

谨慎申购

骆驼股份（601311）

2011年5月25日

发行价格及数量

发行价	18.60-20.00 元
合理价值区间	19.25-23.10 元
网下发行数量	1660 万股
网上发行数量	6640 万股

股本结构

总股本（万股）	42039.69
流通 A 股（万股）	8300.00
B 股/H 股（万股）	0

重要日期

网下缴款日	2011 年 5 月 25 日
网上申购日	2011 年 5 月 25 日

电气设备与新能源行业

张 浩

SAC 执业证书编号: S0850209040620
电话: 021-23219383
Email: zhangh@htsec.com

联系人

牛 品

电话: 021-23219268
Email: np6307@htsec.com

房 青

电话: 021-23219692
Email: fangq@htsec.com

位列铅酸电池第一梯队 产品结构高端化进行时

公司主营业务为蓄电池制造和销售，2009 年公司市场占有率达 11.55%，位居行业第二。公司采用目前最先进的连铸连轧拉网生产线，具机板薄及效率高等性能优势。本次募投项目完全达产后，公司全密封免维护电池年产能将提升至 1300 万 kVAh，基于先进的生产技术和产能的率先扩张，公司产品结构实现高端化转型，有助公司业务体量拓展及盈利水平优化。

主要财务数据及预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润增长率（%）	131.85	50.69	23.26	33.58	28.28
营业利润率（%）	19.01	19.27	18.69	18.51	18.74
净资产收益率（%）	6.64	22.83	10.59	12.39	13.72
每股收益（元）	0.41	0.62	0.77	1.02	1.31

注：每股收益按本次发行结束后的总股本 42039.69 万股计算。

资料来源：海通证券研究所

- **铅酸蓄电池第一梯队厂商，主攻汽车起动领域。**公司主营业务为铅酸蓄电池制造及销售，产品运用领域包括汽车起动、电动道路车辆牵引、电动助力车动力用等。目前汽车起动电池为公司主要收入来源，2010 年该项业务收入占总收入比重达 93%。受益于铅酸蓄电池维护市场快速增长，公司近三年营收复合增长率达 38.90%，2010 年主营收入达 26 亿元。
- **生产技术优势结合产能快速扩张，打开产品高端化之路。**公司铅酸蓄电池生产采用目前最先进的连铸连轧拉网生产线，具机板薄及效率高等性能优势。本次募投项目完全达产后，公司全密封免维护电池年产能将提高至 1300 万 kVAh，远超风帆股份等同业上市公司。基于先进的生产技术和产能的率先扩张，公司产品市场定位将由先前的中低档车逐步转为高端车型。我们认为，公司高端市场渗透进程仍待观察，但在技术及产能双重支撑的基础上，产品结构优化及盈利水平的提升在未来为大概率事件。
- **国家铅排放治理加速行业整合，利好公司长期发展。**目前国内铅酸电池厂商共计 2600 余家，规模化生产企业相对较少，我们对行业竞争格局的判断是：随着国家对铅酸电池生产企业铅排放治理力度逐步加大，规模小而无铅排放治理能力的铅酸电池企业将逐步关停，目前安徽、浙江 200 家企业全部停产也印证了该行业整合趋势。对于公司而言，行业集中度的逐步提升将对产品盈利水平的稳定产生积极影响。
- **募投项目着力全密封免维护电池产能扩张。**本次募投项目主要进行新型高性能低铅耗免维护蓄电池的产能扩张，项目建设期 2 年，募投项目完全达产后，公司全密封免维护电池将新增 600 万 kVAh 年产能至 1300 万 kVAh，新增年营收 16.80 亿元。另外，牵引蓄电池将新增产能 177 万 kVAh（204 万只），新增收入 7.74 亿元。
- **公司股票合理价值区间为 19.25-23.10 元。**我们预测公司 2011-2013 年的每股收益将达 0.77 元、1.02 元、1.31 元。参考同行业的估值水平以及公司自身成长性，我们给予公司 2011 年 25-30 倍的 PE，对应的价值区间为 19.25-23.10 元，建议谨慎申购。
- **公司主要不确定因素。**（1）市场竞争风险；（2）锂电池技术替代风险。

表 1 骆驼股份盈利预测假设条件（万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入						
汽车起动车电池	132359.62	180956.03	241400.71	302358.61	375000.00	465000.00
电动助力车电池	2285.69	2677.67	4503.76	5854.89	7611.35	9894.76
牵引电池		1433.57	4395.94	7752.00	27132.00	50388.00
其他	307.47	52.07	10064.10	10100.00	10100.00	10100.00
合计	134952.78	185119.35	260364.50	326065.50	419843.35	535382.76
yoy						
汽车起动车电池		36.72%	33.40%	25.25%	24.02%	24.00%
电动助力车电池		17.15%	68.20%	30.00%	30.00%	30.00%
牵引电池			206.64%	76.34%	250.00%	85.71%
其他		-83.06%	19227.10%	0.36%	0.00%	0.00%
合计		37.17%	40.65%	25.23%	28.76%	27.52%
主营成本						
汽车起动车电池	111840.13	145645.94	192764.25	243398.68	301875.00	374325.00
电动助力车电池	1845.36	2661.44	4238.40	5503.59	7116.61	9202.13
牵引电池	0.00	1567.83	4524.29	7519.44	24418.80	42829.80
其他	279.85	47.64	9904.21	9898.00	9898.00	9898.00
合计	113965.33	149922.86	211431.14	266319.71	343308.41	436254.93
毛利率						
汽车起动车电池	15.50%	19.51%	20.15%	19.50%	19.50%	20%
电动助力车电池	19.26%	0.61%	5.89%	6.00%	6.50%	7.00%
牵引电池		-9.37%	-2.92%	3.00%	10.00%	15%
其他	8.98%	8.51%	1.59%	2.00%	2.00%	2.00%
合计	15.55%	19.01%	18.79%	18.32%	18.23%	18.52%
其他收入		129.96	2602.26	2500.00	2500.00	2500.00
其他成本		102.87	868.38	850.00	850.00	850.00
营业收入	134952.78	185249.30	262966.76	328565.50	422343.35	537882.76
yoy		37.27%	41.95%	24.95%	28.54%	27.36%
营业成本	113965.33	150025.73	212299.52	267169.71	344158.41	437104.93
yoy		31.64%	41.51%	25.85%	28.82%	27.01%
营业利润率	15.55%	19.01%	19.27%	18.69%	18.51%	18.74%

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

表 2 骆驼股份损益表预测（万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	134952.78	185249.30	262966.76	328565.50	422343.35	537882.76
增长率（%）		37.27	41.95	24.95	28.54	27.36
营业成本	113965.33	150025.73	212299.52	267169.71	344158.41	437104.93
毛利率（%）	15.55	19.01	19.27	18.69	18.51	18.74
营业税金及附加	568.91	779.03	830.79	1038.04	1334.31	1699.33
销售费用	5960.21	7005.71	8452.68	10514.10	13937.33	18019.07
销售费用率（%）	4.42	3.78	3.21	3.20	3.30	3.35
管理费用	4352.23	6291.41	8857.44	11006.94	13937.33	17750.13
管理费用率（%）	3.23	3.40	3.37	3.35	3.30	3.30
财务费用	1479.77	1133.28	3033.96	1800.00	-800.00	-800.00
资产减值损失	-111.07	525.48	64.59	0.00	0.00	0.00
期间费用	11681.14	14955.88	20408.67	23321.04	27074.66	34969.20
期间费用率（%）	8.66	8.07	7.76	7.10	6.41	6.50
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.50	0.00	-9.06	0.00	0.00	0.00
营业利润	8738.90	19488.66	29418.72	37036.71	49775.97	64109.30
EBIT	10593.83	21460.61	33395.56	39736.70	49875.96	64209.29
增长率（%）		102.58	55.61	18.99	25.52	28.74
EBIT margin（%）	7.85	11.58	12.70	12.09	11.81	11.94
营业外收入	597.46	1100.62	1265.34	1200.00	1200.00	1200.00
营业外支出	222.30	261.95	322.46	300.00	300.00	300.00
利润总额	9114.06	20327.33	30361.60	37936.70	50675.96	65009.29
增长率（%）		123.03	49.36	24.95	33.58	28.28
所得税	1866.56	3168.43	4331.53	5690.51	7601.39	9751.39
所得税率（%）	20.48	15.59	14.27	15.00	15.00	15.00
净利润	7247.49	17158.90	26030.07	32246.20	43074.57	55257.90
少数股东损益	-240.42	-201.88	-130.81	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者净利润	7487.91	17360.77	26160.88	32246.20	43074.57	55257.90
增长率（%）		131.85	50.69	23.26	33.58	28.28
净利率（%）	5.55	9.37	9.95	9.81	10.20	10.27
总股本（万股）	5523.61	10666.25	33739.69	42039.69	42039.69	42039.69
全面摊薄 EPS（元）	0.18	0.41	0.62	0.77	1.02	1.31

注：每股收益按本次发行结束后的总股本 42039.69 万股计算。

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

表 3 可比上市公司估值对比

		收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
		5月24日	5月24日	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
002580.SZ	圣阳股份	25.76	19.35	0.598	0.780	1.077	43.06	33.01	23.92
300068.SZ	南都电源	15.60	46.43	0.274	0.743	1.181	56.87	21.00	13.21
600482.SH	风帆股份	17.10	78.83	0.106	0.221	0.271	161.78	77.31	63.15
行业平均							87.24	43.77	33.42

资料来源：WIND，海通证券研究所

我们预测公司 2011-2013 年的每股收益将达 0.77 元、1.02 元、1.31 元。参考同行业的估值水平以及公司自身成长性，我们给予公司 2011 年 25-30 倍的 PE，对应的价值区间为 19.25-23.10 元，建议谨慎申购。

信息披露

分析师声明

张 浩：电力设备和新能源行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：天威保变、特变电工、金风科技、东方电气、上海电气、平高电气、许继电气、泰豪科技、长城电工、华光股份、银星能源、国电南瑞、合康变频、荣信股份、积成电子、英威腾、国电南自、长园集团。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。