

骆驼股份 (601311.SH) 动力电池

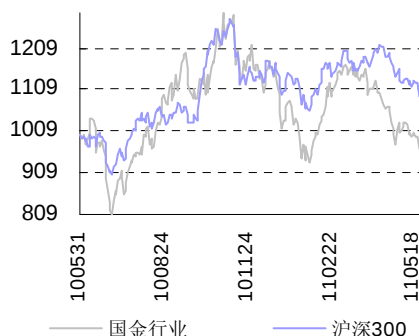
新股研究

上市定价(人民币): 24.51-27.78 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行 A 股上限(百万股)	83.00
总股本(百万股)	337.40
国金动力电池指数	994.85
沪深 300 指数	3022.98
上证指数	2774.57



汽车起动铅酸电池龙头，环保治理政策利好与风险并存

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	1.628	0.775	0.817	1.117	1.370
每股净资产(元)	6.22	2.73	7.67	8.57	9.83
每股经营性现金流(元)	-0.19	0.07	1.14	1.11	1.32
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	80.70	90.75	83.89	83.89	83.89
净利润增长率(%)	131.85%	50.69%	31.30%	36.67%	22.70%
净资产收益率(%)	26.18%	28.45%	10.65%	13.03%	13.94%
总股本(百万股)	106.66	337.40	420.40	420.40	420.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论

- **汽车起动铅酸蓄电池行业龙头:** 汽车起动用铅酸电池占主营收入的 90%以上, 是公司的业务优势和核心所在, 市场占有率逐年提升, 2010 年跃居全国第一, 达到 11.77%。
- **汽车行业进入稳步增长期, 公司重心逐步向维护市场转移:** 我国汽车行业过去两年在强烈的政策刺激下实现爆发式增长, 未来几年将进入平稳发展阶段, 相应配套起动力电池市场增速将回落。根据这种情况, 公司相应调整在汽车起动力电池子行业的发展策略: 1) 在配套市场向高端发展, 2) 把重点向维护市场转移, 3) 通过兼并手段开拓远端市场。
- **环保治理政策有利于行业集中度提高, 中长期利好公司这样的大型优势企业:** 铅蓄电池的污染防治则为今年环保工作的重点, 浙江、广东省大规模铅酸电池企业整顿已经展开, 显示了地方政府相关部门对铅酸电池企业环保整治的决心和力度。由于规模化是铅酸蓄电池企业环保化的隐形壁垒, 中长期看, 落后产能的淘汰有利于环保达标、规模化的优势企业进一步提升市场占有率。
- **布局新能源, 培育新的增长点:** 公司开发的阀控式密封型和平板式阀控铅酸蓄电池可以用于太阳能、风能储能和新能源汽车中的弱混系统, 而动力锂离子电池则可以用于电动自行车和汽车。其中弱混合动力车用铅酸电池项目占本次三个募投项目之一, 将是公司最快量产的产品。

价值评估与投资建议

- 我们预测公司 2011-2013 年净利润分别为 3.44 亿, 4.69 亿和 5.76 亿, 折合 EPS 为 0.82, 1.12 和 1.37, 复合增速为 30%。
- 考虑到公司在汽车起动铅酸蓄电池的龙头优势, 以及未来行业淘汰落后产能、集中度提高的趋势, 给予一定估值溢价。我们认为公司 2011 年合理估值为 30-34 倍, 对应合理价值区间为 24.51-27.78 元。

风险提示

- 在严厉的环保整治措施下, 任何铅酸电池企业都有可能面临短期停产接受检查的风险, 环保达标、越早恢复生产的企业将越早受益。

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

内容目录	2
图表目录	2
公司概况	3
主营汽车起动铅酸电池	3
募投项目：扩张汽车起动电池产能，进军新能源汽车电池	3
铅酸蓄电池行业判断	4
汽车起动用蓄电池为铅酸电池最大主力，维护市场增速下滑慢于配套市场 ..	4
环保治理箭在弦上，淘汰落后产能、提高行业集中度为大势所趋	5
公司亮点	6
公司是汽车起动铅酸蓄电池子行业龙头	6
“十二五”期间的环保治理政策利好规模化优势企业，循环利用是趋势	7
布局新能源，培育新的增长点	8
盈利预测与估值	8
盈利预测	8
相对估值	10
风险提示	11
附录：三张报表预测摘要	12

图表目录

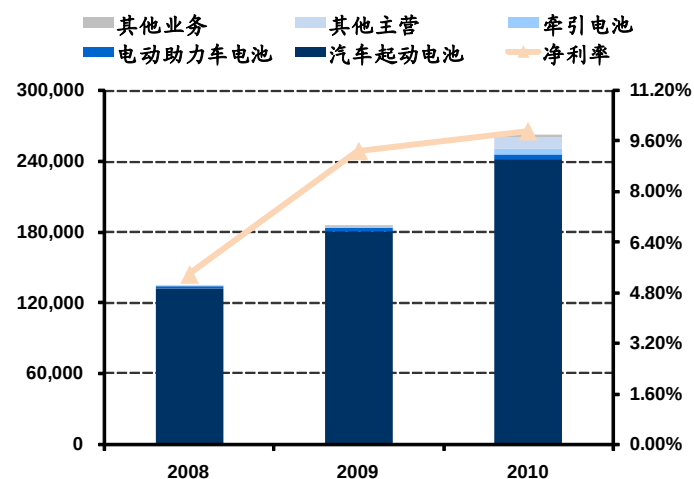
图表 1：公司主营业务收入分类情况（万元）	3
图表 2：汽车起动电池按配套和维护市场细分	3
图表 3：募集资金投资项目	4
图表 4：公司主要设备产品产能变化情况（万 KVAh）	4
图表 5：我国铅酸蓄电池行业产值	4
图表 6：2009 年我国铅酸蓄电池按不同应用分类	5
图表 7：我国汽车销量变化	5
图表 8：公司于细分行业竞争对手产量变化比较（万 KVAh）	7
图表 9：公司自主研发的主要项目	8
图表 10：汽车起动用电池市场预测	9
图表 11：公司汽车起动电池市场占有率预测	9
图表 12：分业务销售预测	10
图表 13：行业估值比较	11
图表 14：行业估值比较（去除风帆股份）	11

公司概况

主营汽车起动铅酸电池

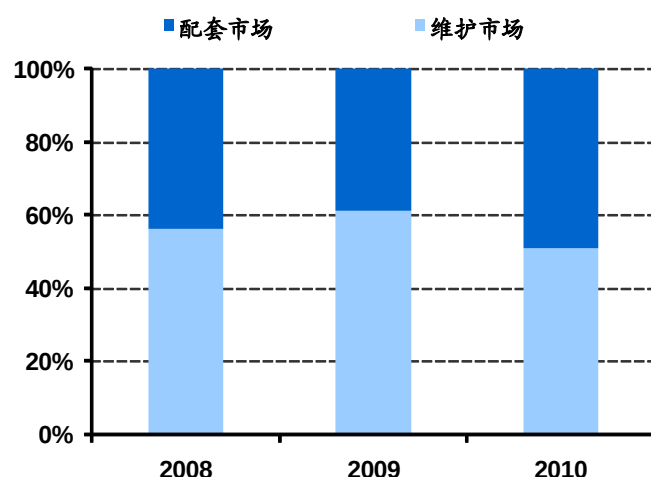
- 公司主营业务为铅酸蓄电池的制造和销售，用于汽车起动、电动道路车辆牵引和电动助力车等领域，以汽车起动用铅酸电池为主。
 - 汽车起动用铅酸电池占主营收入的 90%以上，是公司的业务优势和核心所在，市场占有率逐年提升。2007-2009 年公司市场占有率全国第二，2010 年产量略超风帆股份，跃居第一，市场占有率 11.77%。
 - 其中汽车起动蓄电池产品又分为配套市场和维修市场两部分，公司以维修市场起家，后重点培育配套市场，目前配套市场占有率（25%左右）超过维修市场（8%-10%），但还主要集中在中低端。
 - 公司未来计划在混合动力汽车用铅酸蓄电池、动力锂离子电池，以及风电和太阳能储能电池等新能源领域进行拓展，相关技术开发进展顺利，为公司未来增长的重要增长点。

图表1：公司主营业务收入分类情况（万元）



来源：国金证券研究所

图表2：汽车起动电池按配套和维护市场细分



募投项目：扩张汽车起动电池产能，进军新能源汽车电池

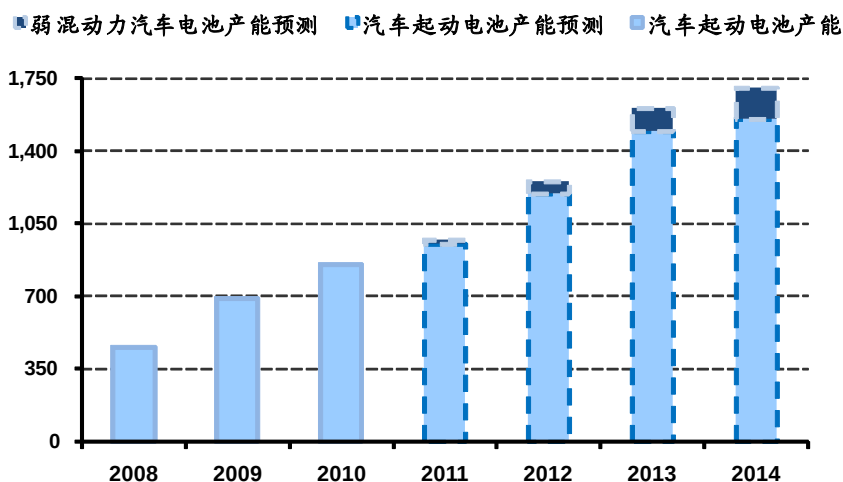
- **扩张汽车起动领域产能：**“年产 600 万 kVAh 新型高性能低铅耗免维护蓄电池项目”和“谷城骆驼塑胶制品异地新建工程项目”将用于公司优势产品汽车起动用蓄电池的产能扩建，其中后者用于生产蓄电池所需塑胶槽盖，为前者的配套项目。
 - 公司近几年在汽车起动用蓄电池市场占有率的节节攀升很大程度上得益于迅速的产能扩张。为了保持和扩大领先优势，公司此次募集资金将在湖北省襄樊市生产基地续建 600 万 kVAh，达产后产能接近目前翻番。
 - 此次扩产产能全部为全密封免维护电池，毛利率较普通免维护电池高，加上自产为全密封电池配套的塑胶槽，可进一步提升综合毛利率
- **进军新能源汽车领域：**“混合动力车用蓄电池项目”主要用于生产弱混合动力车用平板式阀控铅酸蓄电池和纯铅薄极板卷绕式阀控铅酸蓄电池，新增产能分别为 144 万只和 60 万只，合计 177 万 kVAh。
 - 公司这两种新产品的技术已经较为成熟，已经实现小批量生产和销售，募投资金的到位和生产线的建设可实现量产。
 - 公司在新能源汽车领域战略是按照弱混合动力->中混合动力->插电式混合动力->纯电动的发展路径开展相应的产品开发和生产，除本次募投项目的用于弱混合动力蓄电池产品，动力锂离子电池也进入中试。

图表3: 募集资金投资项目

序号	投资项目	投资总额(万元)	新增产能	项目投资进度			
				第一年	第二年	第三年	第四年
1	年产600万kVAh新兴高性能低铅耗免维护蓄电池项目	60,184.40	600万kVAh	30,590.40	15,295.00	11,541.00	2,759.00
2	谷城骆驼塑胶制品异地新建工程项目	16,300.00	1000万套	14,500.00	1,259.00	541.00	
3	混合动力车用蓄电池项目	37,672.96	177万kVAh	20,885.98	16,786.98		
合计		20,841		65,976	33,341	12,082	2,759

来源: 国金证券研究所

图表4: 公司主要设备产品产能变化情况(万KVAh)



来源: 国金证券研究所

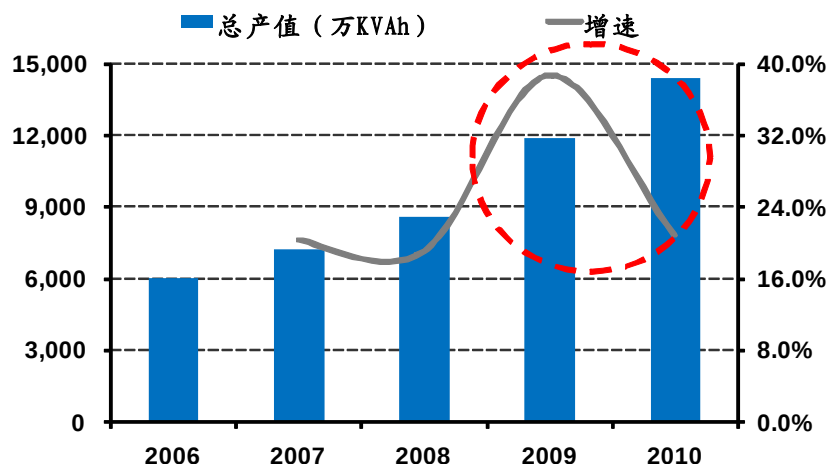
注: 弱混合动力汽车电池产能预测根据公司预测测算

铅酸蓄电池行业判断

汽车起动用蓄电池为铅酸电池最大主力, 维护市场增速下滑慢于配套市场

- 我国是世界最大的铅酸蓄电池生产、消耗和出口国, 总产量约为世界铅酸电池总产值的 1/3, 近 5 年一直保持着 20%左右的增速。

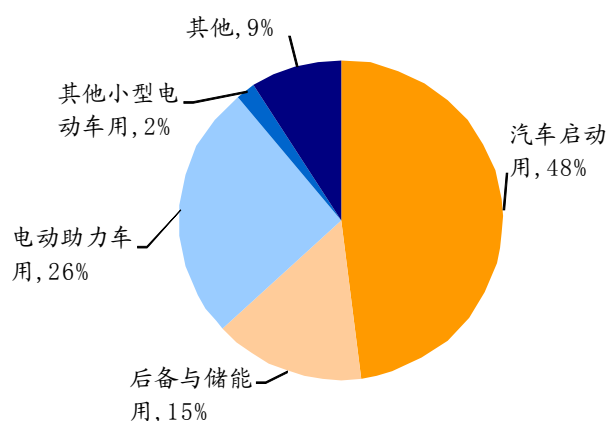
图表5: 我国铅酸蓄电池行业产值



来源: 工信部, 国金证券研究所

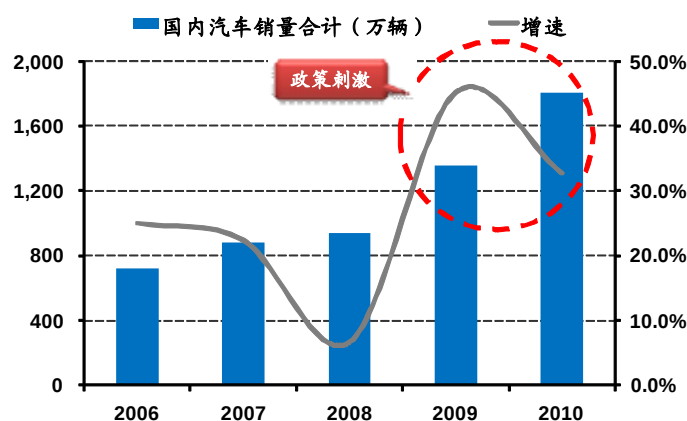
- 从我国铅酸蓄电池应用领域结构来看，汽车启动用铅酸电池为最大主力，2009 年占了整个铅酸电池的一半左右。这个细分领域又分为配套市场和维修市场。
- 其中配套市场主要为汽车整车厂商的新车配套，每辆新扯配一只电池；维修市场主要用于存量车维修和保养时更换起动电池，汽车起动电池的平均使用寿命为 2 年。
- 过去两年在下游需求的强烈推动下引领铅酸电池快速增长，未来将进入稳定增长期，**维护市场增速下滑慢于配套市场。**
- 2009 年 1 月，国务院公布了《汽车行业调整振兴计划》，在 09 年和 10 年“汽车下乡”、汽车以旧换新和小排量车低购置税等优惠政策的刺激下，国内汽车市场的爆发式增长极大推动了车用铅酸电池的市场膨胀。
- 然而，伴随今年这些较大力度的刺激性政策的取消，未来几年我国汽车行业将进入平稳发展阶段，较难再有过去两年那样的大幅度爆发，相对应的蓄电池配套市场增速将有较为明显的回落。
- 维修市场相对滞后于配套市场，09 年和 10 年激增的汽车保有量将大批在 11 年和 12 年更换起动电池，所以说维修市场在未来可以预见的两年仍将保持现有的增速，下滑速度较配套市场慢。

图表6：2009 年我国铅酸蓄电池按不同应用分类



来源：中国电器工业协会，中国汽车工业协会，国金证券研究所

图表7：我国汽车销量变化



- 此外，我们认为**储能领域将成为我国铅酸蓄电池行业未来的主要增长点**，尤其是新能源和智能电网的快速发展将为**新能源储能打开巨大市场空间**。
- 我们看好新能源储能的爆发式发展前景，相对于风电并网领域，我们偏向看好铅酸蓄电池在光伏发电中的应用。
- **技术方面**，相对风电的高频多次充放电要求，光伏发电单位时间充放电次数要少很多，而铅酸蓄电池在大容量储能安全性和价格方面的优势非常明显。**胶体电池因为在循环寿命方面的显著改进，在新能源储能领域的需求尤其旺盛。**
- **市场方面**，我国光伏产业链发展成熟，已经在世界范围内形成气候，作为光伏发电的配套设备，有机会在世界范围内形成突破。

环保治理箭在弦上，淘汰落后产能、提高行业集中度为大势所趋

- 今年以来，几次“血铅事件”爆发震动了社会各界，国家环保部和相关部门都给予高度重视，铅酸蓄电池行业的环保整治已经迫在眉睫，或者说已经开展。
- 今年 1 月，在安徽怀宁县博瑞电源有限公司附近发现超过 100 名儿童有血铅超标现象；5 月浙江省德清县发现 332 人血铅超标，环保厅已经进行通报。

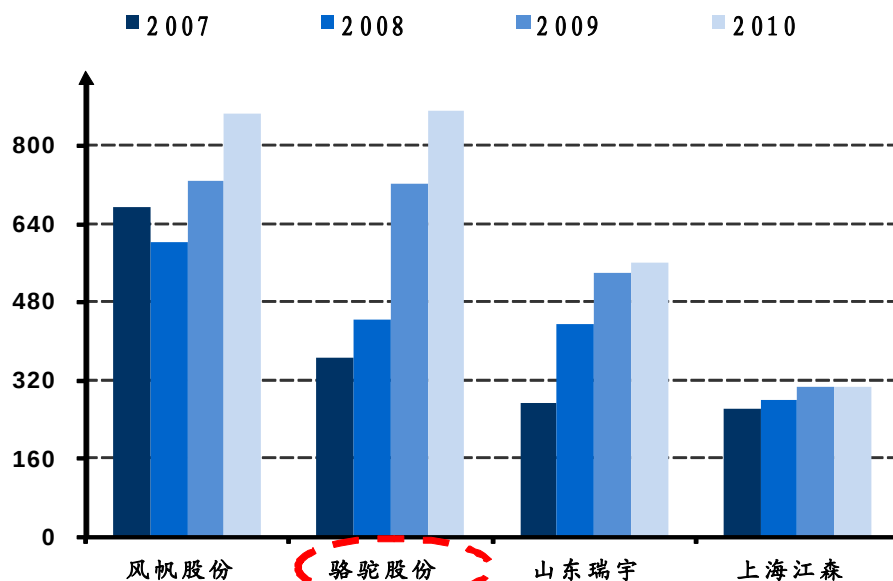
- 今年以来，除了以上两起事件，经媒体披露的血铅超标事件还有今年 3 月发生的浙江台州血铅超标事件和刚刚发生的广东紫金县血铅超标事件，而在 2010 年全国也发生了 6 起影响较大的血铅超标事件，大多与铅酸蓄电池和再生铅行业的污染有关。
- 目前，除了“肇事公司”博瑞电源、浙江海久电池、台州速起电池、广东三威电池停产，浙江全省 213 家蓄电池企业停产整治，广东省环保厅也在全省范围内开展铅蓄电池企业污染专项整治，卫生防护距离不足 300 米得企业一律停产整治。
- 从我国“十二五”政策看，重金属污染防治被放在环保的重要位置，而**铅蓄电池和再生铅行业的污染防治工作则为今年环保工作的重点**。
 - 《十二五重金属污染防治规划》成为国务院批复的“十二五”第一个专项规划，重金属污染防治被环保部部长周生贤称为“当前和今后一个时期环境保护的头等大事”。
 - 今年 5 月 18 日，国家环保部发布了《关于加强铅蓄电池及再生铅行业污染防治工作的通知》，提出严格环境准入、规范企业日常环境管理、严格企业环境监管、采取严格措施整治违法企业等一系列措施。
 - 环保部还要求，今年 7 月 30 日前，各省（区、市）要在媒体上公开辖区所有铅蓄电池企业名单，接受社会监督。
- **我国铅酸蓄电池行业集中度低**，绝大多数不成规模的企业无法负担高额的环保支出，导致了严重的环境污染。在国家政策的严格监督下，这种情况在“十二五”期间会有显著的转变，淘汰大批落后产能在所难免，**新进入环保门槛将提升，行业将向更加有序、集中度更高发展**。
 - 我国有超过 2600 家铅酸电池企业，很多为手工作坊式生产，有超过 800 家企业无牌照，上规模的企业并不多。
 - **无序的生产和竞争是铅酸电池行业污染问题的根本所在，绝大部分铅酸电池企业因为毫无规模经济可言，对环保资金投入严重不足，“血铅事件”的爆发可以说并非偶然。**

公司亮点

公司是汽车起动铅酸蓄电池子行业龙头

- 公司抓住我国汽车工业在近几年爆发的重大机遇，迅速扩张产能，市场占有率不断提升，2010 年市场占有率约为 11.77%，产量略超风帆股份跃居汽车起动铅酸蓄电池子行业第一。
 - 公司从维护市场起家，近几年在壁垒相对较高的配套市场拓展顺利，配套市场和维护市场占有率分别达到 25%和 8%-10%。
 - 由下图我们还可以看到，与竞争对手相比，公司近几年产能扩张速度是最快的。在扩张期，公司从中低端市场入手，主要凭借明显的价格优势占据市场份额，随规模的扩大和品牌知名度的提升，价格与其他国内中高端品牌产品差距逐渐缩小。
 - 成本方面，除了相对更低的人工成本优势，公司还拥有 6 条先进的拉网式生产线，规模领先，相比传统生产线可以降低原材料铅的消耗量，控制了成本也相对更为环保。这保证了公司在具有价格优势的同时仍然可以保持较高毛利率。

图表8: 公司于细分行业竞争对手产量变化比较 (万KVAh)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

- 在配套市场增速回落的情况下, 公司在汽车起动用蓄电池市场发展的战略方向主要有三个: 一是在配套市场向高端发展, 二是把重点向维护市场转移, 三是通过兼并手段开拓远端市场。
 - 为了进一步扩大公司在配套市场的占有率, 公司正努力寻找与高端汽车整车企业合作的机会, 而近些年公司在行业地位的提升和一些企业电池供应商单一的情况都为公司提供了进入高端市场的可能性。
 - 此外, 在产能允许的情况下, 公司计划将重点向更为广阔、未来两年增速更加平稳的维护市场倾斜, 希望在维护市场的占有率能够逐渐追上配套市场。
 - 公司还计划未来三年, 收购兼并 3~4 家企业, 从而形成中、东、西、南、北五大生产基地, 实现生产基地的平衡布局。

“十二五”期间的环保治理政策利好规模化优势企业, 循环利用是趋势

- 由于环保的资金投入本身不带来经济收益, 而且需要达到一定的资金量才有效, 因此只有在具有一定规模可以对环保投资形成有效摊薄时, 企业才能做到“既能生存, 又达环保”。所以说, 规模是铅酸蓄电池企业环保化的隐形壁垒。
- 我国“十二五”政策将重金属污染防治放在环保的重要位置, 而铅蓄电池行业则首当其冲的被当做今年环保整治的重点, 而且在未来的一段时间里将保持较高的整治力度。
 - 5月18日环保部出台的《关于加强铅蓄电池及再生铅行业污染防治工作的通知》的发布是对《重金属污染综合防治“十二五”规划》在铅酸蓄电池和再生铅行业污染整治的进一步落实。
 - 近期频发的“血铅事件”将铅酸蓄电池的污染问题推到风口浪尖, 浙江 200 多家蓄电池企业停产整治, 以及广东省环保厅在全省范围内开展的铅蓄电池企业污染专项整治都显示了地方政府相关部门对铅酸蓄电池企业环保整治的决心和力度, 整治环保不达标企业已经“不是传说”。
 - 随着工业生产许可证制度的实施和行业环保整治力度的加大, 环境准入标准将进一步严格, 进入壁垒逐步提高, 在规模、技术、环保等方面处于劣势的小企业也将加速被淘汰。行业阵痛在所难免, 而去掉

“重污染”和“害人”包袱后的铅蓄电池行业将轻装上阵，行业集中度提升有利于环保达标、规模化的优势企业进一步提升市场占有率。

- 公司控股子公司楚凯冶金从事废旧铅酸蓄电池循环利用，目前回收技术废旧电池中铅的回收率可以高达 98% 以上，这不仅符合了国家的环保政策，降低铅回收过程中的污染，同时达到了循环经济的效果，形成公司“隐形铅矿”。
- 在电池回收环节，我国目前还尚未建立一套完善有效的回收体系，缺乏针对废旧铅蓄电池回收的有效措施，距离国际水平差距较大（部分先进国家可以做到电池 100% 回收）。
- 2009 年 12 月，国家环保部正式颁布实施《废铅酸蓄电池收集和处理污染控制技术规范》，明确提出了以下原则：鼓励铅酸蓄电池生产企业利用其销售渠道，推进生产者责任延伸，对废铅酸蓄电池统一集中回收、暂存后送有资质的铅回收企业进行处置；鼓励由铅酸蓄电池生产企业及再生铅生产企业共同建立国内跨行政区域废铅酸蓄电池的回收体系，推进废铅酸蓄电池的合理收集和处理。

布局新能源，培育新的增长点

- 公司在优势子行业迅速发展的同时，也紧密跟踪电池和下游应用的行业趋势，适时进行技术和产品的布局，新能源领域将成为公司未来发展和成长的方向之一。
- 在新能源储能方面，公司研发的储能用阀控式密封型铅酸蓄电池可以应用于太阳能、风能的储能，目前产品已经成型，规格、型号齐全；
- 新能源汽车方面，平板式阀控铅酸蓄电池可以应用于新能源汽车中的弱混系统和汽车起动能源，尤其在弱混动力汽车上应用比较成熟，公司目前已经实现小批量生产和销售；动力型锂离子电池则主要用于电动自行车和汽车，公司也已经实现小批生产和销售。
- 其中弱混合用里铅酸蓄电池将是公司最快量产的产品，占据了本次三个募投项目中的一个，也是公司进军新能源汽车行业的第一步。公司未来计划按照弱混合动力->中混合动力->插电式混合动力->纯电动的发展路径开展相应的产品开发和生产。

图表9：公司自主研发的主要项目

序号	开发项目名称	研究内容	进展情况	拟达到目标	所处技术阶段
1	储能用阀控式密封型铅酸蓄电池	通信和电力用阀控式密封型电池，太阳能和风能储能用电池	各种产品规格，型号齐全	满足用户需要	绿色环保、无酸溢出
		牵引用电池6D系列（电动车专用）	批量生产阶段；品种完善	满足市场不同客户的需求	绿色环保无尾气排放，节能降耗
2	动力用铅酸蓄电池	牵引用电池3D系列（高尔夫球车专用）	小批量试生产阶段	满足市场及主机厂配套需求	绿色环保无尾气排放
		牵引用电池叉车系列	中试	满足市场及主机厂配套需求	绿色环保无尾气排放
3	纯铅薄极板卷绕阀控电池	工程、军事等特殊领域车辆和设备	中试，具备量产能力	实现工业化生产，不断提高性能	技术成熟，可实现量产
	平板式阀控铅酸蓄电池	弱混系统、汽车起动电源	中试，具备量产能力	满足市场及主机厂配套需求	技术成熟，可实现量产
4	动力型锂离子电池	电动自行车、汽车	中试样件	满足国标及行标，达成销售	试制完成，完善批量生产工艺
5	蓄电池电池用材料	开发符合大众TL564标准的蓄电池外壳用塑料	试验、检测设备正进行验收	实现符合大众要求外壳材料的自产	小批量验证阶段
6	大中密电池板栅连冲工艺	2V系列阀控电池板栅连冲	工装模具方案确定	降低成本，提高性能，减少污染	试制

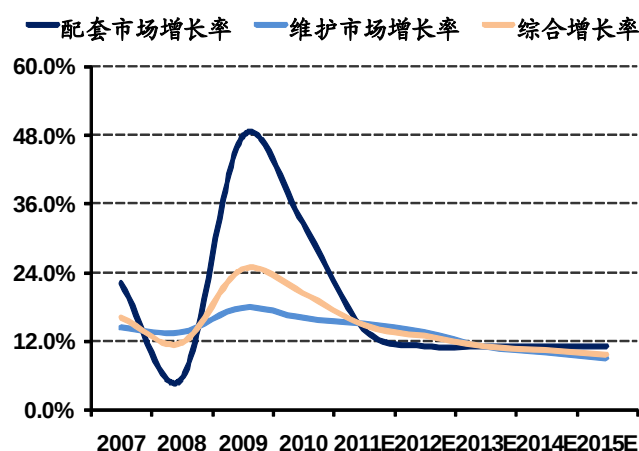
来源：招股说明书，国金证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 此次募集资金项目投产后，公司新增汽车起动用免维护铅蓄电池 600 万 KVAh，配套塑胶槽 1,000 万套和混合动力车用蓄电池 177 万 KVAh。
- 经估算，我们认为公司汽车启动电池未来 3 年增速在 30% 左右，主要来自行业和公司市场占有率两方面：汽车启动电池行业增速将伴随下游汽车工业平稳增长，我们预计未来三年平均增速在 13% 左右；行业整治将加速落后产能的淘汰，有利于行业集中度的提高，利好规模型优势企业提高市场占有率，我们预计公司在维护市场占有率将会有显著提升。
- 我们认为，经过过去两年政策刺激下的爆发式发展，我国传统汽车工业（不含新能源汽车）将进入稳步发展阶段，未来三年增速在 10%~12% 之间。
- 对于汽车起动用电池，维护市场较配套市场反应滞后，市场容量也大很多，可以看做是配套市场的缓冲。根据原有汽车保有量和未来新增汽车增速预测，未来三年维护市场增速在 11%~14% 之间，11 年和 12 年略高于配套市场。
- 我们认为铅酸行业大规模整治对公司市场占有率提升形成利好。我们认可公司在配套市场向高端发展的可能性，保守估计 3 年提升 1 个百分点；在市场更加广阔、供应更加无序的维护市场，我们认为公司将凭借在配套市场打下的良好基础和行业整顿、整合的契机取得更大的市场提升空间，预计 3 年增长 3 个百分点，从 9% 提升到 12.5%。
- 以上估算都是基于市场需求（以电池个数为单位），考虑到公司产品结构逐渐向单价更高的维护市场偏移，以及行业整合带来的优势企业更强的议价能力，我们认为公司产品价格在未来三年将稳步提升，毛利率随价格上升和规模经济效应也有一定程度的提升。

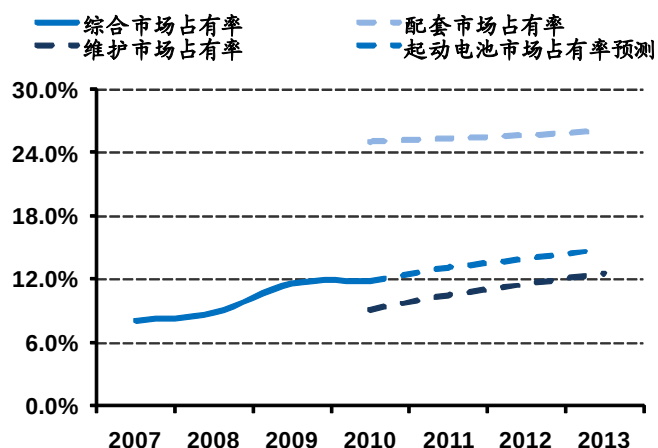
图表10：汽车起动用电池市场预测



来源：国金证券研究所

注：2010 年以前来自公司招股书，2011 年以后为国金证券研究所预测

图表11：公司汽车起动用电池市场占有率预测



- 我们预测公司 2011~2013 年的销售收入分别为 34.18, 43.47, 和 54.36 亿元，收入复合增速 27.4%，净利润分别为 3.44 亿, 4.69 亿和 5.76 亿，折合摊薄 EPS 为 0.82, 1.12 和 1.37，复合增速为 30%。

图表12：分业务销售预测

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
汽车起动电池-配套市场						
平均售价（元/KVAh）	300.78	245.42	290.11	304.61	319.84	335.84
销售数量（万KVAh）	193.39	286.42	409.07	470.43	534.41	602.81
销售收入（百万元）	581.66	702.94	1,186.75	1,433.00	1,709.28	2,024.47
增长率（YOY）		20.85%	68.83%	20.75%	19.28%	18.44%
毛利率	11.26%	16.54%	18.32%	20.00%	20.50%	21.00%
占总销售额比重	43.10%	37.95%	45.13%	41.93%	39.32%	37.24%
占主营业务利润比重	31.21%	33.01%	42.90%	41.30%	38.85%	36.76%
汽车起动电池-维护市场						
平均售价（元/KVAh）	328.83	260.60	303.48	318.66	334.59	351.32
销售数量（万KVAh）	225.63	424.65	404.39	537.84	672.30	820.21
销售收入（百万元）	741.94	1,106.62	1,227.26	1,713.87	2,249.45	2,881.55
增长率（YOY）		49.15%	10.90%	39.65%	31.25%	28.10%
毛利率	18.83%	21.40%	21.92%	22.50%	22.90%	23.40%
占总销售额比重	54.98%	59.74%	46.67%	50.14%	51.75%	53.01%
占主营业务利润比重	66.56%	67.24%	53.09%	55.57%	57.11%	58.30%
电动助力车电池						
销售收入（百万元）	22.86	26.78	45.04	67.56	108.09	151.33
增长率（YOY）		17.15%	68.20%	50.00%	60.00%	40.00%
毛利率	19.26%	0.61%	5.89%	8.00%	10.00%	12.00%
占总销售额比重	1.69%	1.45%	1.71%	1.98%	2.49%	2.78%
占主营业务利润比重	2.10%	0.05%	0.52%	0.78%	1.20%	1.57%
牵引电池						
销售收入（百万元）		14.34	43.96	60.66	82.50	110.55
增长率（YOY）			206.64%	38.00%	36.00%	34.00%
毛利率		-9.37%	-2.92%	4.00%	8.00%	12.00%
占总销售额比重	0.00%	0.77%	1.67%	1.77%	1.90%	2.03%
占主营业务利润比重	0.00%	-0.38%	-0.25%	0.35%	0.73%	1.15%
其他主营						
销售收入（百万元）	3.07	0.52	100.64	140.90	194.44	264.44
增长率（YOY）		-83.07%	19228.02%	40.00%	38.00%	36.00%
毛利率	8.98%	8.51%	1.59%	9.00%	9.00%	9.00%
占总销售额比重	0.23%	0.03%	3.83%	4.12%	4.47%	4.86%
占主营业务利润比重	0.13%	0.01%	0.32%	1.83%	1.94%	2.06%
其他业务						
销售收入（百万元）		1.30	26.02	2.00	2.80	4.00
增长率（YOY）			1902.35%	-92.31%	40.00%	42.86%
毛利率		20.84%	66.63%	60.00%	55.00%	50.00%
占总销售额比重	0.00%	0.07%	0.99%	0.06%	0.06%	0.07%
占主营业务利润比重	0.00%	0.08%	3.42%	0.17%	0.17%	0.17%
销售总收入（百万元）	1349.53	1852.49	2629.67	3417.98	4346.56	5436.34
销售总成本（百万元）	1139.65	1500.27	2122.93	2724.05	3444.59	4279.69
毛利（百万元）	209.88	352.22	506.74	693.93	901.98	1156.65
平均毛利率	15.55%	19.01%	19.27%	20.30%	20.75%	21.28%

来源：国金证券研究所

相对估值

- 我们选取 A 股上市公司中拥有铅酸电池业务的南都电源、圣阳股份、科士达、卧龙电气和风帆股份，以及具有锂离子电池封装业务的德赛电池为估值对比对象，2011 年平均动态市盈率为 34.8，如果除去矿业资源对市盈率有明显拉升作用的风帆股份，行业平均动态市盈率为 26.5。

- 考虑到公司在汽车起动铅酸蓄电池的龙头优势，以及未来行业淘汰落后产能、集中度提高的趋势，给予一定估值溢价。我们认为公司 2011 年合理估值为 30~34 倍，对应合理价值区间为 24.51~27.78 元。

图表13：行业估值比较

公司	代码	现价 (5月20日收盘价)	EPS			P/E		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
南都电源	300068	15.25	0.33	0.65	0.9	46.2	23.5	16.9
圣阳股份	002580	25.75	0.6	0.78	1.08	42.9	33.0	23.8
科士达	002518	31.19	0.69	1.04	1.44	45.2	30.0	21.7
卧龙电气	600580	14.92	0.49	0.75	0.91	30.4	19.9	16.4
风帆股份	600482	16.81	0.11	0.22	0.29	152.8	76.4	58.0
德赛电池	000049	22.73	0.54	0.87	0.91	42.1	26.1	25.0
行业平均						59.9	34.8	27.0

来源：国金证券研究所

图表14：行业估值比较（去除风帆股份）

公司	代码	现价 (5月20日收盘价)	EPS			P/E		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
南都电源	300068	15.25	0.33	0.65	0.9	46.2	23.5	16.9
圣阳股份	002580	25.75	0.6	0.78	1.08	42.9	33.0	23.8
科士达	002518	31.19	0.69	1.04	1.44	45.2	30.0	21.7
卧龙电气	600580	14.92	0.49	0.75	0.91	30.4	19.9	16.4
德赛电池	000049	22.73	0.54	0.87	0.91	42.1	26.1	25.0
行业平均						41.4	26.5	20.8

来源：国金证券研究所

风险提示

- **环保整治风险：**近期频发的“血铅事件”将铅酸蓄电池的污染问题推到风口浪尖，浙江和广东省两省铅蓄电池企业环保整治显示了地方政府相关部门对铅酸电池企业环保整治的决心，具有范围广、速度快、力度大的特点。为了彻底排查环境污染问题，任何企业都有可能面临短期停产接受检查的风险，环保达标、越早恢复生产的企业将越早受益。
- **产品相对单一，依赖汽车行业发展的风险：**公司超过 90% 的收入来自汽车起动用铅酸蓄电池，而这个细分子行业景气度，尤其是配套市场，依赖于国内汽车行业的发展，存在生产和销量上的不确定性。如果下游市场与预期不符，将导致业绩增长不如预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,350	1,852	2,630	3,418	4,347	5,436
增长率		37.3%	42.0%	30.0%	27.2%	25.1%
主营业务成本	-1,140	-1,500	-2,123	-2,724	-3,445	-4,280
% 销售收入	84.4%	81.0%	80.7%	79.7%	79.2%	78.7%
毛利	210	352	507	694	902	1,157
% 销售收入	15.6%	19.0%	19.3%	20.3%	20.8%	21.3%
营业税金及附加	-6	-8	-8	-48	-61	-76
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	1.4%	1.4%	1.4%
营业费用	-60	-70	-85	-120	-174	-245
% 销售收入	4.4%	3.8%	3.2%	3.5%	4.0%	4.5%
管理费用	-44	-63	-89	-123	-165	-217
% 销售收入	3.2%	3.4%	3.4%	3.6%	3.8%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	101	211	325	403	502	618
% 销售收入	7.5%	11.4%	12.4%	11.8%	11.6%	11.4%
财务费用	-15	-11	-30	11	50	60
% 销售收入	1.1%	0.6%	1.2%	-0.3%	-1.2%	-1.1%
资产减值损失	1	-5	-1	-15	-5	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	87	195	294	400	548	673
营业利润率	6.5%	10.5%	11.2%	11.7%	12.6%	12.4%
营业外收支	4	8	9	5	5	5
税前利润	91	203	304	404	552	678
利润率	6.8%	11.0%	11.5%	11.8%	12.7%	12.5%
所得税	-19	-32	-43	-61	-83	-102
所得税率	20.5%	15.6%	14.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	72	172	260	344	469	576
少数股东损益	-2	-2	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	75	174	262	344	469	576
净利率	5.5%	9.4%	9.9%	10.0%	10.8%	10.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	72	172	260	344	469	576
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	17	35	47	114	158	183
非经营收益	14	9	27	26	-4	-4
营运资金变动	30	-236	-309	-4	-158	-200
经营活动现金净流	134	-20	25	480	465	555
资本开支	-109	-159	-312	-656	-265	-85
投资	4	1	-4	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-105	-157	-316	-656	-265	-85
股权募资	59	215	2	2,009	-46	0
债权募资	2	106	501	-829	0	1
其他	-17	-34	-29	-21	-46	-46
筹资活动现金净流	45	287	473	1,159	-92	-45
现金净流量	74	109	182	983	108	424

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	110	219	401	1,384	1,492	1,916
应收款项	176	245	274	342	447	561
存货	122	215	542	493	623	774
其他流动资产	151	172	208	300	379	471
流动资产	559	852	1,425	2,518	2,941	3,721
% 总资产	68.5%	66.8%	65.6%	66.0%	67.5%	73.7%
长期投资	1	0	4	4	4	4
固定资产	207	364	641	1,202	1,318	1,229
% 总资产	25.3%	28.5%	29.5%	31.5%	30.3%	24.3%
无形资产	47	52	92	91	92	92
非流动资产	257	423	748	1,298	1,414	1,325
% 总资产	31.5%	33.2%	34.4%	34.0%	32.5%	26.3%
资产总计	816	1,275	2,172	3,816	4,355	5,047
短期借款	164	270	770	0	0	0
应付款项	264	274	363	472	626	780
其他流动负债	35	15	14	71	78	86
流动负债	463	558	1,146	543	704	865
长期贷款	0	0	1	1	1	2
其他长期负债	0	0	59	0	0	0
负债	463	558	1,206	544	705	867
普通股股东权益	309	663	920	3,226	3,603	4,133
少数股东权益	44	53	46	46	46	46
负债股东权益合计	816	1,275	2,172	3,816	4,355	5,047

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	N/A	1.628	0.775	0.817	1.117	1.370
每股净资产	5.597	6.218	2.726	7.673	8.571	9.831
每股经营现金净流	2.426	-0.188	0.075	1.142	1.105	1.319
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.110	0.110	0.110
回报率						
净资产收益率	24.22%	26.18%	28.45%	10.65%	13.03%	13.94%
总资产收益率	9.17%	13.62%	12.04%	9.00%	10.78%	11.41%
投入资本收益率	15.55%	18.10%	16.05%	10.48%	11.69%	12.57%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	37.27%	41.95%	29.98%	27.17%	25.07%
EBIT增长率	N/A	109.25%	53.81%	24.02%	24.46%	23.17%
净利润增长率	N/A	131.85%	50.69%	31.30%	36.67%	22.70%
总资产增长率	N/A	56.19%	70.39%	75.67%	14.12%	15.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	20.3	33.8	29.2	31.0	32.0	32.0
存货周转天数	19.6	41.0	65.1	66.0	66.0	66.0
应付账款周转天数	31.4	49.5	39.1	42.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	50.3	53.2	72.7	108.8	98.0	73.8
偿债能力						
净负债/股东权益	15.31%	7.13%	38.29%	-42.27%	-40.85%	-45.80%
EBIT利息保障倍数	6.8	18.7	10.7	-37.6	-10.0	-10.4
资产负债率	56.79%	43.81%	55.52%	14.26%	16.19%	17.19%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6-12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;
持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;
卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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多种金融服务。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室