

买入 (维持)

电池王国的未来巨星

——南都电源深度报告

12 个月目标价:

55.00 元~60.00 元

当前价格:

34.19 元

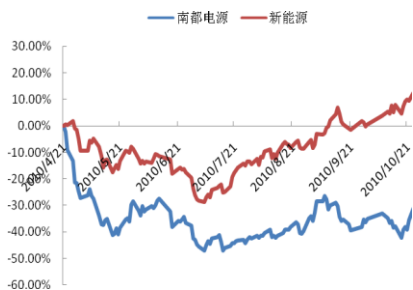
市场数据

新能源指数	2447
三个月涨跌幅	18.7%
上证综合指数	2884
三个月涨跌幅	9.28%

基础数据

每股净资产(元)	10.16
资产负债率(%)	9%
总股本(百万)	248
流通股(百万)	62

相对股价表现



相关研究

《南都电源调研报告》

研究员:

电力设备及新能源研究小组

联系人: 韩守晖

8621-68761616-8511

hansh@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼, 200122

http://www.tebon.com.cn

请务必阅读正文后的免责条款部分

投资要点:

- ◆ 全新的“通信+储能+动力”的产品结构构架, 打开公司未来成长空间。此前公司的主要产品为通信用阀控密封蓄电池, 该种电池是最新一代技术的铅酸电池, 07 年—09 年主营业务收入 80% 以上来自于通信领域市场。在战略上, 公司凭借多年在电池领域内的技术沉淀, 基于对未来市场趋势的准确理解, 管理层作出产品结构拓展的重大决策, 形成“通信+储能+动力”的立体式产品结构构架, 一举突破了下游市场相对单一的瓶颈, 公司长期成长的天花板已不复存在。
- ◆ 股权激励行权价 33 元成公司股价长期安全垫。前期公司公告了股权激励的相关计划, 在管理层经营达到行权条件是, 股票期权行权价格为 33 元, 目前公司股价仍在行权价附近徘徊, 长期投资安全边际较高。
- ◆ 传统电池业务: 2011 年将辞冬迎春。公司下游主要为通信行业, 与通信业固定资产投资波动高度相关。我们判断, 2011 年几大通信运营商将会重新加大在 3G 网络建设方面的投入, 这将成为公司经营走出谷底的核心驱动因素。理由: 第一, 今年直接用于 3G 建设的投资相对于已是大幅缩水, 09 年~11 年 3G 投资规划目标 4000 亿元, 11 年 3G 用户将达 2 亿, 这都意味着 11 年几大运营商加大通信网络投资成为大概率事件; 第二, 中国移动在国家指明 LTE 大方向后会加大 TD 投入, 10 月份中国移动又耗资近 50 亿元的 600 万部 TD 手机采集就又是一个良好信号; 第三, 中信和联通在感受到来自中国移动的压力之后必将也会有所行动; 第四, “十二五”中规划关于通信网络建设的部分以及三网融合的提速也将为 11 年超预期提供可能。
- ◆ 盈利预测及估值分析: 预计公司 10~12 年 EPS 为 0.41/0.89/1.48 元。利用分步估值法, 将公司超募资金项目折现并同现有业务进行加总。保守估计给予公司 2011 年 25~30 倍 PE 合理, 对应股价合理范围 50.75 元~60.9 元, 并考虑到新能源公司的溢价情况, 维持前期 12 个月 55 元~60 元的目标价格, 目前公司股价明显低估, 维持公司“买入”评级。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2007	2008	2009	2010 E	2011E	2012E
营业收入	903.44	1567.10	1304.26	1565.12	2034.65	2645.05
净利润	47.14	116.37	160.79	102.56	220.87	367.24
净利增幅(%)		146.89%	38.17%	-36.22%	115.36%	66.27%
ROE(%)	18.01%	30.56%	31.91%	4.00%	7.98%	11.82%
EPS(元)	0.190	0.469	0.648	0.414	0.891	1.481
PE			51.51	80.77	37.50	22.56

正文目录

1、传统电池业务：2011 年将辞冬迎春.....	2
1.1 主营业务产品概况	2
1.2 2011 年下游市场回暖是大概率事件	2
1.3 加大营销网络建设，市占率稳步提高	3
2、储能电池领域中，铅酸电池竞争力强.....	3
2.1 南都力推铅酸电池在储能领域中的应用.....	3
2.1 铅酸电池在储能领域实用性很强	4
3、持续发展的潜力来至一流的研发平台.....	5
4、全新的“通信+储能+动力”的业务构架一举突破公司未来发展瓶颈.....	7
4.1 下游市场由“一”变“三”使未来公司业绩成倍增长成为必然.....	7
5、股价催化剂	8
6、估值	8

图表目录

图 1 全球运营商网络设备市场规模预测（亿美元）	3
图 2 亚太地区成为持续增长地区（亿美元）	3
图 3 大型储能用电池价格和功能示意图	5

表格目录

表格 1 公司拥有的主要核心技术及其来源情况	5
表格 2 公司部分独立研发项目	6
表格 3 超募项目盈利预测	8
表格 4 分步估值法	9

1、传统电池业务：2011 年将辞冬迎春

1.1 主营业务产品概况

公司的传统主营业务为：生产与销售应用在通信领域的高性能密封阀控铅酸蓄电池，以及少量的通信小锂电产品。公司的主要产品不仅在国内市场占有率名列前茅，在海外市场的表现更是国内同行所无法相比的。

1.2 2011 年下游市场回暖是大概率事件

传统业务下游企稳回升是大概率事件：公司下游主要为通信行业，与通信业固定资产投资波动高度相关。2009 年是我国的 3G 元年，三大运营商在 3G 网络建设投资中都投入了重金，据统计三大运营商直接投资 1609 亿元，完成 3G 基站建设 32.5 万个。但是 2010 年由于几大运营商在 3G 终端推广不利的情况下，不约而同的都放缓了 3G 网络建设的步伐，导致市场对通信基站建设中的主要设备的需求大幅度下滑，其中通信用的后备电源就是其中之一。**我们判断，2011 年几大通信运营商将会重新加大在 3G 网络建设方面的投入，这将成为公司经营走出谷底的核心驱动因素。**理由如下：第一，今年直接用于 3G 建设的投资在 900 亿元到 950 亿元左右，相对于去年的 1609 亿元已是大幅缩水，09 年~11 年 3G 投资规划目标 4000 亿元，11 年 3G 用户将达 2 亿，这都意味着 11 年几大运营商加大通信网络投资已成为大概率事件；第二，中国移动在国家指明 LTE 大方向后会加大 TD 投入，10 月份中国移动又耗资近 50 亿元的 600 万部 TD 手机采集就又是一个良好信号；第三，中信和联通在感受到来自中国移动的压力之后必将也会有所行动；第四，“十二五”中规划关于通信网络建设的部分以及三网融合的提速也将为 11 年超预期提供可能。此外，在金融危机的影响逐渐消除之后，海外市场的回暖也成为必然趋势，而南都的海外市场占比也是国内主要竞争对手（如：哈尔滨光宇和江苏双登）所不及的。在充分认清国内通信电池市场情况的前提下，南都管理层很早就做出了进军海外市场的决策，上升到了公司战略，经过多年的不懈努力，南都品牌在海外已经具有了一定的影响力，公司管理层计划未来公司国内和海外业务占比理想约为 1:1，公司这一先人一步的决策，一定会在后期公司的利润表中得以体现。

图 1 全球运营商网络设备市场规模预测（亿美元）

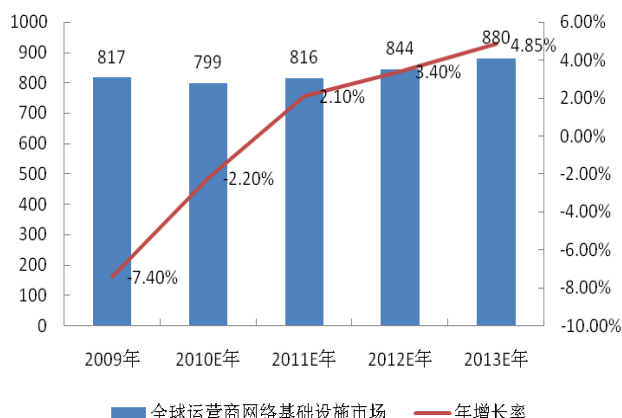
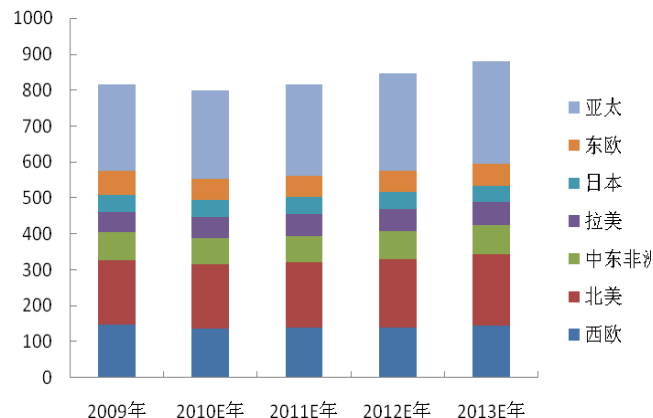


图 2 亚太地区成为持续增长地区（亿美元）



资料来源：Gartner、Teleinfo、德邦研究

1.3 加大营销网络建设，市占率稳步提高

积极开拓国内外市场，市场占有率进一步提高。虽然 2010 年国内外通信市场新增需求下降，竞争加剧，但公司果断利用这一行业洗牌的契机，改变以往“高毛利”的市场策略，以“低成本、低价格”的市场策略迅速扩大市场份额，市场占有率稳步提高。在营销网络建设方面，公司根据市场需求特点逐步完善国内营销服务网络，增设了各省级办事处，进一步提高对市场的响应速度；为了进一步深化在亚太地区的服务工作，在海外成立了南都菲律宾公司和南都马来西亚公司，并成功进入俄罗斯、非洲、南美等电信运营商市场，海外市场的销售业绩保持较好的增长势头。

另外，公司通信磷酸铁锂电池的市场也已初现端倪，三季度已陆续产生新定单，为通信磷酸铁锂电池大规模投产做好各种市场准备；同时，动力电池市场也已开始启动。

2、储能电池领域中，铅酸电池竞争力强

2.1 南都力推铅酸电池在储能领域中的应用

南都作为国内电池行业的技术龙头企业，铅酸电池更是其强项所在。目前公司计划全力推动公司主要产品铅酸电池在储能领域的应用。公司计划在厂区建设示范铅酸储能电站项目，希望通过给项目充分体现铅酸电池在储能领域内的实用性。

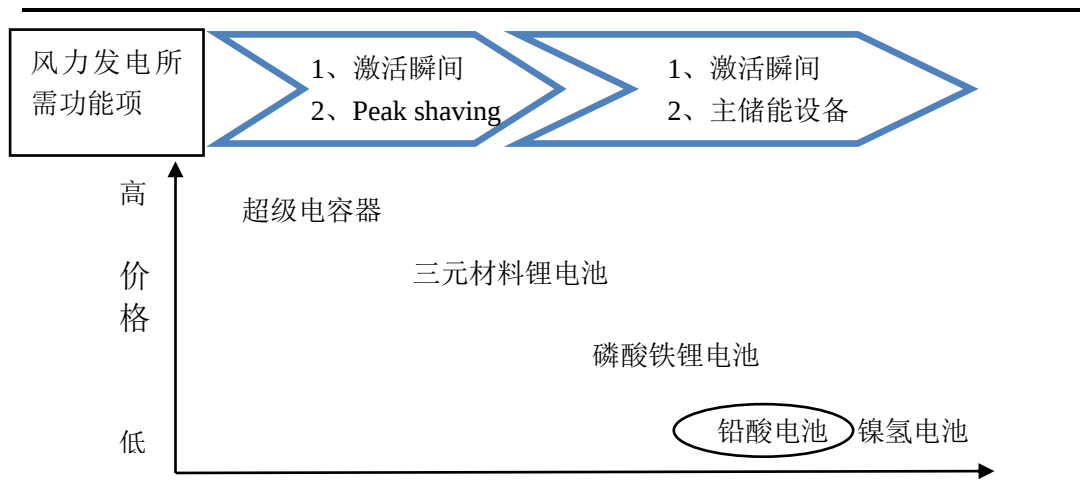
2.1 铅酸电池在储能领域实用性很强

铅酸储能电池的实用性已被试验证实。中国工程院院士、中国军用化学电源研究与发展中心名誉主任杨裕生少将曾在公开场合指出，铅酸电池在规模储能领域的竞争中具有优势。在新能源储能电池领域，其业内人士已经完成了铅酸电池用于长循环寿命 电力储存系统的试验。该系统与总的供电系统相连，进行调峰运行。试验的电力储存系统，3 个机组最大功率分别为 100kW、100kW、400kW，连续运行了两年半，没出现电池电压的下降、电压差异的增加等问题、系统运行良好。确认了铅酸电池电力储存系统的实用性。

储能电池中铅酸电池性价比优势明显：在循环寿命相当的前提下，目前每 KWh 电池成本铅酸电池按 1000 元计算，锂电池约为其 3 倍、全钒液流电池约为其 10 倍、钠硫电池约为其 20 倍。可见在各类规模储能技术的竞争中，铅酸电池具有资源丰富、回收利用率高，性能稳定、安全可靠，价格低廉、经济高效的竞争优势。

关于铅酸电池污染严重问题再认识——不一定是想的那样。美国作为当今世界唯一超级大国，耗用的铅酸电池 70%为国内制造、仅 30%依靠进口，2003 年美国环保局调查统计，铅酸电池制造飞散排放占前 100 种排放源总排放的 0%（未检测到），由此美国当前正在修改标准把电池制造业从主要污染行业中取消掉。美国位于铅排放首位的是航空燃料，铅酸电池制造过程的铅排放量都低于玻璃及制品；铅酸电池制造产业链上，原生铅冶炼和再生产铅冶炼的铅排放均高于铅酸电池制造，全部铅冶炼和电池制造排放铅的总和都低于电厂锅炉的铅排放量，故美国把对铅酸电池防止污染的治理放在回收环节，进行立法有效管理。相信随着我国铅酸电池回收机制的不断成熟，这一问题也将自然解决。

图 3 大型储能用电池价格和功能示意图



资料来源：IEK、德邦研究

3、持续发展的潜力来至一流的研发平台

南都之成立以来，公司管理层就十分重视研发平台的建设，每年投入巨资不断提高技术水平，经过多年的持续投入，公司的技术领先优势在国内同行中已十分明显。2010年1—9月，公司收到专利授权通知书5份（其中发明1项，实用新型3项），截止目前公司共有专利52项，其中发明专利13项。目前公司拥有18个系列190个品种的阀控密封蓄电池产品，9大系列1,000多个品种的锂电池产品，是行业内产品系列最齐全的企业之一。

公司现已成立了南都研究院，下设基础应用研究所、应用工程研究所、锂电综合技术研究所、及博士后科研工作站，配置了同行业内最先进的电化学综合测试仪、原子发射光谱仪、原子吸收光谱仪、电导仪、XRD、SEM、金相显微镜、XRF等研发与测试设备。公司以现有平台为基础，持续吸引高层次专业技术人才，提升公司研发能力，促进公司技术创新体系建设和持续健康发展。

表格 1 公司拥有的主要核心技术及其来源情况

序号	核心技术名称	所有权	技术来源	技术水平	成熟程度
1	高性能通信后备电池技术	公司	自主研发	国内领先	产业化

2	太阳能、风能储能技术	公司	自主研发	国内领先	产业化
3	先进动力电池技术	公司	自主研发	国内领先	产业化
4	纳米聚合物胶体技术	公司	自主研发	国内领先	产业化
5	新型板栅成型工艺	公司	自主研发	国内领先	试生产
6	阀控密封电池高温快速固化工艺	公司	自主研发	国内领先	试生产
7	3G 户外用通信电池技术	公司	自主研发	国内领先	试生产
8	密封技术	公司	自主研发	国内领先	产业化
9	超低温/高功率聚合物锂离子电池技术	公司	自主研发	国内领先	产业化
10	凝胶态聚合物电解质技术	公司	自主研发	国内领先	产业化
11	改性镍钴酸锂技术	公司	自主研发	国内领先	产业化
12	磷酸亚铁锂电池技术	公司	自主研发	国内先进	试生产

资料来源：德邦研究

表格 2 公司部分独立研发项目

序号	项目	应用领域	达成目标	目前所处
1	REX系列产品开发	储能、通信后备电源	国际领先	试生产
2	连续冲压技术	通信后备电源	国际领先	试生产
3	大型动力电池	动力领域	国内领先	在研
4	超高功率 UPS 电池技术	通信后备电源	国际领先	试生产
5	AT 系列产品开发	通信后备电源	国际领先	小批量生产
6	高电压单体电池技术	通信后备电源	国际领先	小批量生产
7	混合胶体技术研究	通信后备电源	国际领先	小批量生产
8	无卤环保阻燃 ABS 材料研究和开发	通信后备电源	国际领先	小批量生产
9	3G用通信磷酸亚铁锂电池开发	通信后备电源	国际先进	在研
10	军用超低温聚合物锂离子电池技术开发	军用	国际领先	试生产
11	小型航空用动力电池技术开发	航空动力领域	国际先进	在研
12	电信光缆传输 FTTX 备用电源的开发	电信光缆系统	国际领先	在研

13	铅炭电池的开发	动力领域	国际先进	在研
----	---------	------	------	----

资料来源：德邦研究

4、全新的“通信+储能+动力”的业务构架 一举突破公司未来发展瓶颈

4.1 下游市场由“一”变“三”使未来公司业绩成倍增长成为必然

一直以来南都的下游市场主要集中在通信领域，目前收入的 80%来自通信领域。但是，很早公司管理层就意识到了单纯在通信领域求发展基本不可能。可以说如果公司单纯的只做通信领域，公司发展的天花板可能不久就会到来，而且在通信领域公司面对的下游客户又主要是几大垄断力很强的通信运营商以及系统集成商，导致公司的议价能力一直受到压制。在这一背景之下，公司管理层先于国内主要对手，率先走了国际化路线，并且取得了非常骄人的成绩。使得“**Narada南都**”品牌已经打响海外，得到国际客户的普遍认可，海外市场份额逐年提升。但是尽管如此，下游市场单一的问题并没有得到解决。

在国家大力提倡发展智能电网和新能源汽车的背景之下，南都管理层依靠敏锐的嗅觉，早已意识到这将是南都再次腾飞的难得历史契机。智能电网和新能源汽车的发展必然会催生出对储能电池和动力电池的巨大增量市场空间。公司管理层也将公司的业务构架从以前重度依赖通信市场的格局拓展成“通信+储能+动力”的立体式格局，为公司未来的翻倍成长打开空间。

日前公司公告将投资 13 亿元，在余杭经济开发区内分别建设年产 800MWh 动力型锂离子电池、1000MWh 动力高能阀控蓄电池、2000MWh 储能用高能阀控蓄电池、400MWh 储能用锂离子电池的生产线。此外，公司还迈出了向磷酸铁锂正极材料进军的步伐，公司同北京顺成长荣科技有限公司签订了《高性能动力电池级磷酸铁锂材料技术合作协议》

5、股价催化剂

1、股权激励行权价 33 元成为长期股价安全垫。日前公司公布了股权激励计划，期权行权价格为 33 元。主要行权条件为：第一行权期内 2010 年-2012 年的净利润复合增长率不低于 40%，第二行权期 2010 年-2013 年的净利润复合增长率不低于 40%。目前公司估计仍处于行权价附近。

2、公司超募资金动力和储能电池项目的不断顺利推进，相关产品试用成功等。

3、近期公司的锂电生产线技改项目将完成投产。

4、明年耐高温电池投放市场。

5、与解放军防化研究院在铅炭电池研究方面合作的突破。

6、公司其它储备产品项目新情况。

6、估值

1、超募资金项目盈利预测

表格 3 超募项目盈利预测

项目		2013 年	2014 年	2015 年
锂电项目	产能 (MWh)	400	960	1200
	销量 (MWh)	360	864	1080
	电压 (V)	3.2	3.2	3.2
	平均单价 (元/Ah)	8	7.5	7
	销售收入 (万元)	90000	202500	236250
	净利率	10%	10%	10%
	EPS 贡献 (元/股)	0.36	0.82	0.95
铅酸项目	产能 (MWh)	1500	2400	3000
	销量 (MWh)	1350	2160	2700
	电压 (V)	2	2	2
	平均单价 (元/Ah)	1.3	1.2	1.1
	销售收入 (万元)	87750	129600	148500
	净利率	10%	10%	10%
	EPS 贡献 (元/股)	0.35	0.52	0.60
总计	EPS 贡献 (元/股)	0.71	1.34	1.55

2、分步估值

表格 4 分步估值法

	2011 年每股收益	合理估值（元/股）	11 年合理 PE	超募资金项目假设	
超募项目估值	1.14（贴现值）	28.5~34.2	25~30	2015 年	
现有业务估值	0.89	22.25~26.7	25~30	每股收益	1.55 元
合计	2.03	50.75~60.9		11 年合理 PE	25~30
				贴现率	8%
				折现至 2011 年	1.14 元/股

我们利用分步估值法，将公司超募资金项目进行折现并同现有业务进行加总。我们认为保守估计给予公司 2011 年 25~30 倍 PE 比较合理，对应股价范围 50.75 元~60.9 元，考虑到新能源公司的溢价情况，维持前期 55 元~60 元的目标价格，目前公司股价明显低估，维持公司“买入”评级。

风险因素提示：市场竞争加剧带来的产品价格下滑风险，原辅材料价格波动带来的不确定性风险，外汇结算风险，新产品研发的技术风险、公司规模扩大管理效率下降的风险，宏观经济波动的系统性风险等。

财务报表

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1304.26	1565.12	2034.65	2645.05	货币资金	213.12	1823.64	1626.47	1593.24
营业成本	940.78	1252.09	1546.34	1904.43	应收和预付款项	477.97	579.91	792.43	987.83
营业税金及附加	5.84	7.01	9.11	11.84	存货	191.69	82.90	256.22	161.44
营业费用	96.88	116.25	151.13	196.47	其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	62.90	75.47	98.12	127.55	长期股权投资	5.00	5.00	5.00	5.00
财务费用	21.68	-6.37	-29.89	-27.29	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-3.05	0.00	0.00	0.00	固定资产和在建工程	257.90	373.97	525.03	756.10
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	45.95	40.07	34.19	28.31
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	3.63	1.82	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	1195.26	2907.31	3239.34	3531.92
营业利润	179.25	120.66	259.85	432.05	短期借款	287.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	7.63	0.00	0.00	0.00	应付和预收款项	181.82	120.57	248.77	202.43
利润总额	186.88	120.66	259.85	432.05	长期借款	155.00	155.00	155.00	155.00
所得税	26.09	18.10	38.98	64.81	其他负债	67.62	67.62	67.62	67.62
净利润	160.79	102.56	220.87	367.24	负债合计	691.43	343.19	471.38	425.05
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	186.00	248.00	248.00	248.00
归属母公司股东净利润	160.79	102.56	220.87	367.24	资本公积	39.31	1942.95	1942.95	1942.95
					留存收益	278.52	373.16	577.00	915.92
主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E	归属母公司股东权益	503.83	2564.12	2767.96	3106.88
获利能力					少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率	27.87%	20.00%	24.00%	28.00%	股东权益合计	503.83	2564.12	2767.96	3106.88
净利率	12.33%	6.55%	10.86%	13.88%	负债和股东权益合计	1195.26	2907.31	3239.34	3531.92
ROE	31.91%	4.00%	7.98%	11.82%	现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					经营现金流	142.55	83.42	-10.03	267.80
营业收入	-16.77%	20.00%	30.00%	30.00%	净利润				
EBITDA	31.18%	-23.75%	83.81%	67.33%	折旧摊销				
净利润	38.17%	-36.22%	115.36%	66.27%	其他				
偿债能力					投资现金流	-140.21	-150.00	-200.00	-300.00
资产负债率	57.85%	11.80%	14.55%	12.03%	股权筹资额				
流动比率	1.66	13.50	8.56	10.31	股息支付				
速动比率	1.30	13.05	7.74	9.70	其他				
每股指标 (元)					融资现金流	60.15	1677.10	12.85	-1.03
EPS	0.648	0.414	0.891	1.481	现金净增加额	61.48	1610.52	-197.18	-33.23
BPS	2.032	10.339	11.161	12.528					

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。