

新材料研究小组 分析师：何卫江

执业证书编号：S0730511050001

hewj@ccnew.com

研究助理：牟国洪 021-50588666-8039

补偿增厚业绩 主营经营稳健

——骆驼股份（601311）季报点评

证券研究报告-公司点评

买入（维持）

发布日期：2012年10月25日

报告关键要素：

12年前三季度，公司业绩在扣除非经常性损益后符合预期。公司营收增长源自产能释放且下游需求稳步增长；非经常损益显著增厚第三季度业绩，同时公司盈利能力稳健。铅酸行业景气度主要取决于政策执行力度，且行业集中度将逐步提升。预测公司12-13年全面摊薄后EPS分别为0.59元和0.66元，按10月24日8.43元收盘价计算，对应PE为14倍和13倍，其中12年扣除非经常性损益后的每股收益为0.51元，对应PE为17倍。目前估值相对行业水平较低，维持“买入”评级。

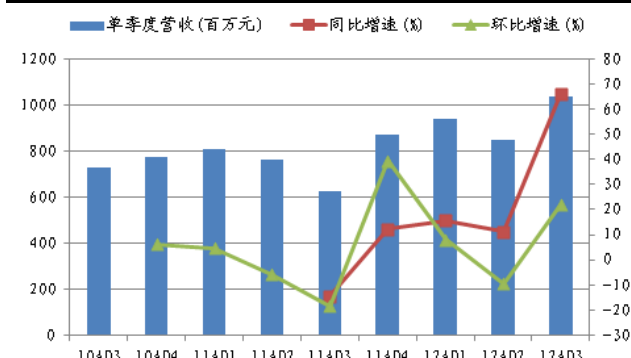
事件：

- **骆驼股份(601311)公布2012年3季度报告。**2012年前三季度，公司实现营业收入28.24亿元，同比增长28.45%；归属于上市公司股东净利润3.83亿元，同比增长77.70%，基本每股收益0.45元。其中第三季度实现营收10.35亿元，同比增长66.07%；净利润1.91亿元，同比增长214.87%，基本每股收益0.23元。

点评：

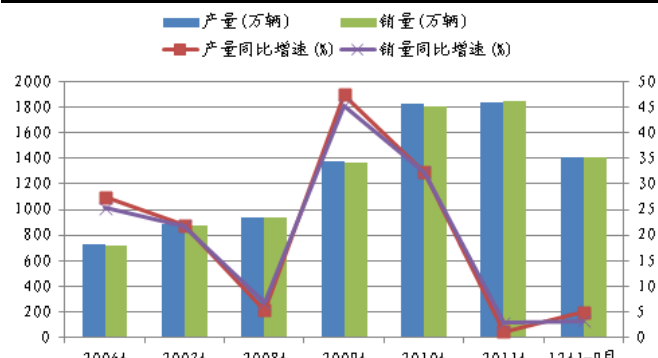
- **产能释放与下游需求增长致公司营收增长。**12年前三季度，公司营收28.24亿元，同比增长28.45%，其中第三季度营收10.35亿元，环比增长21.90%。业绩增长一方面是公司产能增长，其中年产600KVAh新型高性能低铅免维护电池募投项目新投产2条生产线，400万KVAh新型低铅免维护蓄电池项目试运行后预计已正式投产；其次是公司主营业务汽车起动电池需求稳步增长。2012年1-9月，国内汽车产量1414万辆，同比增幅4.92%，预计12年汽车产量超1900万辆，且至12年6月我国汽车保有量为1.14亿辆，二者叠加预计我国汽车起动电池年均增长率为13%。

图1：2010-12年公司单季度营收及增速



资料来源：Wind，中原证券

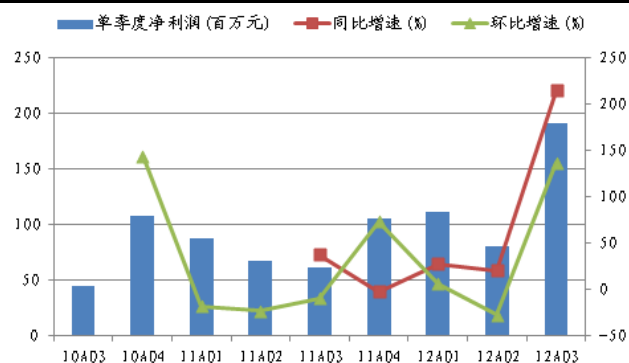
图2：2006-12我国汽车产销量及增速



资料来源：Wind，中原证券

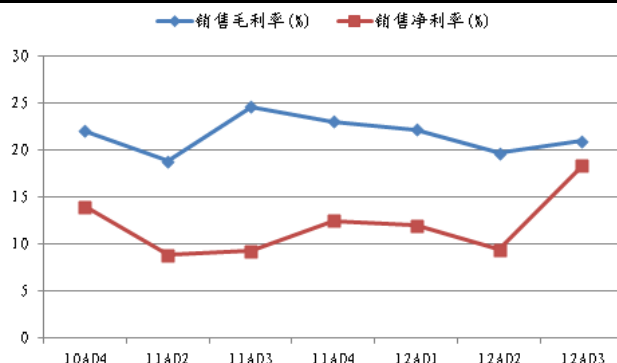
非经常性损益增厚公司业绩。公司前三季度营业外收入1.22亿元，同比增长1303%，其中第三季度营业外收入9778万元，第三季度营业外收入为骆驼襄阳收到土地补偿款，其余主要为政府补贴。其中第三季度非经常性损益增厚公司每股收益0.085元。

图3：2010-12年公司单季度净利润及增速



资料来源：Wind，中原证券

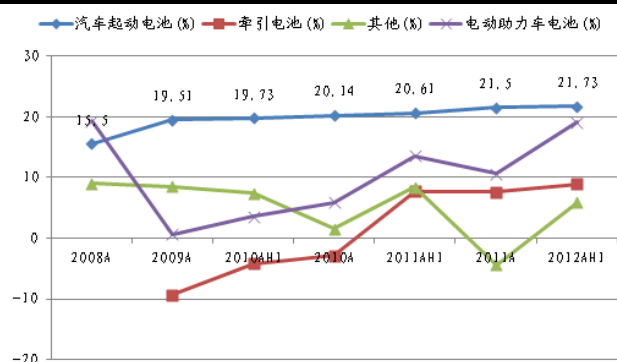
图4：2010-12年公司季度销售毛利率与净利率



资料来源：Wind，中原证券

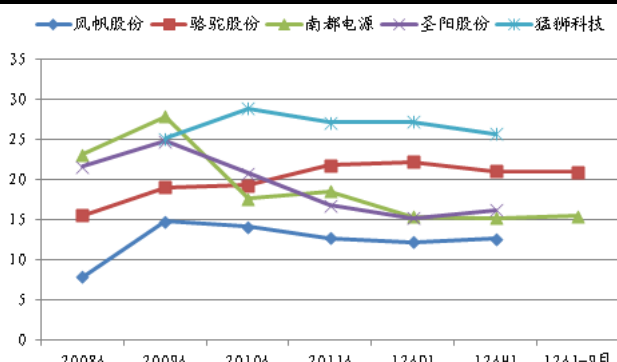
- **盈利能力基本持平 预计逐步维稳。**2012年前三季度，公司销售毛利率20.98%，与11年前三季度的21.29%基本持平；而第三季度毛利率为20.96%，环比第二季度的19.67%提升1.29个百分点。公司属于汽车起动电池龙头企业，兼具技术与规模优势，主营业务汽车起动电池毛利率持续提升，预计公司盈利水平将维持在21%左右。同时，与国内铅酸上市企业相比，公司毛利率仅次于猛狮科技，总体位于较高水平，且较为稳健。

图5：2008-12年公司不同产品毛利率比



资料来源：Wind，中原证券

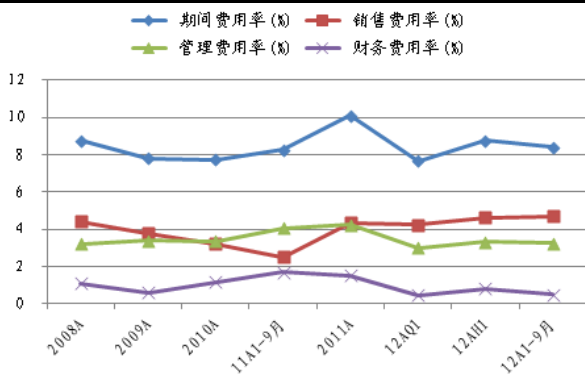
图6：我国铅酸上市公司毛利率(%)比



资料来源：Wind，中原证券

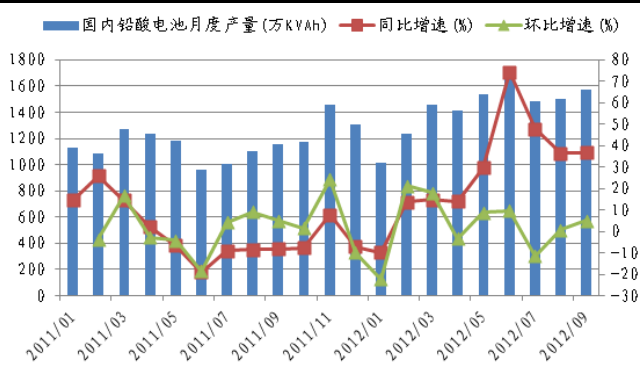
- **销售费用大幅提升 预计全年期间费用率持平。**12年前三季度，公司三费合计支出2.38亿元，同比增长31.08%，对应期间费用率8.42%，同比略有提升0.17个百分点。其中销售费用1.33亿元，同比大幅增长141.49%，原因是公司加强品牌与渠道建设，且出口增长致运输费用增长较快；财务费用1385万元，同比大幅下降62.95%，主要系募集资金到位后利息增加。预计公司全年期间费用率基本持平。

图7：2008-12年公司期间费用率



资料来源：Wind，中原证券

图8：2011-12年我国铅酸电池月度产量及增速



资料来源：Wind，中原证券

- **行业景气度取决于政策执行力度 集中度将逐步提升。**2012年1-9月份，我国铅酸电池累计产量12903万KvAh，同比增长27.34%，其中6月份达1683万KVAh，单月产量创近年新高，而7-9月则稳中略有提升。产量增长一方面是公司产能增长所致，同时与地方环保执行力度紧密相关。我们认为，随着系列行业政策的逐步实施和环保意识的提升，铅酸二次电池将稳步发展，且产业集中提升为大势所趋。
- **龙头企业经营稳健 产业布局逐步优化。**公司为汽车启动电池龙头企业，随着上市募投项目与超募项目的逐步达产，其行业地位将进一步增强，且下游需求增速稳健。混合动力汽车在我国逐步步入快速发展阶段，公司混合动力项目年产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，预计13年后将对公司贡献业绩。同时，骆驼华南项目与吉林安图项目的实施将优化公司产业结构布局，有效降低运输成本和提升市场占有率。总体而言，公司经营稳健，未来业绩可预期。
- **盈利预测与投资建议。**预测公司2012年、2013年的全面摊薄后每股收益分别为0.59元和0.66元，按10月24日8.43元收盘价计算，对应PE为14.26倍和12.81倍，其中12年扣除非经常性损益后的每股收益为0.51元，对应PE为16.67倍。目前估值相对行业水平较低，结合公司行业地位，维持公司“买入”投资评级。
- **风险提示：**行业政策执行不力；铅及上游原料价格大幅波动；经济下滑超预期；项目进展低于预期及达产后的预期销售风险。

盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	26.30	30.68	38.71	49.31
增长比率 (%)	41.95	16.67	26.17	27.39
净利润 (百万元)	2.62	3.20	4.97	5.53
增长比率 (%)	50.69	22.49	55.11	11.34
每股收益 (元)	0.31	0.38	0.59	0.66
市盈率 (倍)	27.09	22.12	14.26	12.81

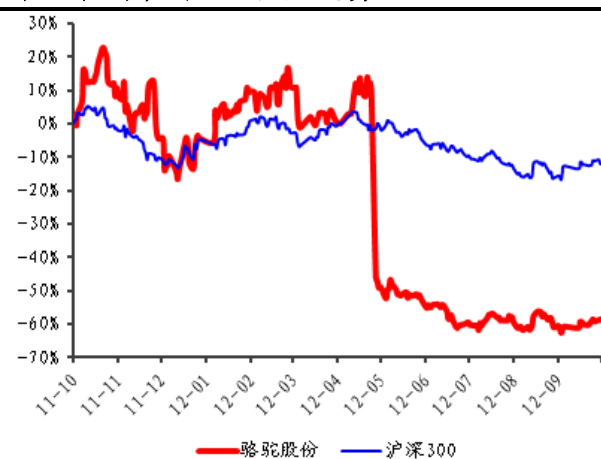
市场数据 (2012年10月24日)

收盘价 (元)	8.43
一年内最高/最低 (元)	23.96/7.53
沪深300指数	2307.78
市净率 (倍)	2.60
流通市值 (亿元)	25.23

基础数据 (2012年09月30日)

每股净资产 (元)	3.49
每股经营现金流 (元)	0.39
毛利率 (%)	20.98
净资产收益率-摊薄 (%)	13.04
资产负债率 (%)	28.06
总股本/流通股 (万股)	84079/29933
B股/H股 (万股)	0/0

个股相对沪深300指数走势



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分析师资格。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。

免责声明

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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。