

新材料研究小组 分析师：李琳琳

执业证书编号：S0730511010010

l11112345@sina.com

研究支持：牟国洪 mough@ccnew.com

汽车启动电池龙头进军新能源

——骆驼股份（601311）新股分析报告

研究报告-新股分析报告

合理价值区间：20.25-24.30 元

发布日期：2011 年 06 月 01 日

发行数据

发行价(元)	18.60
发行数量(万股)	8300
发行方式	网下配售 网上资金申购
发行日期	2011 年 05 月 25 日
上市日期	-

基础数据

每股净资产(元)	2.73
每股经营现金流(元)	0.07
毛利率(%)	19.27
净资产收益率-摊薄(%)	8.68
资产负债率	55.52
发行后总股本(万股)	42039
B 股/H 股(万股)	—

联系人：周楷翔

电话：021-50588666-8031

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编：200122

报告关键要素：

骆驼股份(601311)在主板发行上市。募集资金投向年产600万KVAh新型高性能低铅免维护蓄电池、谷城骆驼塑胶制品异地新建工程和混合动力车用蓄电池三个项目，项目投资总额为114157万元。公司在汽车启动电池细分领域位居行业龙头。

投资要点：

- 公司是国内汽车启动蓄电池专家。公司专业从事铅酸蓄电池的研究、开发、生产与销售，产品用于汽车启动、电动助力车和牵引用等。
- 铅酸蓄电池下游应用领域广。铅酸蓄电池按应用领域分为汽车启动电池、动力电池及后备与储能电池三大类，其中汽车启动电池受益于国内汽车行业的高速增长已占据铅酸电池最大市场份额；动力铅酸蓄电池在新能源领域中的弱混合动力汽车和电动自行车领域极具竞争力，发展空间巨大。
- 公司竞争优势：公司在汽车启动电池领域具备完整的产品系列，在该细分行业位居龙头；公司创新助推其在新能源领域的综合竞争力，渠道优势铸就公司循环经济和打造公司隐形“铅矿”。
- 募集项目分析：公司本次公开发行股票 8300 万股，募集资金用于年产 600 万 KVAh 新型高性能低铅免维护蓄电池、谷城骆驼塑胶制品异地新建工程和混合动力车用蓄电池三个项目，项目投资总额为 114157 万元，项目将进一步优化公司产品结构和提升公司综合竞争力。
- 盈利预测与公司估值：预测公司 2011、2012 年每股收益分别为 0.81 元和 1.06 元，建议给予公司 2011 年 25-30 倍的市盈率，对应合理股价区间为 20.25-24.30 元。
- 风险提示：公司主要风险包括铅及铅合金价格波动风险、主营业务集中风险。

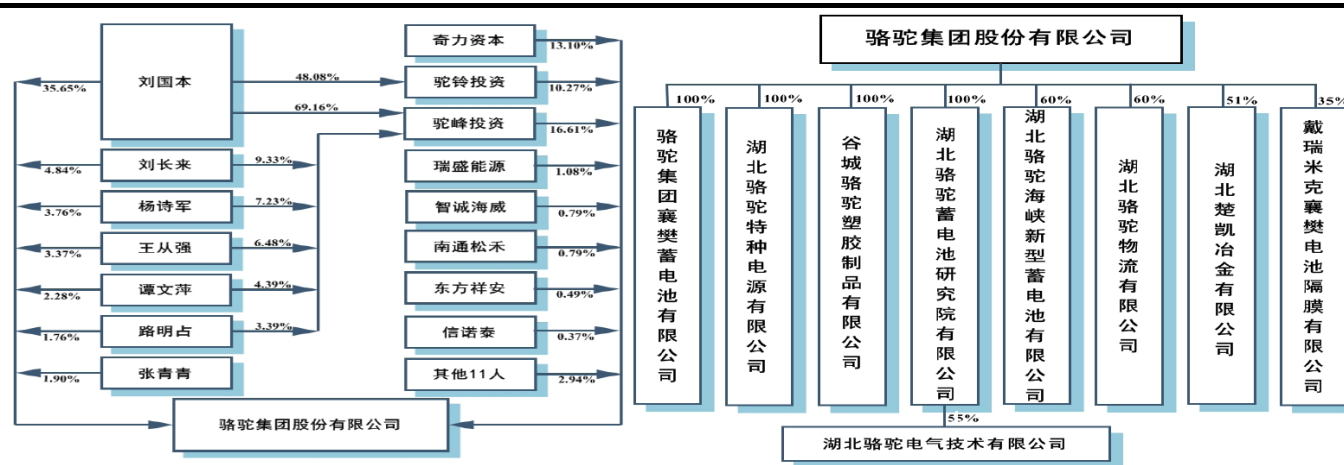
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1852.49	2629.67	3433.82	4307.04	5183.96
增长比率(%)	37.27	41.95	30.58	25.43	20.36
净利润(百万元)	173.61	261.61	339.07	444.78	532.50
增长比率(%)	131.85	50.69	29.61	31.17	19.72
每股收益(元)	0.41	0.62	0.81	1.06	1.27

1. 国内铅酸电池龙头企业

公司前身湖北骆驼蓄电池股份有限公司成立于1994年6月，注册资本为1065万元，于2010年5月变更为骆驼集团股份有限公司。公司是一家专业从事铅酸蓄电池研究、开发、生产和销售的综合性高新技术企业，产品主要包括起动用铅酸蓄电池、牵引用铅酸蓄电池、纯铅薄极板卷绕式电池、工业用阀控式密闭型铅蓄电池等共200多个品种与规格，公司“骆驼”商标与产品相继获得中国“驰名商标”和中国免检产品称号，同时取得了美国UL、欧盟CE等认证证书。公司产品90%以上用于汽车起动领域，2009年该领域行业排名第二，现已形成867.75万KVAh的年产规模，其中高性能全密封低铅耗免维护电池产能为600KVAh。2010年，公司实现营业收入26.30亿元，同比增长41.95%；实现净利润2.62亿元，同比增长50.69%。

上市前，刘国本通过直接和间接合计持有公司52.08%的股权，为公司实际控制人。本次发行前公司总股本为33739万股，本次发行股份8300万股，发行后总股本为42039万股，占发行后股本总额的19.74%。

图表1：上市前公司股权结构及控股子公司



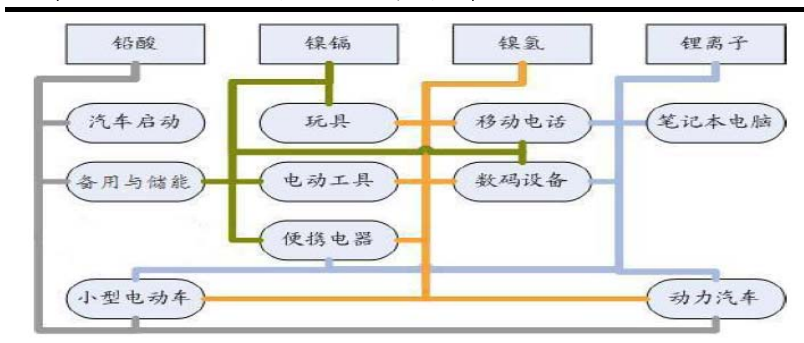
资料来源：公司招股说明书，中原证券

2. 行业分析

2.1 铅酸蓄电池行业简介

电池按是否循环使用分为一次电池(原电池)和二次电池，后者根据电极材料与工作原理不同，主要包括铅酸电池、镍镉电池、镍氢电池和锂离子电池四类。各类电池在性能、技术特点和成本价格方面各具优缺点，决定了不同的主要应用领域，且下游应用在一定范围内存在相互替代性。

图表2：二次电池主要应用领域及其替代关系

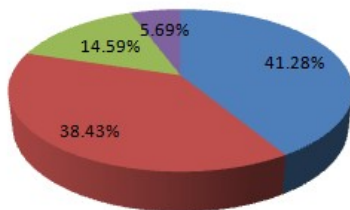


资料来源：公司招股说明书，中原证券

2009年，国内电池总产值约1405亿元，其中原电池总产量为290.4亿只（折R20标准只），实现总产值580亿元；铅酸蓄电池产量为1.2亿KVAh，产值约540亿元；锂离子电池产量为18.75亿只；镍镉、镍氢等约3.8亿只。可见，铅酸电池在二次电池中的产值最大。

图表3：2009年国内电池产值示意图

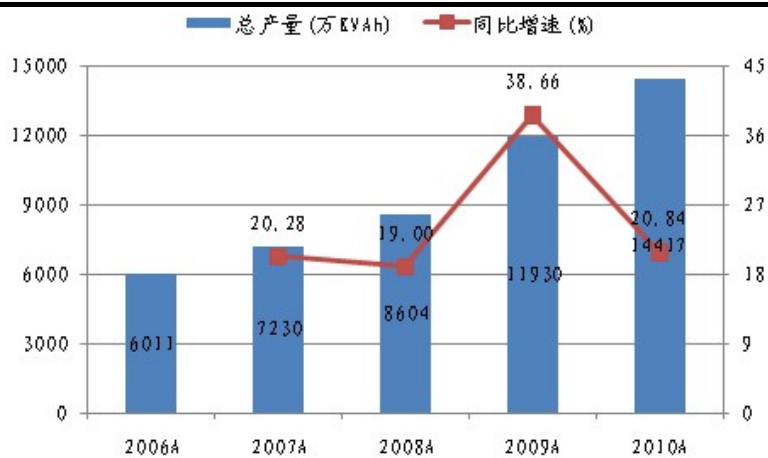
■ 原电池 ■ 铅酸蓄电池 ■ 锂离子电池 ■ 镍镉、镍氢等



资料来源：公司招股说明书，中原证券

从产量看，2010年全国铅酸蓄电池总产量达14417KVAh，同比增速为20.84%。中国电池工业协会预计2011-2015年铅酸电池市场需求的年均复合增长率为12%。

图表4：我国铅酸电池产量及增速



资料来源：中国电池工业协会，Wind，中原证券

铅酸蓄电池的主要优点在于技术成熟、成本低、容量大、大电流放电性能好、使用温度范围广，且能循环回收和再利用，不足之处在于比重大、比能量低。目前，铅酸电池被广泛用于交通运输、通讯、电力、铁路等，根据应用领域可分为汽车起动电池、动力电池和后备与储能(固定)电池三大类。

图表5: 铅酸蓄电池按应用领域分类及特点

序号	项 目	主要用途	放电深度	放电性能	寿命
1	汽车起动电池	汽车、摩托车、拖拉机、船舶、内燃机等点火、起动和照明用	浅放电	大电流放电特性好	一般
2	动力电池	电动车助力车、电动叉车、电动道路车等动力用	深放电	放电能量大	较长
3	后备与储能电池	通信基站的备用电源以及太阳能光伏电站和风能电站的储能电源	深放电	深度放电性能好	长

资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

2009年, 汽车起动电池、动力电池和后备与储能电池占据全国铅酸电池的主要市场, 用量占比分别为48%、26%和15%。具体看, 在汽车起动领域, 作为起动时点火和照明用要求蓄电池能在短时间内提供较大电流, 且使用环境需要零下20℃等复杂环境, 而铅酸电池低成本优势使其它二次电池难以与之形成实质性竞争; 在动力电池领域, 以电动助力车为主的小型电动车如电动自行车, 铅酸电池以其突出的性价比优势占据95%以上的市场; 在后备与储能电池领域, 锂离子电池和镍氢电池目前大容量制备技术方面还不成熟, 铅酸蓄电池仍是该领域的主要产品。

图表6: 2009年铅酸电池主要应用领域的产量结构



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

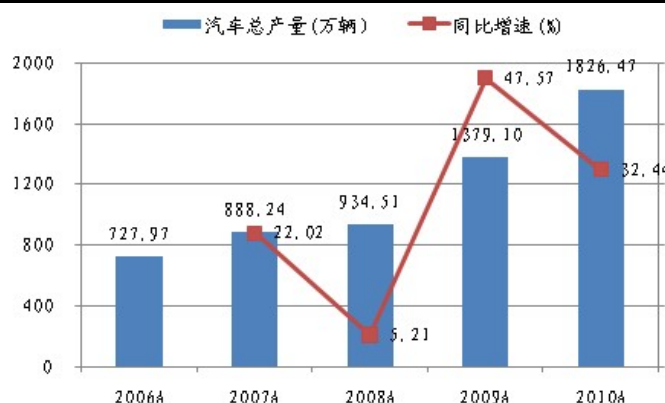
2009年美国总统奥巴马宣布拨款24亿美元支持“下一代电池和电动车”生产项目中, 传统的铅酸电池也从中受益, 分别是Exide受助3430万美元发展铅-炭电极生产先进的铅酸蓄电池, East Penn受助3250万美元生产铅酸电池同超级电容器结合的超电池, 目标均指向动力汽车。

2.2 汽车起动电池市场分析

2.2.1 汽车起动电池受益于国内汽车产业的高增长

从日本、韩国等汽车销量看,人均GDP达到3000美元时,汽车消费进入普及阶段。2008年,我国人均GDP为3456美元,汽车产销进入高速增长期;2010年,我国汽车产销双双超过1800万辆,分别达到1826.47万辆和1806.19万辆,同比增速分别为32.44%和32.37%,产销量位居全球第一。对应地,2010年全国汽车保有量为8838万辆,同比增长16%。预计2011-2015年,我国汽车销量复合增长率为16%。

图表7: 我国汽车产量及同比增速



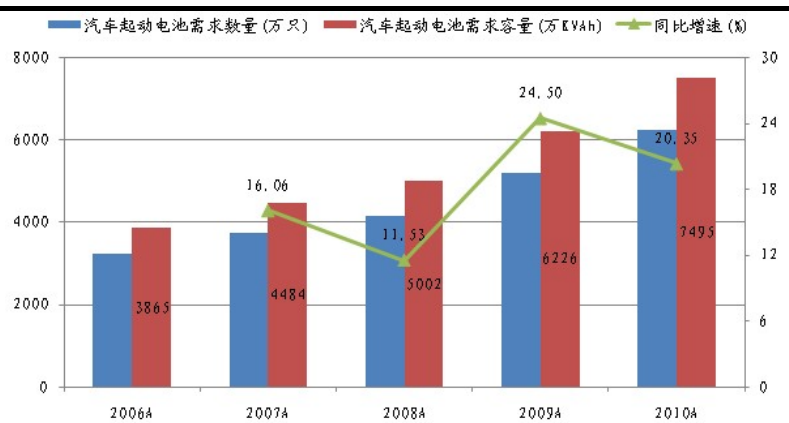
资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

图表8: 我国汽车保有量及同比增速



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

图表9: 我国汽车起动电池需求数量和容量及同比增速



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

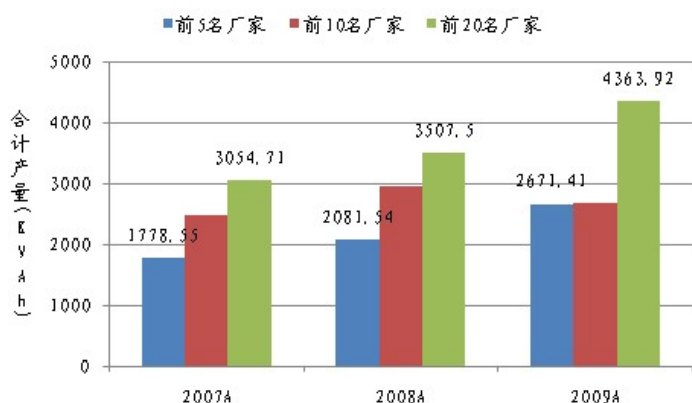
铅酸电池是汽车使用中的消耗品,根据销售对象分为配套市场和保有市场。每辆新车配套需一只电池,而维护市场主要用于存量车维修和保养时更换起动电池;汽车起动电池平均寿命为2年,维护市场每年对电池的需求量为汽车保有量的一半。二者叠加,汽车起动电池需求数量(只)约为每年新车产量和汽车保有量一半之和,换算为电池容量(KVAh)约是数量的1.2倍。2010年,国内汽车起动电池需求容量为7495KVAh,同比增长

20.35%。预计2011-2015年，汽车起动电池市场需求的年均复合增长率为13%。

2.2.2 汽车起动电池市场格局

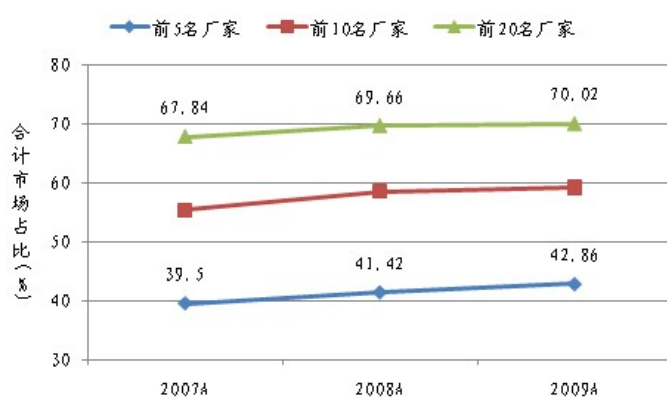
欧、美铅酸蓄电池行业集中度相对较高，如整个欧洲仅有4家大的蓄电池企业。与此相比，国内汽车起动电池行业市场化程度高、竞争激烈、行业集中度较低，且在规模方面仍有待提高。2009年，前5名和前20名企业合计产量分别为2671.41KVAh和4363.92KVAh，市场占比分别为42.86%和70.02%。

图表10：汽车起动电池前20名企业产量统计



资料来源：公司招股说明书，中原证券

图表11：汽车起动电池前20名市场占有率统计



资料来源：公司招股说明书，中原证券

2.3 动力电池市场分析

2.3.1 新能源汽车用动力电池

面对金融危机、油价高涨和日益严峻的节能减排压力，大力发展新能源汽车逐步成为世界各国工业竞争的一个新焦点。即将出台的《节能与新能源汽车产业规划(2010-2020年)》明确指出：2020年，新能源汽车累计产销量达到500万辆，中/重度混合动力乘用车占总年产销量的50%以上，我国节能与新能源汽车产业规模位居世界前列。

根据国外发展经历与现有技术水平，以及电池价格和使用寿命，混合动力型新能源汽车将成为新能源汽车发展的重点，其中能迅速成熟应用的是中低端市场的汽车，即配备BSG/STT系统的弱混合动力汽车，这是由于该技术仅增加一个BSG/STT系统，它能与传统内燃机系统相匹配，且节油效果可达15%。其中，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具有较好的性价比优势，在弱混和中混合动力汽车领域极具竞争优势。

图表12：混合动力汽车特点及电池应用比较

项目	弱 混	中 混	强 混
特点	以内燃机为主要动力源，具备停车怠速停机功能，在车辆加速和爬坡时电动机可向车辆行驶系统提供辅助驱动力矩，但不能单独驱动车辆行驶	以内燃机和/或电动机为动力源	以内燃机和/或电动机为动力源，且电动机可以独立驱动车辆行驶

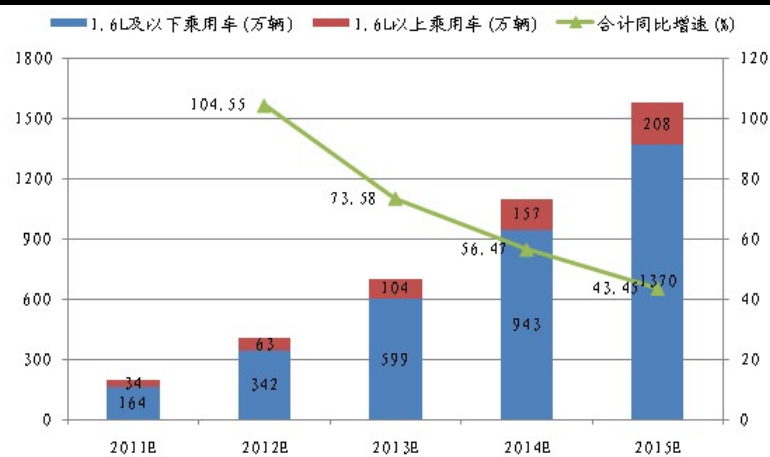
混合度	5-15%	15-40%	>40%
节油率	5-20%	20-35%	>35%
优势电池 (性价比)	平板式阀控铅酸蓄电池、纯铅薄极板卷绕式阀控铅酸蓄电池	纯铅薄极板卷绕式阀控铅酸蓄电池、镍氢电池、锂离子电池	锂离子电池

注：混合度：电动机峰值功率/发动机额定功率

资料来源：公司招股说明书，中原证券

BSG/STT系统起始于欧洲，目前欧洲市场新车装配弱混系统的比例约为10%，预计2012年增至50%；2015年，欧洲和美国市场装配弱混系统比例将分别上升至80%和60%。我国2010年颁布《“节能产品惠民工程”节能汽车推广实施细则》中对购买节能汽车（1.6升及以下乘用车）给予补贴3000元/辆。同时结合我国汽车工业16%的增速，预计至2015年国内市场上1.6升及以下乘用车有55%配备BSG/STT系统，约1370万辆。

图表13：2011-2015配备BSG/STT系统乘用车规模预测

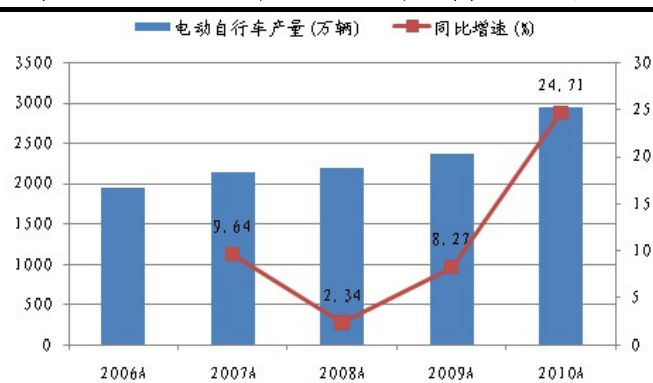


资料来源：公司招股说明书，中原证券

2.3.2 电动自行车

目前铅酸蓄电池作为动力电池主要应用在电动自行车领域，并占据95%以上的市场份额。2010年，全国电动自行车产量2954.4万辆，同比增速为24.71%，全国电动自行车保有量约为1.3亿辆。电动自行车用铅酸电池的使用寿命为1-2年，每年需更换蓄电池近7000万套。根据每辆自行车350元的电池成本，新增电动自行车市场蓄电池平均每年的市场容量约为100亿元，蓄电池更换市场为245亿元。

图表14：2006-2010年全国电动自行车产量及增速



资料来源：圣阳股份招股说明书，中原证券

2.4 环保门槛有望提高，规模企业优势显著

近期各地纷纷出现血铅及铅中毒事件，预计相关部门将出台相关法规对铅相关产业链进行整改，环保要求不达标企业关门或停产整顿。如根据工信部《电池行业重金属污染综合预防方案》征求意见，铅酸蓄电池行业将严格按标准进行调整，淘汰落后产能。2013年前淘汰镉含量大于0.002%的铅酸电池，淘汰20万KVAh/年规模以下的铅酸蓄电池生产企业；限制新建50万KVAh/年规模以下铅酸电池生产项目（不含先进新型铅酸电池）。

如相关法规实施后，对具有一定生产规模、符合环保要求的规模龙头企业将从中受益，并有助于改善我国铅酸蓄电池行业集中度过低的局面。

3. 公司经营分析

3.1 产品齐全问鼎行业龙头

公司产品全部是免维护电池，其中超过2/3的产品属于高性能低铅耗的全密封免维护产品，受到国家产业政策鼓励和扶持。目前，已形成了较为完整的产品系列，其中：汽车起动蓄电池产品规格型号最完善，拥有9大系列、310个型号；电动助力车电池有2个系列，10个型号；牵引电池有3个系列、68个型号，基本覆盖了机动车辆的各类产品。

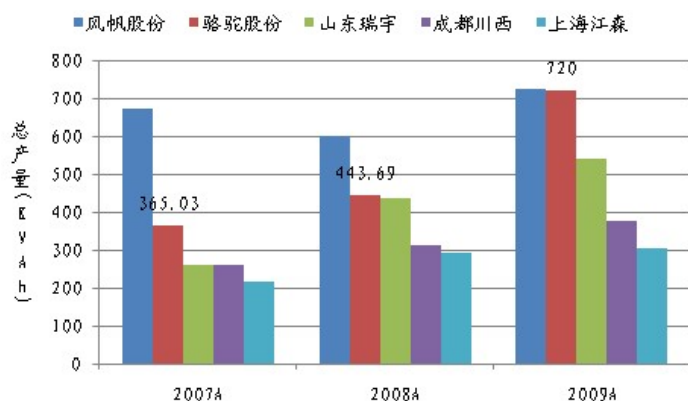
图表 15：公司铅酸蓄电池产品系列

序号	种类系列		产 品	使用对象
1	汽 车 起	全密封免维护电池	8 个系列 273 个型号：容量 32-240Ah	汽车、工程机械等
	动电池	普通免维护电池	1 个系列 37 个型号：容量 32-240Ah	汽车、摩托车、农用车、轮船等
2	电动助力车电池		2 个系列 10 个型号：容量 10-22Ah	电动自行车、电动滑板车等
3	牵引电池		3 个系列 68 个型号：容量 85-1200Ah	电动叉车、电动三轮车、电动观光车等
4	其它		还原铅、铅泥	冶炼厂作为合金铅的原材料

资料来源：公司招股说明书，中原证券

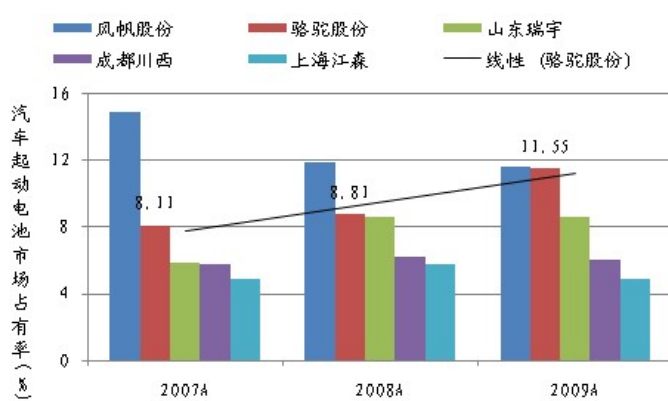
目前,国内汽车起动电池企业中年产超过300万KVAh的除本公司外,主要还包括风帆股份、山东瑞宇、成都川西、天津统一及上海江森等。其中,风帆股份2009年产量与市场占有率分别为726.48KVAh和11.66%,公司对应分别为720KVAh和11.55%,位居行业第二。2010年,公司汽车起动电池产能扩产至850KVAh,实现产量867.75KVAh,位居行业第一。

图表16: 国内汽车起动电池主供应商产量统计



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

图表17: 国内汽车起动电池主供应商市场占有率



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

3.2 经营分析

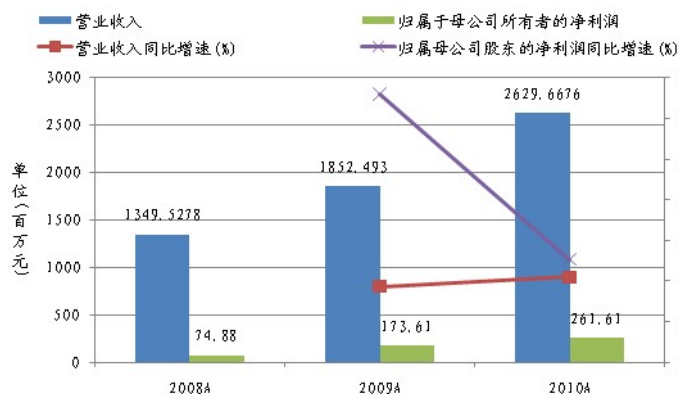
公司2009年和2010年营业收入同比增长分别为37.27%和41.95%, 净利润同比增长分别为131.85%和50.69%。公司营收高速增长的原因是国内汽车市场发展迅速使公司扩张的产能得以迅速消化所致; 公司净利润增速高于营收增速的主要原因是公司毛利率逐步上升, 由2008年的15.55%提升至2010年的19.27%, 以及公司所得税由2008年的25%下降至15%。公司长期采取“以销定产、适度库存、快速周转”的经营战略, 对原材料库存保持不超过7天, 使公司存货周转率显著下降。

图表18: 公司近三年盈利、经营情况及同类公司对比

	2008A	2009A	2010A	风帆股份(2010A)
营业收入(百万元)	1349.53	1852.49	2629.67	3255.00
净利润(百万元)	74.88	173.61	261.61	48.73
净资产收益率-平均(%)	24.22	35.71	33.05	4.47
资产负债率(%)	56.79	43.81	55.52	62.30
综合毛利率(%)	15.55	19.01	19.27	14.13
销售净利率(%)	5.37	9.26	9.90	1.50
期间费用率(%)	8.74	7.79	7.74	11.27
存货周转率(次)	9.32	8.89	5.61	3.05
应收账款周转率(次)	8.97	10.81	12.48	10.91

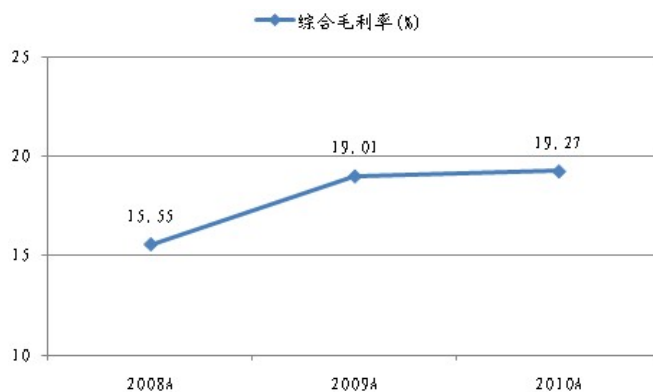
资料来源: Wind, 中原证券

图表19: 2008-2010年公司营业收入、利润及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

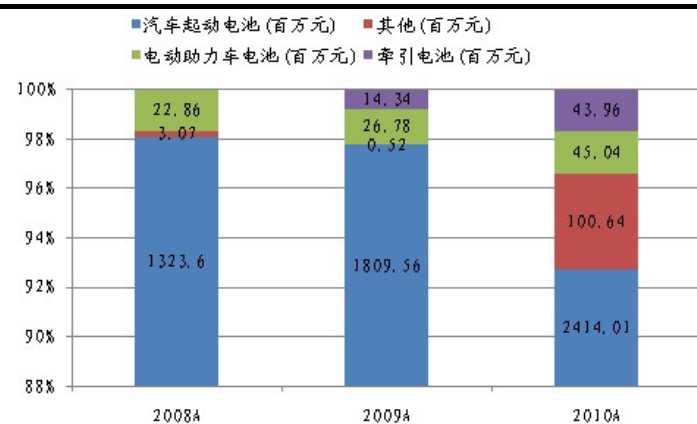
图表20: 2008-2010年公司综合毛利率



资料来源: Wind, 中原证券

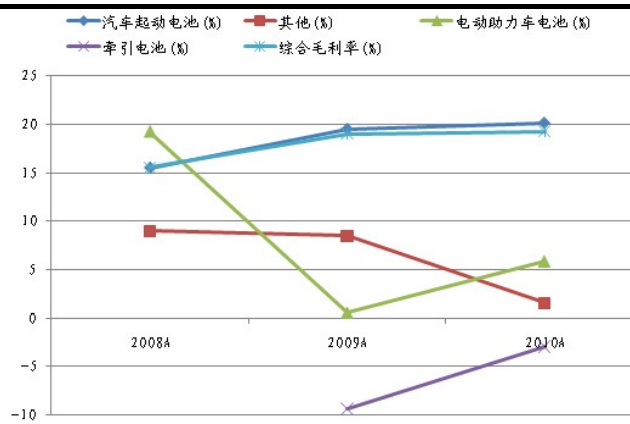
公司主营业务非常突出,报告期内汽车起动电池营收占比均大于90%,2010年该领域占比为92.72%。从毛利率看,由于汽车起动电池所占比重大,汽车起动电池毛利率与公司综合毛利率基本一致。

图表21: 2008-2010年公司不同领域收入构成



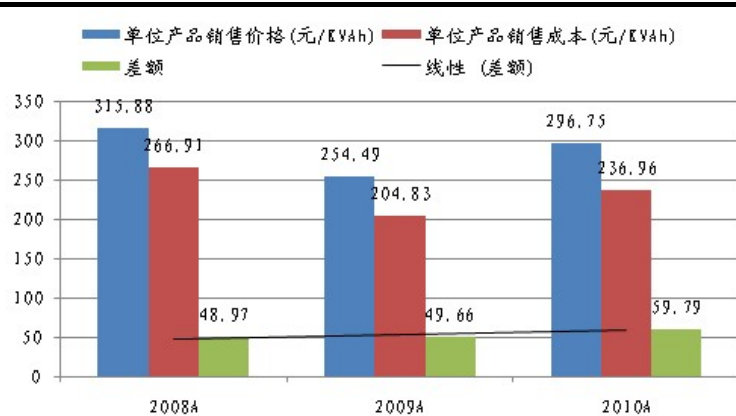
资料来源: Wind, 中原证券

图表22: 2008-2010年不同领域产品毛利率



资料来源: Wind, 中原证券

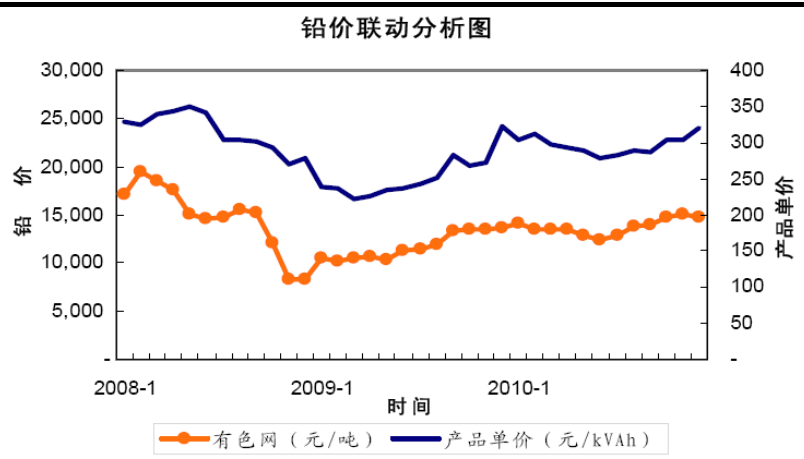
图表23: 公司产品销售价格、销售成本及差额



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

公司产品毛利率升高具体可从单位成本销售价格、销售成本及其差额得以体现。在铅酸电池的销售成本中，铅及铅合金成本占比高达70%以上，铅价的波动将直接影响公司的经营风险和盈利能力。由于公司与客户建立了产品价格与铅价联动机制，产品价格将随铅价变动进行相应调整，从而有效避免铅价波动产生的经营风险，故公司毛利率稳中有升。同时，公司近年来新增产能均为高性能低铅耗免维护型，产品毛利率高于普通型。

图表24：公司产品价格与铅价关系

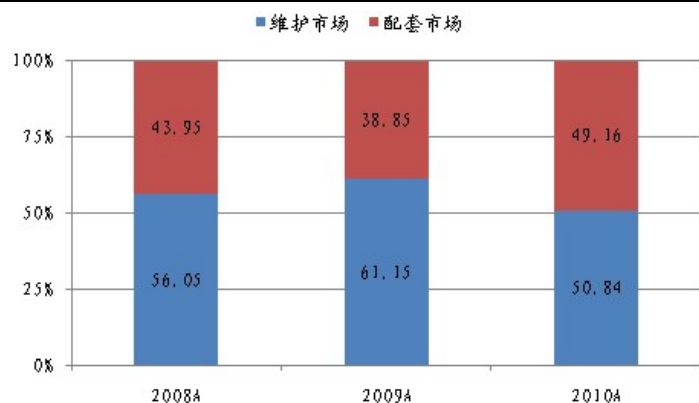


资料来源：公司招股说明书，中原证券

汽车起动电池细分为维护市场和配套市场两类。配套市场主要客户群体为东风商用、东风股份、江淮汽车、重庆长安、北京现代等汽车生产厂商，其营收占比逐步上升，2010年配套市场占比达49.16%。由于配套市场对维护市场客户群体的后续采购具一定引导作用，其占比上升将有利于公司维护市场稳定。同时，2010年国内汽车保有量为8838万辆，维护市场业务营收占比达50%，可降低汽车行业周期波动对公司业绩的影响。

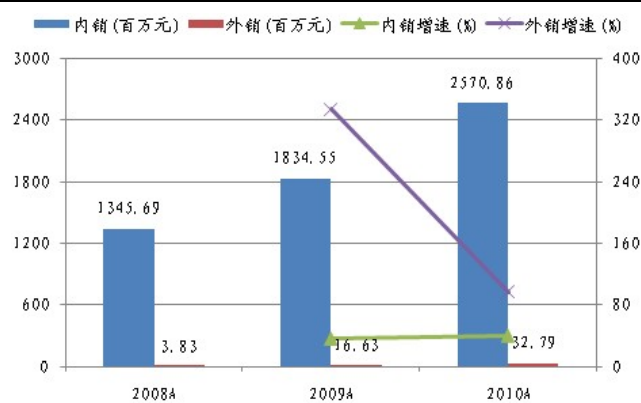
从销售区域看，国外市场营收占比由2008年的0.28%上升至2010年的1.24%，虽总体占比仍较小，但其同比增速远高于国内市场，未来出口占比有望进一步提升。

图表25：汽车起动电池维护与及配套市场营收占比



资料来源：公司招股说明书，中原证券

图表26：2008-2010年不同地区营收及增速



资料来源：公司招股说明书，中原证券

3.3 创新提升公司在新能源领域的竞争力

公司长期坚持自主创新的技术战略，并已具备较强的研发能力，将有助于提升公司在新能源领域的综合竞争力。对新能源汽车领域，按照弱混合动力→中混合动力→插电式混合动力→纯电动汽车的发展路径。目前，用于弱混/中混的平板式阀控铅酸蓄电池和纯铅薄极板卷绕式阀控电池技术已成熟，募投项目完成后即可实现规模生产；纯电动汽车极具竞争力的动力型锂离子电池已实现小批量生产。同时，公司开发的储能用阀控式密封型铅酸蓄电池，将用于太阳能、风能等新能源储能领域。

图表 27：公司主要研发项目及进展

序号	项目名称	研究内容	进展	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、无酸雾溢出
2	动力用铅酸蓄电池	牵引用电池 6D 系列(电动车专用)	批量生产阶段；品种完善	满足市场不同客户需求	绿色环保无尾气排放，节能降耗
		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	纯铅薄极板卷绕式阀控电池	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

资料来源：公司招股说明书，中原证券

3.4 渠道优势助推循环经济与隐形“铅矿”

公司在国内建立了完善的销售网络与服务网络。维护市场领域，销售渠道已覆盖 31 个省、自治区和直辖市，并在地市级区域发展了 300 多个一级经销售，部分重点区域如湖北、河南、安徽等县级区域也发展有一级经销商。

公司十分重视环境保护与循环经济发展，占股 51% 的子公司楚凯冶金成立于 2002 年 8 月，目前注册资本为 6000 万，其十万吨废旧铅酸蓄电池循环利用项目已进入投料试生产阶段。由于公司已具备渠道优势，销售网络同样是废旧蓄电池的回收渠道，这将大大降

低公司废旧蓄电池的回收成本，不仅有助于公司实现循环经济，还将为公司带来隐形“铅矿”，从而降低公司成本和铅价波动对公司业绩的影响。

4. 募集资金项目分析

公司募集资金投向年产600万KVAh新型高性能低铅免维护蓄电池、谷城骆驼塑胶制品异地新建工程和混合动力车用蓄电池三个项目，项目投资总额分别为60184.00万元、16300.00万元和37672.96万元。

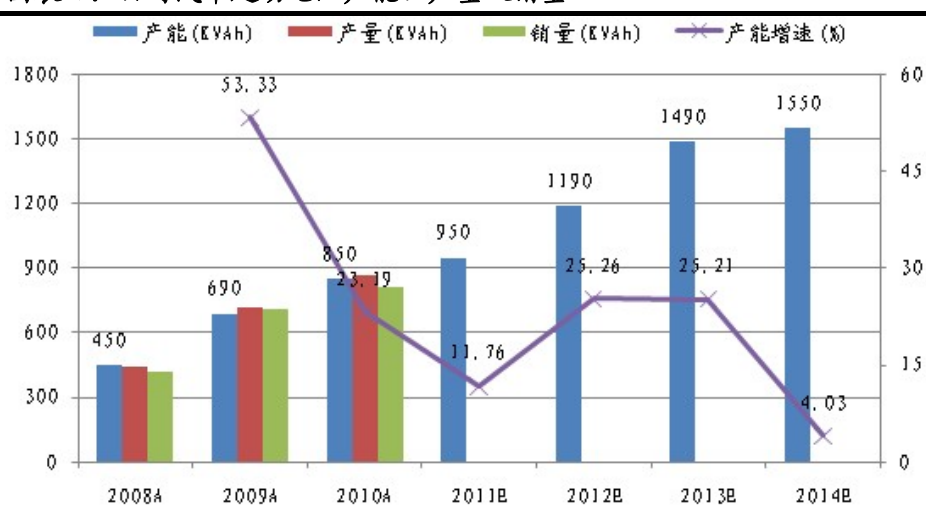
图表 28：募集资金运用计划

单位：万元

序号	项目名称	投资总额	募集资金使用计划			
			第一年	第二年	第三年	第四年
1	年产 600 万 KVAh 新型高性能低铅免维护蓄电池项目	60184.40	30590.40	15295.00	11541.00	2759.00
2	谷城骆驼塑胶制品异地新建工程项目：年产量 1000 万套	16300.00	14500.00	1259.00	541.00	-
3	混合动力车用蓄电池项 平板式 144 万只/年	37672.96	20885.98	16786.98	-	-
	目(阀控铅酸蓄电池) 纯铅薄极板卷绕式 60 万只/年					
	合 计	114157.36	65976.38	33340.98	12082.00	2759.00

资料来源：公司招股说明书，中原证券

图表29：公司汽车起动电池产能、产量及销量



资料来源：公司招股说明书，中原证券

2008-2010年公司产能复合增长率达37.44%，而平均产能利用率为101.65%，产能“瓶颈”问题突出。年产600万KVAh新型高性能低铅耗免维护蓄电池项目建成后，公司汽车起动电池总产能将达到1550万KVAh，其中全密封免封维护电池产能为1300KVAh，有助于提升公司盈利水平和优化公司产品结构，并进一步稳固公司的市场地位。谷城骆驼塑胶制品异地新建工程项目为汽车起动电池配套项目，完成后将新增年产1000万套蓄电池槽盖配套能力，使蓄电池槽盖总生产能力达2000万套，基本实现未来总产能1550KVAh所需配套数量。混合动力车用蓄电池项目每年将分别新增平板式和纯铅薄极板卷绕式阀控铅酸

蓄电池144万只和60万只，二者合计177KVAh。项目投产将有助于提升公司的核心竞争力，降低汽车起动电池单一业务过度集中的风险。

5. 盈利预测

按发行后总股本42039万股计算，预计公司2011年每股收益为0.81元，2012年每股收益1.06元。根据可比公司和近期上市企业平均估值水平以及公司在行业中的地位，给予公司2011年25-30倍PE，合理股价区间为20.25-24.30元。

图表 30：可比公司估值

公 司	代 码	股价(元) (05/26)	EPS (元)			PE		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
风帆股份	600482.SH	15.70	0.11	0.22	0.27	142.73	70.98	57.98
南都电源	300068.SZ	15.50	0.36	0.74	1.18	43.06	20.87	13.12
圣阳股份	002580.SZ	23.15	0.84	0.78	1.08	27.56	29.67	21.49
科士达	002518.SZ	27.42	0.92	1.00	1.34	29.80	27.43	20.50
行业均值						33.47	25.99	18.37
骆驼股份	601311.SH	18.60	0.62	0.81	1.06	29.89	23.06	17.58

注：1、骆驼股份股价按发行价计算；2、行业均值剔除风帆股份。

资料来源：Wind，中原证券

图表 31：公司盈利预测

单位(百万元)

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	1349.53	1852.49	2629.67	3433.82	4307.04	5183.96
减：营业成本	1139.65	1500.26	2123.00	2773.16	3459.85	4158.05
营业税金及附加	5.69	7.79	8.31	11.33	14.21	17.63
销售费用	59.60	70.06	84.53	109.20	133.09	158.11
管理费用	43.52	62.91	88.57	116.06	144.29	182.99
财务费用	14.80	11.33	30.34	38.46	46.52	55.47
资产减值损失	-1.11	5.25	0.65	1.37	1.72	2.07
加：投资净收益	0.02	0.00	-0.09	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	87.39	194.89	294.19	384.24	507.37	609.63
加：营业外收入	5.97	11.01	12.65	15.00	15.00	15.00
减：营业外支出	2.22	2.62	3.22	3.50	3.50	3.50
五、利润总额	91.14	203.27	303.62	395.74	518.87	621.13
减：所得税	18.67	31.68	43.32	56.67	74.09	88.64
六、净利润	72.47	171.59	260.30	339.07	444.78	532.50
减：少数股东损益	-2.40	-2.02	-1.31	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	74.88	173.61	261.61	339.07	444.78	532.50
基本每股收益(元)	0.18	0.41	0.62	0.81	1.06	1.27

注：基本每股收益按发行后的总股本计算

资料来源：中原证券

6. 风险提示

公司面临的主要风险是：(1) 铅及铅合金价格波动风险。铅及铅合金占公司成本的70%以上，公司虽然实现了有效的铅价联动机制，但其价格大幅波动仍可能导致公司经营风险和毛利率下降。(2) 主营业务集中风险。公司汽车起动电池营收占比达90%以上，汽车销售与国内宏观经济因素相关，如国内经济增速下滑将对汽车市场产生重大影响，从而对公司经营业绩产生不利。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司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。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。