苏双登、艾诺斯(中国)华达电源系统有限公司实力最强，处于行业领先地位。

表1: 2007年和2008年我国阀控密封蓄电池生产企业销售收入排名

时间	排名	企业名称	营业收入(亿元)
2008年度公司智能门装置也是公司	1	江苏双登集团有限公司	21.09
	2	哈尔滨光宇集团股份有限公司	17.96
	3	南都电源	15.67
	4	艾诺斯(中国)华达电源系统有限公司	10.2
	5	深圳理士奥电源技术有限公司	8.3
2007年度门装置也是公司	1	哈尔滨光宇集团股份有限公司	16.1
	2	江苏双登集团有限公司	10.7
	3	南都电源	9.03
	4	艾诺斯(中国)华达电源系统有限公司	8.9
	5	深圳理士奥电源技术有限公司	6.2

资料来源: 齐鲁证券研究所

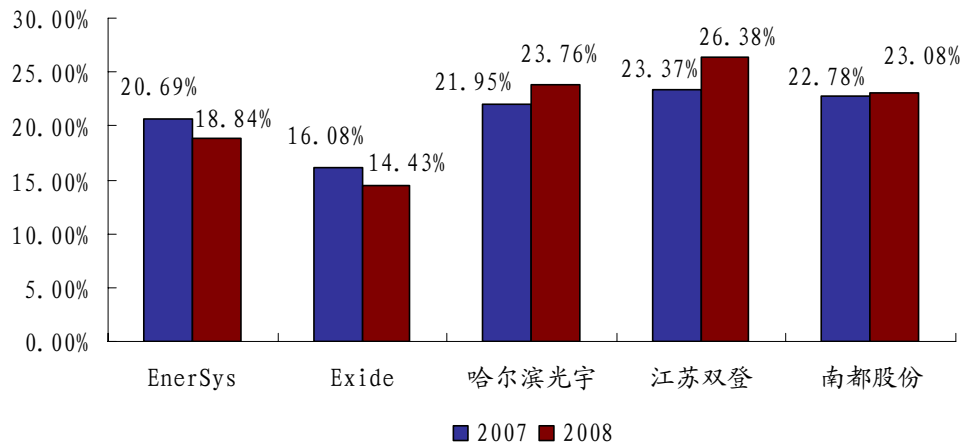
◆ 行业毛利率基本保持稳定，主要原材料铅价呈宽幅波动态势，国内外通信运营商和通信设备配套商具备相对强势的谈判地位，对业内企业的盈利构成了一定的压力。

重要声明: 本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。



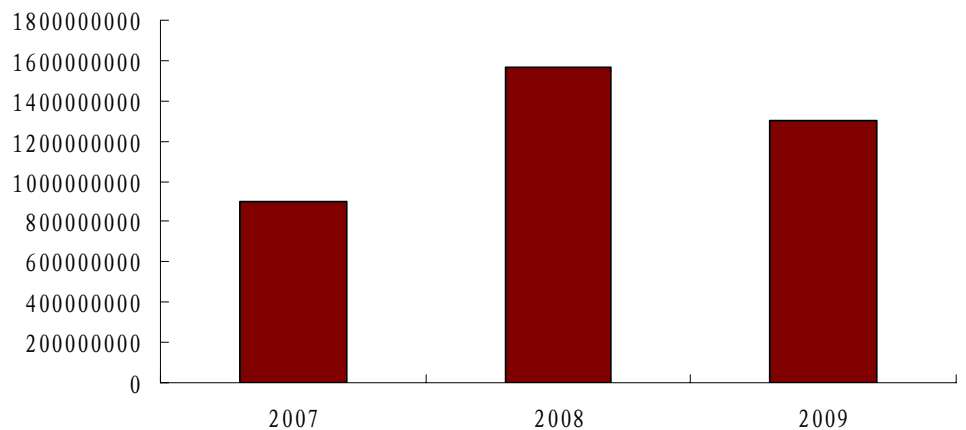
图1: 行业内主要企业毛利率比较图



资料来源: 齐鲁证券研究所

◆ 2009年, 公司实现主营业务收入127437.60万元, 比2008年下降了18.16%。2009年收入下降的主要原因是公司产品价格下降, 海外需求受经济危机影响下降, 公司的海外需求下降。目前, 国外经济出现复苏迹象, 经济危机对公司海外销售的不利影响逐渐减弱。2009年公司的营业收入有所下降, 但国内市场销售仍保持增长, 海外销售自2009年下半年起有所回升。其中国内销售收入(不含对国内通讯设备集成商的销售)在平均售价下降的前提下仍较2008年增长了9.04%。虽然经济危机导致公司海外需求不足, 对公司的收入增长产生不利影响, 但目前全球经济已出现复苏的迹象, 2009年下半年公司实现海外销售收入16048.19万元, 较上半年增长了22.84%。随着全球经济继续好转, 各运营商前期推延的投资计划陆续解冻并付诸实施, 同时随着公司在海外市场渠道建设以及品牌的逐步建立, 公司的海外销售有望恢复增长。

图2: 南都电源近3年营业总收入增长情况



资料来源: 招股意向书, 齐鲁证券研究所

◆ 2007年、2008年、2009年, 公司的毛利率分别为22.78%、23.08%、28.27%。经与江苏双登与哈尔滨光宇比较, 2007年、2008年、2009年公司与该两家公司的毛利率的变动趋势相同, 公司的毛利率变动符合行业毛利率变动趋势。


表2: 南都电源与同行企业毛利比较表

项目	2009 年度	2008 年度	2007 年度
南都综合毛利率	28.27%	23.08%	22.78%
江苏双登毛利率		26.38%	23.37%
哈尔滨光宇毛利率		23.76%	21.95%

资料来源: 招股意向书, 齐鲁证券研究所

铅及铅制品成本占公司单位成本的比例占60%以上, 为影响公司单位成本的主要因素。公司的生产主要分为两种模式, 其一为采购铅及铅基合金, 加工生产铅制品, 然后装配成产品; 其二为公司通过输出技术、人才、管理等措施委托外协厂商生产铅制品, 然后收购铅制品, 装配成产成品。

行业内已推广运用铅价联动机制, 根据协议, 如一段时间内的铅价波动超过基准铅价一定幅度, 则产品销售价格同向上升或下降一定的金额。一般来说, 在其他因素不变的情况下, 联动时销售价格的绝对波动幅度要大于单位成本的绝对波动幅度, 但其相对波动幅度要小于单位成本的相对波动幅度。一般来说, 公司每生产1kVAh 产品需要消耗15-19 千克的铅及铅制品, 根据公司主要客户约定的联动协议, 铅价每波动1,000 元/吨, 公司的产品价格同步浮动20-25 元/kVAh。

◆ 预计公司2010年EPS为1.04元, 给予30-35倍市盈率, 合理询价区间为31.2-36.4元。

盈利预测

单位: 百万元

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	903.44	1567.10	1304.26	1825.97	2191.16	2738.95
减: 营业成本	698.42	1204.81	940.78	1278.18	1577.64	1944.66
营业税金及附加	4.49	8.55	5.84	8.17	9.81	12.26
营业费用	71.97	107.72	96.88	135.63	162.75	203.44
管理费用	29.26	49.42	62.90	88.05	105.66	132.08
财务费用	28.67	43.82	21.68	12.30	3.73	-0.56
资产减值损失	16.93	4.52	-3.05	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	1.95	0.46	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	55.64	148.71	179.25	303.64	331.57	447.08
加: 其他非经营损益	3.00	-5.44	7.63	0.00	0.00	0.00
利润总额	58.64	143.26	186.88	303.64	331.57	447.08
减: 所得税	11.35	26.89	26.09	45.55	49.74	67.06
净利润	47.29	116.37	160.79	258.09	281.83	380.02
减: 少数股东损益	0.15	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	47.14	116.37	160.79	258.09	281.83	380.02
每股收益	0.19	0.47	0.65	1.04	1.14	1.53

资料来源: 齐鲁证券研究所


投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数