

南都电源(300068)调研报告

谨慎推荐

— 未来看点在储能锂电池和动力锂电池项目
电器机械制造/电池

首次评级

发布时间: 2010 年 12 月 10 日

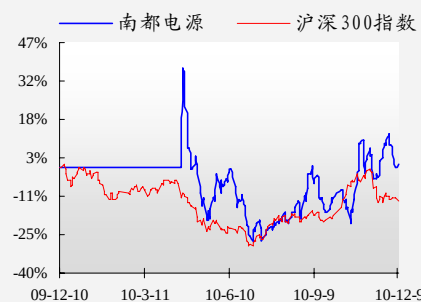
投资要点:

- 公司主营储能电池和动力电池的研发、生产与销售, 主导产品为“南都”牌高性能密封阀控铅酸蓄电池, 主要应用于通信电池领域, 2011 年底募投项目达产后产能将达到 560 万 kVAh/年。
- 公司 2010 年业绩预计同比将大幅下降, 这主要是由于公司电池产品原材料价格上涨和国内外通信产业投资放缓造成的。随着明年原材料价格下降、国内外通信产业投资的恢复增长以及新项目的顺利实施, 公司 2010 年的业绩可能成为未来五年低点。
- 公司磷酸亚铁锂电池将打开通信小型后备电池市场, 而在储能和动力锂电池制造技术方面国内领先。公司“新型动力及储能电池生产线项目”包含 800MWh 动力型锂电池和 400MWh 储能用锂电池的生产线, 2012 年后将贡献业绩。锂电池项目的进展将保证公司未来的高成长性。
- 我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.34 元, 0.59 元和 0.78 元, 对应 2010 年 12 月 9 日收盘价 33.42 元的市盈率有 98.29、56.64 和 42.85 倍, 考虑到公司未来利润增速的恢复, 尤其是 2012 年后业绩爆发的可能性, 给予公司谨慎增持的投资评级, 我们将继续跟踪公司在电池领域的开拓动向。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	1,304	-16.78	159	38.26	0.86	—	—	—
2010E	1,678	28.68	85	-46.33	0.34	—	96.9	—
2011E	2,293	36.65	145	70.14	0.59	—	55.8	—
2012E	3,016	31.53	193	32.92	0.78	—	42.2	—

走势图



市场数据

2010/12/10

收盘价:	32.95 元
52 周最高价:	48.29 元
52 周最低价:	23.00 元
平均持仓成本:	34.30 元

基本数据

2010Q3

总股本 (万股):	24,800
流通 A 股 (万股):	24,800
每股收益 (元):	0.23
每股净资产 (元):	10.16
每股经营现金流 (元):	-0.72
市净率:	3.24

分析师: 周思立 联系人: 钦琛
执业证书编号: S0550207100075

TEL: (8621)6336 7000 - 276

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhouli@dbzq.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

目 录

一、公司情况概述	3
1.1 阀控密封蓄电池仍为利润主要来源	3
1.2 公司 2010 年业绩可能成为未来五年低点	7
二、阀控密封蓄电池	7
2.1 阀控密封蓄电池是新型环保铅酸电池	7
2.2 全球通信用阀控密封蓄电池市场增长空间巨大	7
2.3 清洁能源储能是阀控密封蓄电池的又一个“蓝海”	8
三、公司锂电池制造技术国内领先	9
3.1 磷酸亚铁锂电池将打开通信小型后备电池市场	9
3.2 公司拥有国内先进的动力锂电池制造技术储备	9
四、盈利预测与投资评级	9
五、风险提示	9

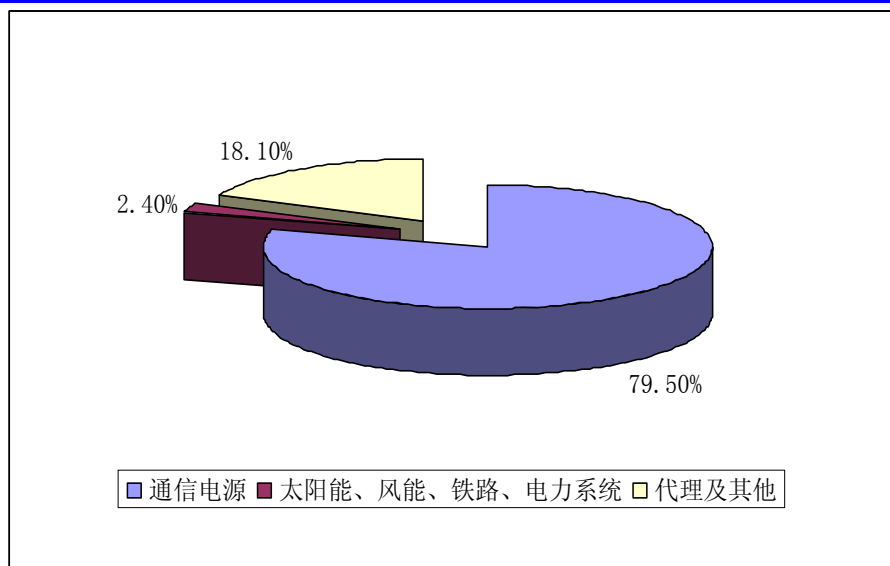
一、公司情况概述

1.1 阀控密封蓄电池仍为利润主要来源

公司主营储能和动力电池的研发、生产与销售，主导产品为“南都”牌高性能密封阀控铅酸蓄电池，主要应用于通信电池领域。公司目前阀控密封蓄电池产能为210万kVAh/年，募投项目将新建产能350万kVAh/年，2011年底达产后阀控密封蓄电池的总产能将达到560万kVAh/年。

通信行业始终为公司最主要市场，公司阀控密封蓄电池的主要客户包括中国移动、中国联通、中国通信、沃达丰、新加坡通信等通信运营商，以及华为、阿尔卡特、摩托罗拉、诺西公司、爱立信等通信设备集成商。2009年公司通信行业的收入约占主营业务收入的80%。公司在太阳能、风能、铁路、电力系统行业销售收入也获得增长，这些领域未来将成为公司重要的盈利增长点。

图1 2009年公司主营业务收入按下游所属行业分类

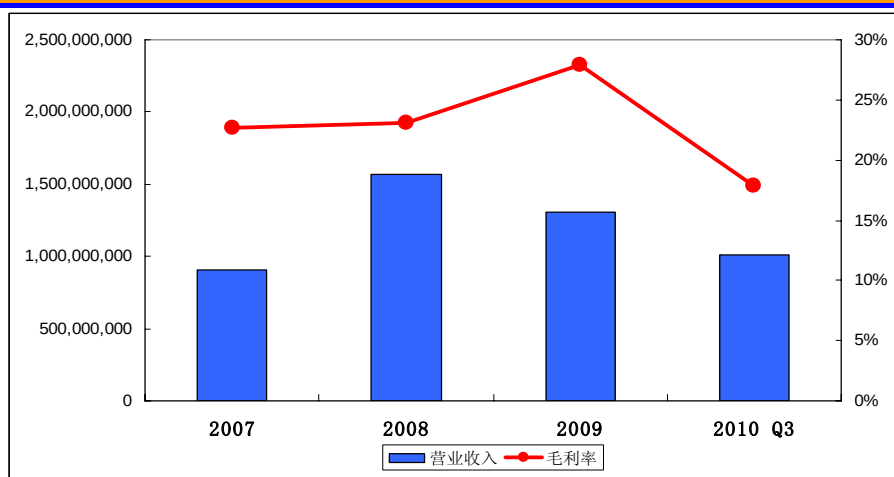


资料来源：公司公告、东北证券

公司2010年前三季度实现营业总收入为10.1亿元，同比增长5.3%，但是公司阀控铅酸蓄电池(主要为AGM电池和GEL电池)毛利率跌至18.0%左右，使净利润同比大幅下降62.1%。这主要是由于公司电池产品原材料价格上涨、国内外通信产业投资放缓造成的。

公司铅酸蓄电池的原辅材料成本占生产成本的比重高达80%以上，其中铅及铅制品占公司产品生产成本的60%以上，ABS塑料、铜、硫酸、钢材等其它原材料约占20%。虽然铅价联动有助于化解铅采购价格波动对盈利能力的影响，但是ABS塑料、铜、硫酸等非铅原材料与2009年同期相比均有较大幅度上涨，导致公司铅酸蓄电池产品毛利率大幅下降。预计2011年公司非铅原材料采购价格将保持稳定，公司产品毛利率将缓慢回升。

图2 公司主营收入与毛利率历年比较图

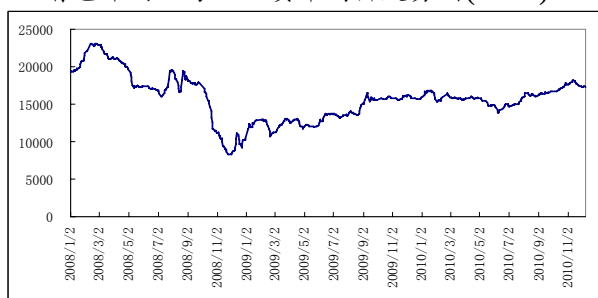


资料来源：公司公告、东北证券

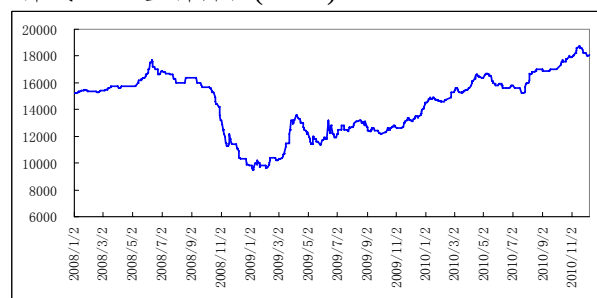
2009 年是国内 3G 网络建设的高峰，中国通信、中国移动、中国联通三大运营商的用于 3G 网络建设的投资超过 1600 亿元，部分透支了 2010 年的网络建设投入空间，再加上 3G 用户数增长不如预期乐观，三大运营商在 2010 年 3G 的投入下降超过 40%。受金融危机波及和经济前景不明朗的情况下，国外通信运营商也放缓了投资。国内外通信投资的下降直接导致移动通信基站新建数量的减少，公司蓄电池的需求也相应出现下降，导致公司 2010 年前三季度整体经营情况同比出现下滑。预计 2011 年开始，公司主要客户将加大通信投资，公司阀控铅酸蓄电池的需求将持续回暖。

图3 南都电源原材料价格走势

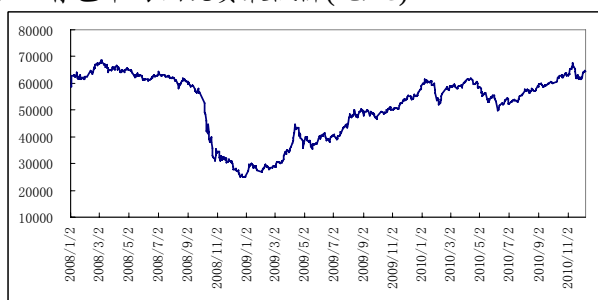
长江有色市场 1 号铅现货平均价走势图(元/吨)



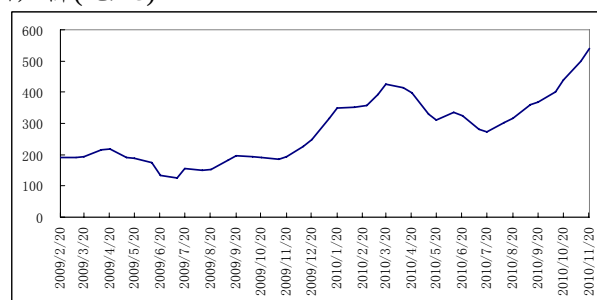
浙江塑料城 ABS 塑料价格(元/吨)



长江有色市场铜现货最低价(元/吨)



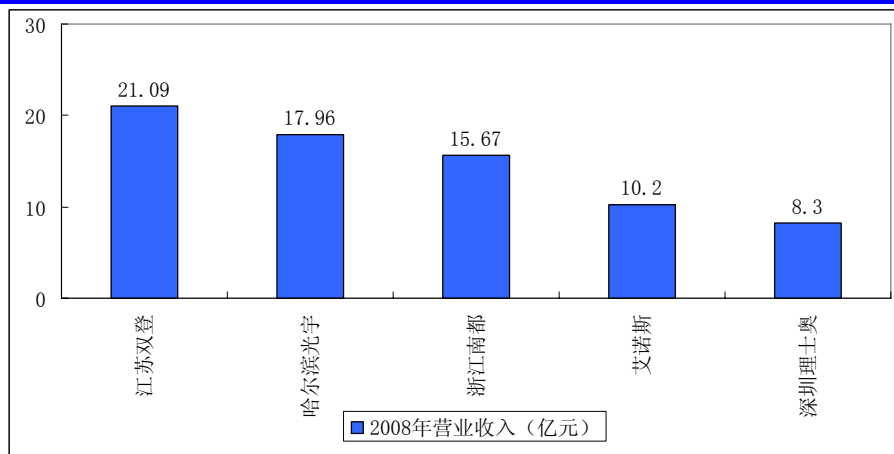
硫酸出厂价(元/吨)



资料来源：Wind、东北证券

公司在国外的竞争对手有EnerSys(全球最大的铅酸蓄电池生产商)、Exide(全球最大的工业电池制造商和销售商)、C&D Technologies(大力神蓄电池的生产商)等企业,公司产品毛利率高于行业的平均值。2007、2008年,公司在国内通信用阀控密封蓄电池市场的占有率分别为7.3%、9.7%;在海外通信用阀控密封蓄电池市场的占有率(除中国以外)分别为0.9%、1.6%。公司正利用自身优势,逐步扩大全球通信领域阀控密封蓄电池的市场占有率。

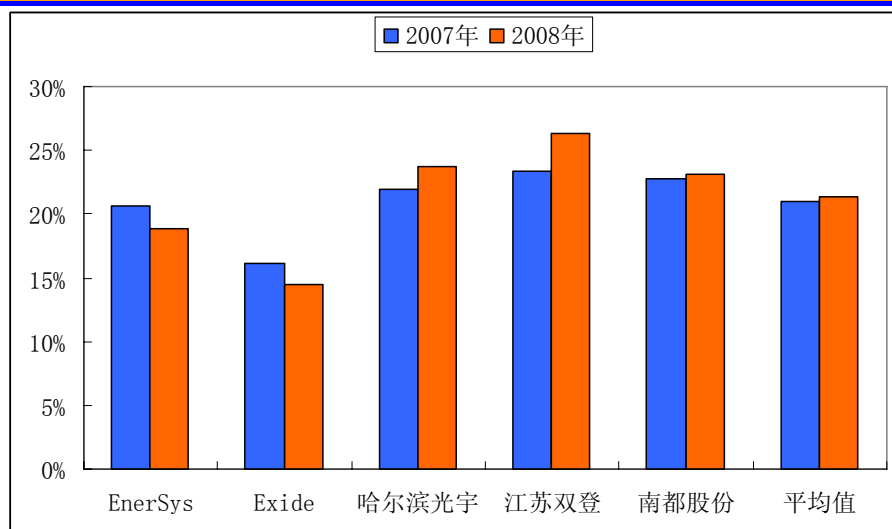
图4 国内通信用阀控密封蓄电池主要生产商2008年营业收入比较



资料来源:公司公告、东北证券

公司在国内通信用阀控密封蓄电池行业的竞争对手有哈尔滨光宇、江苏双登、艾诺斯(中国)华达、理士奥等电源系统公司,2007和2008年在销售收入上均排名第三,处于行业领先地位。由于国产产品技术水平已与国外产品相当,而且价格优势明显,在国内已基本全面替代了进口产品。公司目前正以“低成本、低价格”的营销策略提高国内市场占有率。

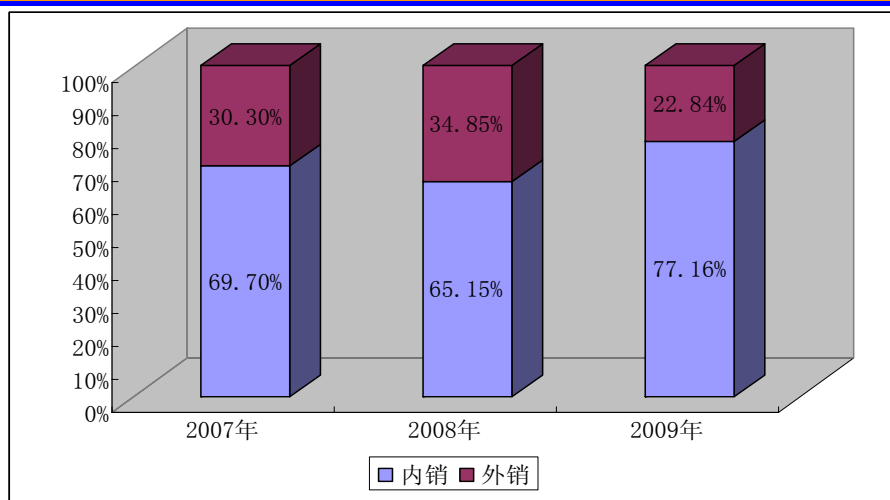
图5 国内外通信用阀控密封蓄电池主要生产商毛利率比较



资料来源:公司公告、东北证券

公司是海外市场开拓最好的国内企业。2007-2008年公司内、外销基本保持同步增长的势头，外销所占比重保持在30%以上。2009年，公司外销比例出现下降，主要是受金融危机的影响，海外市场的通信投资暂时放缓造成的，而国内市场受3G及中国经济刺激计划的影响，市场需求继续大幅增长，因此2009年外销所占比重下降。2010年国内通信投资出现大幅下降，而国外市场逐步复苏，预计2010年开始公司的外销比重将回升。

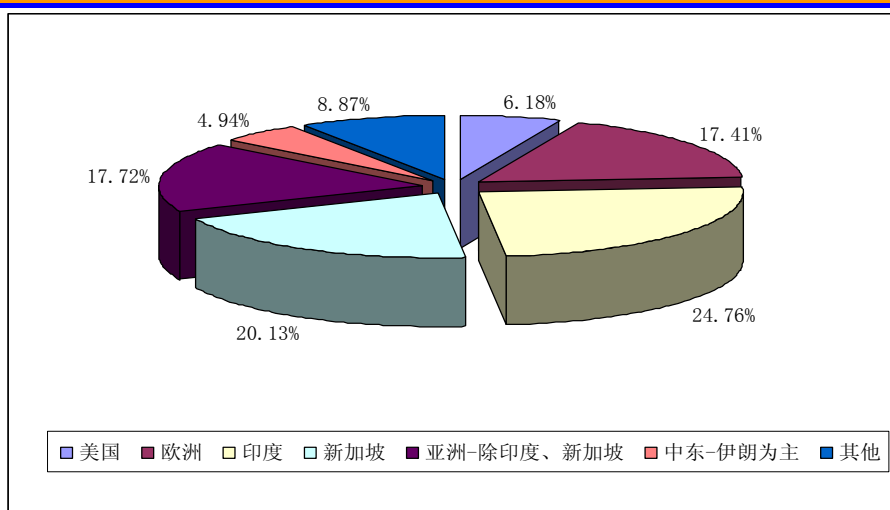
图6 2007-2009年内外销比重



资料来源：公司公告、东北证券

目前公司的海外市场主要在印度、新加坡、其他亚洲国家和欧洲地区，2009年度在外销收入中占比分别为24.76%，20.13%，17.72%和17.41%，这些市场公司将继续深挖，而在美国、中东、大洋洲、非洲和南美市场，公司已获得当地的进入许可，并拥有实力较强的合作伙伴，提升空间巨大。

图7 2009年外销收入地区构成



资料来源：公司公告、东北证券

1.2 公司 2010 年业绩可能成为未来五年低点

目前公司年产 4000 万 Ah 通信用磷酸亚铁锂的技改项目已基本完成, 另外还将投资 13 亿建设“新型动力及储能电池生产线项目”, 开发国际最先进的动力或储能用的锂离子电池和阀控铅酸蓄电池, 公司正向着成为绿色环保储能应用和动力电源供应商迈进。另外, 公司燃料电池、铅炭电池、军用电池等新型电池项目进展顺利。预计 2010 年将成为公司未来五年的业绩低点。

二、阀控密封蓄电池

2.1 阀控密封蓄电池是新型环保铅酸电池

阀控密封蓄电池代表铅酸蓄电池的最先进技术, 该种电池设置安全阀控制电池内部气压, 以密封结构防止漏酸漏雾, 解决了传统铅酸蓄电池污染环境的问题, 是新一代绿色环保电池。

铅酸蓄电池具有回收成本低、再生循环利用率高(美国的再生铅比例最高达到70%以上)等独特优势, 是其它大多数电池产品所不具备的, 因此如果国内解决好铅酸蓄电池回收利用这一产业的规范化问题, 公司的阀控密封电池将成为绿色循环经济发展模式的典型产品。

表 1 现阶段铅酸蓄电池、锂离子电池、镍氢电池性能比较

主要特点	铅酸蓄电池	锂电池	镍氢电池
单体电压	2V	3.7V	1.2V
电池容量范围	3Ah-3000Ah	50mAh-50Ah	10mAh-3Ah
体积比能量	90	360	143
重量比能量	35	120	68
工作温度范围	-40~60	-20~60	-40~50
记忆效应	无	无	有
安全性	高	较高	较高
可回收性	高	低	低
二次污染可能性	有	无	无
价格	低	较高	较高

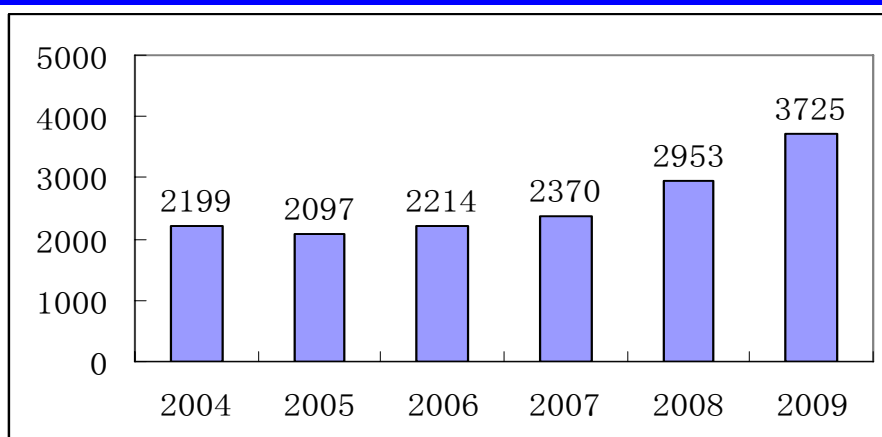
资料来源: 公司公告, 东北证券

2.2 全球通信用阀控密封蓄电池市场增长空间巨大

通信运营商对网络建设的投资是影响通信用阀控密封蓄电池产业发展的主要因素。阀控密封蓄电池主要用于通信交换局、基站供电的直流系统等, 替换周期为3-5年, 总的采购金额约占通信固定资产投资的2%-3%, 而我国近五年通信行业每年的固定投资平均在

2000亿元以上。

图8 2004-2009中国通信行业固定资产投资额(亿元)



资料来源：公司公告、东北证券

根据中国移动、中国联通、中国通信国内三大通信运营商发布的3G网络的建设规划，2009-2011年3G建设投资预计约4000亿元。2009年和2010年已投入大约2500亿元，预计在2010年的投资低谷之后，为应对3G用户和数据业务流量快速增长带来的无线网络压力，三大通信运营商在2011年的3G投入将超过1200亿，公司在通信电源市场将获得大量订单。

近几年，全球通信发展一直呈现高速的增长态势，移动通信用户年平均增长率约20.7%。3G网络和业务在全球范围内迅速普及，新增用户逐年增加，全球3G市场年增长率约60%。欧美等经济发达国家的通信网络升级需求强烈，其通信设施投资将保持稳定的增长；发展中国家通信产业仍将保持高投资、高成长的态势，从巴西、俄罗斯、印度等重点国家的情况来看，近几年通信市场复合增长率达到25%以上，以巴基斯坦、埃及、印度尼西亚、伊朗、韩国等为代表的“新钻十一国”的通信设施投资规模亦保持快速的扩大。

未来几年将会是全球通信业固定资产投资的高峰期，通信电源将迎来巨大的市场机遇。

2.3 清洁能源储能是阀控密封蓄电池的又一个“蓝海”

阀控密封蓄电池由于其电池工作温度范围广(-40-65°C)、容量大、安全性高、循环寿命长等优点，可用于太阳能发电和风力发电的储能电池，而在智能电网调峰储能、UPS、铁路、军工等领域的市场前景同样不容忽视。

2007年发改委颁布《可再生能源中长期发展规划》提出到2020年，全国风电总装机容量达到3000万KW，实际上该目标2010年即可完成，预计2015年全国风电规划装机为9000万KW(含海上风电500万KW)。美国则计划到2030年风力发电要占其全部电力装机的20%。据世界风能理事会(GWEC)统计，到2009年底全球累计风电装机容量已达到1.6亿KW。预计全球风电装机仍将以每年20%以上的速度快速增长。

截至2009年底，中国光伏装机容量已达300 MW，全球太阳能光伏发电累计装机容量为22901MW，而据欧洲光伏产业协会(EPIA)预测，2014年世界光伏市场需求在政策推动

下会达到30GW。中国国家能源局最新目标为：2015年国内光伏装机达到5000 MW，2020年为20000 MW。

由此可见，国内外清洁能源的高速发展将拉动对高性能的储能电池产品的巨大需求，再加上其它领域储能需求的增加，预计到2015年全球储能市场规模可以达到500亿美元，公司的发展即将进入黄金期。

三、公司锂电池制造技术国内领先

3.1 磷酸亚铁锂电池将打开通信小型后备电池市场

3G 网络建设推进移动网络入户接入，届时一个基站可能还需分楼层配置信号放大装置，这将促进小型后备电池的需求，为磷酸亚铁锂电池带来良好的市场机遇。目前公司聚合物锂离子电池年产规模 600 万只，主要应用于数码移动终端。随着公司磷酸亚铁锂电池的技改完成，公司将开拓通信用小型后备电池市场。

3.2 公司拥有国内先进的动力锂电池制造技术储备

据 Frost&Sullivan 预测，到 2015 年全球电动汽车的销量会达到 122 万辆，假设每台电动汽车平均配备的电池容量达到 24KVAh，将需要 2.3 亿的电池单元。锂电池已经成为电动汽车动力电池的主流发展方向，2010 年全球动力锂电市场规模约为 5 亿美元，到 2018 年估计将达到 160 亿美元，年均复合增长率超过 50%。

公司“新型动力及储能电池生产线项目”包含 800MWh 动力型锂离子电池和 400MWh 储能用锂离子电池的生产线。锂电一期建设到 2012 年底结束，一期产能共 400MWh；二期建设到 2013 年底结束，2014 年可达到 80%设计产能；2015 年项目完全达产。经过十几年电池制造技术的沉淀，公司拥有国内先进的锂电池制造技术储备，在动力锂电池方面的开发将赢得先机。

四、盈利预测与投资评级

明年开始，通信固定资产投资的复苏使我们有理由相信公司阀控蓄电池销售利润将恢复增长，另外公司将加快磷酸铁锂电池市场的开拓，2010年将很有可能成为公司未来五年的业绩低点。由于“新型动力及储能电池生产线项目”要于2012年后贡献业绩，我们预测公司2010-2012年EPS分别为0.34元，0.59元和0.78元，对应2010年12月9日收盘价33.42元的市盈率有98.29、56.64和42.85倍。考虑到公司未来利润的增速，尤其是2012年后业绩爆发的可能性，给予公司谨慎增持的投资评级，我们将继续跟踪公司在电池领域的开拓动向。

五、风险提示

公司产品原材料价格上涨超出预期；国内外通信固定资产投资低于预期；公司阀控蓄

电池的募投项目、磷酸铁锂电池在通信市场的开拓和“新型动力及储能电池生产线项目”进展低于预期。

表 2 公司利润预测表

	2009	2010E	2011E	2012E
一、主营业务收入(百万元)	1304	1678	2293	3016
减：主营业务成本	941	1370	1826	2396
主营业务税金及附加	6	8	11	15
销售费用	97	125	170	224
管理费用	63	81	112	151
财务费用	22	-6	-3	-2
资产减值损失	-3	5	10	10
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
二、营业利润(百万元)	178	95	166	222
加：营业外收入	11	10	9	9
减：营业外支出	4	5	4	4
三、利润总额(百万元)	185	100	171	227
减：所得税费用	26	15	26	34
四、净利润(百万元)	159	85	145	193
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	159	85	145	193
五、每股收益(元)	0.86	0.34	0.59	0.78

资料来源：公司公告、东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。