

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

铅酸细分龙头利好 锂电行业景气企稳

——新材料 2013 年年度投资策略

证券研究报告—行业策略

同步大市

发布日期：2012 年 11 月 23 日

报告关键要素：

铅酸电池供给恢复，行业政策出台利好龙头企业长期发展，行业集中度与再生铅占比将进一步提升，而行业景气度平稳。锂电池传统储能增长靓点在于智能终端，新能源与智能电网规模储能潜力巨大，新能源汽车销量增速将提升。建议关注二次电池板块中估值优势显著，且细分领域优质企业。

投资要点：

- **铅酸电池：关注低估值与细分领域优质企业。**部分企业紧抓行业整治契机，使产能大幅增加，行业供给恢复；12 年板块业绩大幅增长，盈利能力稳定；二大准入条件实施奠定行业发展蓝图，而行业政策执行力度低于预期致行业景气度略有回落。预计 13 年需求总体稳步增长，混合动力汽车为行业发展添新机遇，行业发展呈现两大趋势：一是行业集中度进一步提升；二是再生铅业务占比与盈利水平将提升。投资主线为产能较整改前大幅增长，同时兼具估值优势与细分领域优质企业，建议重点关注骆驼股份与南都电源。
- **锂离子电池：关注估值回调及盈利维稳企业。**锂离子电池需求仍以传统储能为主，新能源汽车进展低于预期；板块业绩略有改善，盈利能力有企稳迹象。预计 13 年传统储能用锂电池需求增长动力在于智能终端，规模储能在新能源与智能电网领域潜力巨大；国内外新能源汽车龙头销量增速将显著提升，模式确定与政策扶持将助推新能源汽车发展。投资主线为关注估值显著回落、盈利能力企稳的细分领域，以及事件驱动下的投资机会。建议关注新宙邦、江苏国泰和杉杉股份。
- **风险提示：**1) 国内外宏观经济下滑超预期；2) 铅酸电池行业政策执行不力；3) 新能源汽车进展与政策扶持力度低于预期；4) 行业竞争加剧。

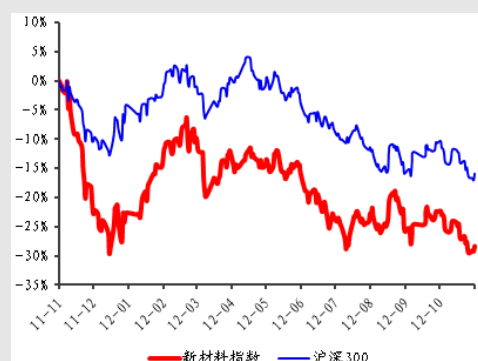
子行业	评 级
铅酸二次电池	同步大市
锂离子电池	同步大市

盈利预测和投资评级

公司简称	2012EPS	2013EPS	2012PE	评级
骆驼股份	0.59	0.66	14	买入
南都电源	0.44	0.59	27	增持
新宙邦	0.80	1.03	20	增持
江苏国泰	0.54	0.64	15	增持
杉杉股份	0.35	0.43	25	增持

注：股价为 2012 年 11 月 21 收盘价

行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

- 1、锂电行业 2011 年下半年投资策略：以行业集中度结合技术和规模优势为投资主线
- 2、新材料 2012 年年度投资策略：围绕能源环保主线 掘金“材”富投资机会
- 3、2012 年下半年度投资策略：关注智能与动力加速渗透下的投资机会

联系人：张 杨

电话：021-50588666-8137

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编：200122

目 录

1. 12 年二次电池业绩回顾.....	4
2. 铅酸电池：行业景气平稳 利好龙头企业.....	5
2.1 政策频出 供给恢复.....	5
2.1.1 政策奠定行业未来发展.....	5
2.1.2 二因素致供给恢复且部分领域产能增长显著.....	5
2.2 2013 年需求稳步增长 混合动力汽车为行业发展添新机.....	6
2.2.1 汽车起动电池稳步增长.....	6
2.2.2 电动自行车铅酸动力电池优势犹存.....	7
2.2.3 通信用电池量价齐升.....	7
2.2.4 混合动力汽车为行业发展添新机.....	8
2.3 两大趋势符合行业发展规律.....	8
2.4 小结：行业景气平稳且利好龙头企业.....	9
3. 锂电池：需求稳中加速且盈利企稳好转.....	9
3.1 展望 2013：储能增长在于智能终端 动力电池增速提升.....	9
3.1.1 总体需求延续增长.....	9
3.1.2 智能终端继续发力.....	10
3.1.3 新能源汽车进展缓慢 模式创新等促 13 年增速提升.....	11
3.1.4 规模储能前景无限.....	12
3.2 行业盈利企稳中好转.....	13
3.3 小结：需求增长稳中加速 盈利企稳中好转.....	14
4. 投资主线：寻求低估值与细分领域优质企业.....	15
4.1 二次电池：同步大市投资评级.....	15
4.2 投资主线.....	16
4.2.1 铅酸电池：关注低估值细分领域优质企业.....	16
4.2.2 锂电池：关注估值回调及盈利维稳企业.....	16
4.3 重点公司.....	16
5. 风险提示.....	17
行业投资评级.....	18
公司投资评级.....	18
重要声明.....	18
免责条款.....	18
转载条款.....	18

图目录

图 1: 整体法下铅酸二次电池板块毛利率与净利率	5
图 2: 整体法下锂离子电池板块毛利率与净利率	5
图 3: 2006 年-2012 年我国铅酸电池产量及增速	6
图 4: 近两年我国铅酸电池月度产量及增速	6
图 5: 2006 年-2012 年我国汽车产销量及增速	6
图 6: 我国汽车保有量(季度累计)	6
图 7: 2006 -11 年我国电动自行车产量及增速	7
图 8: 近年全球电动代步车产量及电池需求量	7
图 9: 2006-12 年我国电信行业固定资产投资及增速	8
图 10: 丰田混合动力汽车累计销量	8
图 11: 2011-12 年铅锭及合金价格曲线	9
图 12: 铅酸电池主要公司毛利率(%)比对	9
图 13: 2007-12 年我国锂电池产量及增速	9
图 14: 2009-12 年我国锂电池季度产量及增速	9
图 15: 2006-12 年全球手机销量及增速	10
图 16: 2008-12 年全球智能手机产量及增速	10
图 17: 2010-15 年我国智能手机销量及增速	10
图 18: 2009-12 年苹果手机季度销量及增速	10
图 19: 十城千辆重点城市推广计划	11
图 20: 2012 年我国主要厂商新能源汽车销量(辆)	11
图 21: 2010-12 年比亚迪 E6 销量	12
图 22: 全球新能源汽车电动汽车市场占比	12
图 23: 2006-11 年我国风电累计装机容量及增速	13
图 24: 2006-11 年我国光伏发电装机容量及增速	13
图 25: 2010-12 年碳酸锂价格曲线	13
图 26: 2007-12 年碳酸锂毛利率比对	13
图 27: 2007-12 年当升科技毛利率	14
图 28: 2011-12 年钴酸锂及主要原料价格	14
图 29: 2007-12 年电解液毛利率比对	14
图 30: 2007-12 年中国宝安高新技术毛利率	14
图 31: 铅酸二次电池板块 PE(TTM)对比	15
图 32: 锂离子电池板块 PE(TTM)对比	16

表目录

表 1: 二次电池板块营业收入、净利润及增速	4
表 2: 铅酸行业主要政策及内容简介	5
表 3: 二次电池重点公司估值	17

二次电池主要包括铅酸电池和锂离子电池。2011年5月，血铅事件诱发行业环保整治致供需失衡，行业景气度向上。同时部分企业在整治期通过自身技术与资金优势进行产能扩张与兼并重组，使供给恢复和行业集中度逐步提升，总体符合12年年度策略报告观点。12年行业政策相继出台，因政策执行力度低于预期，故行业景气度略有回落。

锂电池细分为储能与动力电池两大类，11-12年提出主要观点：一是行业受新能源汽车影响投资过热，而新能源汽车进展低于预期致整体盈利能力显著下滑，12年有望改善；二是储能电池需求靓点在于智能替代，且大规模储能市场空间巨大；三是新能源汽车发展关键在于降低动力电池成本、完善配套措施，其中锂电关键材料成本占比70%左右；四是我国新能源汽车发展特点为公用事业先行基础上逐步推广，且运营模式创新是关键。

1. 12年二次电池业绩回顾

12年1-9月，铅酸电池板块营收124.28亿元，同比增长19.92%；净利润7.12亿元，同比大幅增长42.16%，业绩增长主要受行业整治影响，板块11年业绩基数较低，其次是12年上市公司产能较整改前提升，且下游需求稳步增长。锂电池板块营收608.22亿元，同比略增2.64%；净利润11.07亿元，同比大幅下降35.99%，二者均有改善。

表 1：二次电池板块营业收入、净利润及增速

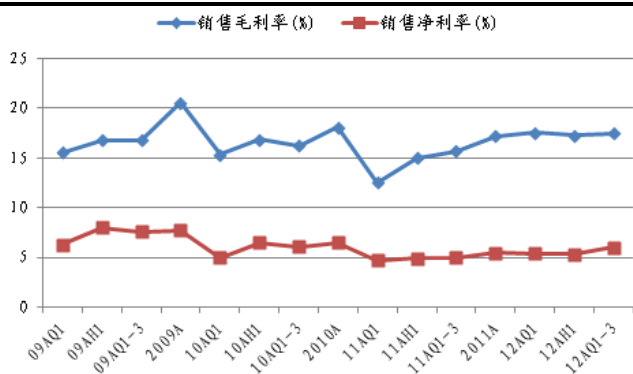
		2011A	同比增速 (%)	2012AQ1-3	同比增速 (%)
铅酸二次 电池	营业收入(百万元)	14397.21	19.24	12427.83	19.92
	营业利润(百万元)	789.55	-7.90	759.05	36.63
	净利润(百万元)	750.03	-0.02	711.55	42.16
锂离子 电池	营业收入(百万元)	84533.57	-0.70	60822.31	2.64
	营业利润(百万元)	3852.38	-47.35	1257.53	-45.50
	净利润(百万元)	3303.57	-44.16	1107.00	-35.99

资料来源：Wind，中原证券

注：上述板块营业收入、营业利润与净利润为该板块对应上市公司数据

行业盈利能力显示：铅酸电池板块毛利率自11年1季度以来稳步提升，而12年整体较为稳定，原因是由于产品细分特性，近两年板块新增上市公司毛利率水平较高；锂电池板块毛利率12年以来仍小幅下滑，而净利率有企稳迹象，表明行业景气度逐步好转。我们提出：13年铅酸电池行业景气度维稳，锂离子电池企稳好转。

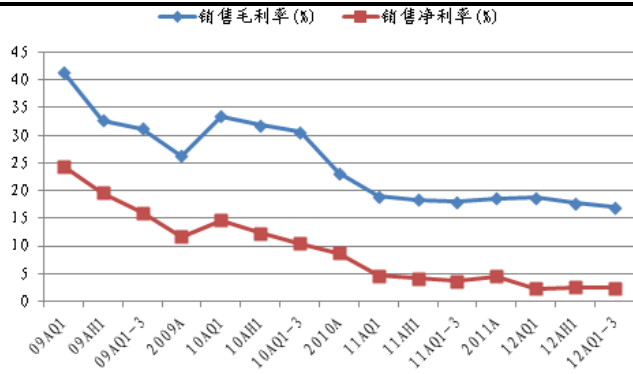
图 1：整体法下铅酸二次电池板块毛利率与净利率



资料来源：Wind，中原证券

注：整体法下板块毛利率波动更多反映板块内龙头公司盈利能力。

图 2：整体法下锂离子电池板块毛利率与净利率



资料来源：Wind，中原证券

2. 铅酸电池：行业景气平稳 利好龙头企业

2.1 政策频出 供给恢复

2.1.1 政策奠定行业未来发展

2012年7月1日，工信部发布的《铅蓄电池行业准入条件》正式实施；7月10日，工信部公布2012年十九个行业淘汰落后产能名单涉及铅酸行业；12年9月，《再生铅行业准入条件》正式实施；12年11月初，环保部公布的《铅酸蓄电池生产及再生污染防治技术政策》（征求意见稿）提出：力争到2015年，达到清洁生产二级水平的铅酸蓄电池生产企业占企业总数的60%以上，废铅渣全部无害化处置。行业政策及内容符合全球铅酸电池发展趋势，即淘汰落后产能，提升行业集中度，鼓励再生铅产业。

表 2：铅酸行业主要政策及内容简介

主要政策	主要内容简介
《铅蓄电池行业准入条件》	卫生防护距离：符合《铅蓄电池厂卫生防护距离标准》(GB11659)要求 镉含量>0.002%或砷含量>0.1%的铅蓄电池及其含铅零部件生产能力应于2013年底前淘汰 现有铅蓄电池及其含铅零部件生产项目均应于2013年12月31日前达到本准入条件
《再生铅行业准入条件》	规定再生铅行业生产规模、工艺和装备水平，规范能源消耗、资源综合利用及环境保护等 生产规模：新建再生铅项目必须在5万吨/年以上，淘汰1万吨/年以下再生铅生产能力 到2013年底以前淘汰3万吨/年以下的再生铅生产能力
12 年落后淘汰产能(第一批)	涉及铅酸行业电池极板产能合计 1541 万 KVAh、组装产能 1496 万 KVAh，关停大户包括骆驼股份 200 万 KVAh、风帆股份 200 万 KVAh、江苏双登 206KVAh 涉及铅(含再生铅)淘汰企业 47 家，合计淘汰产能 111.47 万吨

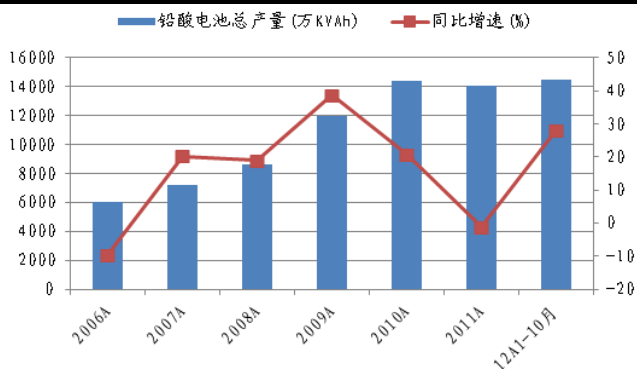
数据来源：中原证券

2.1.2 二因素致供给恢复且部分领域产能增长显著

2012年1-10月，我国铅酸电池累计产量14474万KVAh，同比增长28.04%，其中6月出

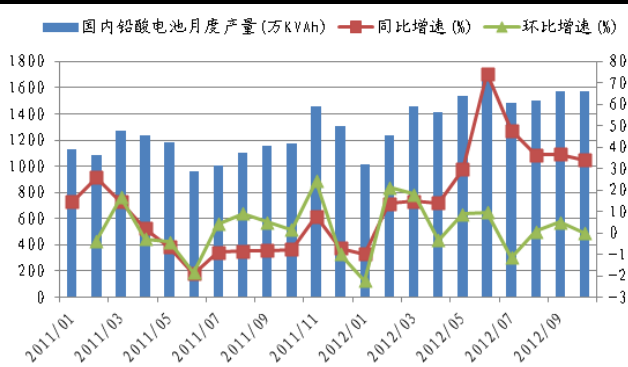
货量1683万KVAh, 创近年单月产量新高, 而7-10月则稳中略有提升。产量增长一是部分企业抓住行业整顿契机, 产能较整改前大幅提升; 其次是部分地区环保整顿执行力度有所放松, 而月度产量主要与下游需求紧密相关。我们认为, 铅酸电池供给已恢复至整改前水平, 而部分细分领域如动力电池产能增长显著, 仅在严格执行行业政策前提下, 细分领域供给有望再次偏紧。

图 3: 2006 年-2012 年我国铅酸电池产量及增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 近两年我国铅酸电池月度产量及增速



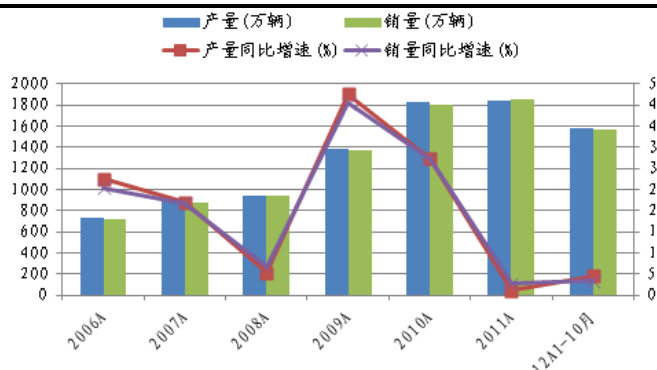
资料来源: Wind, 中原证券

2.2 2013 年需求稳步增长 混合动力汽车为行业发展添新机

2.2.1 汽车动力电池稳步增长

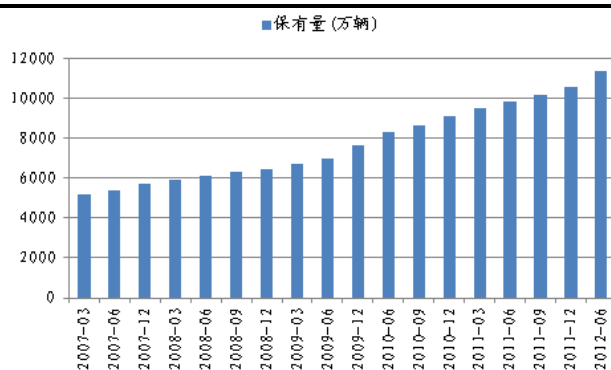
2010年以来, 我国汽车产销量连续两年双超1800万辆, 2011年分别为1843万辆和1853万辆。2012年1-10月, 国内汽车产、销量分别为1572和1570万辆, 同比增幅4.52%和3.39%, 预计12年汽车产量超1900万辆, 13年我国汽车产销量增速约6%。至12年6月, 我国汽车保有量1.14亿辆, 同比增长15.78%。随汽车保有量增长及新车增量, 预计13年我国汽车动力电池增速约13%。

图 5: 2006 年-2012 年我国汽车产销量及增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 我国汽车保有量(季度累计)

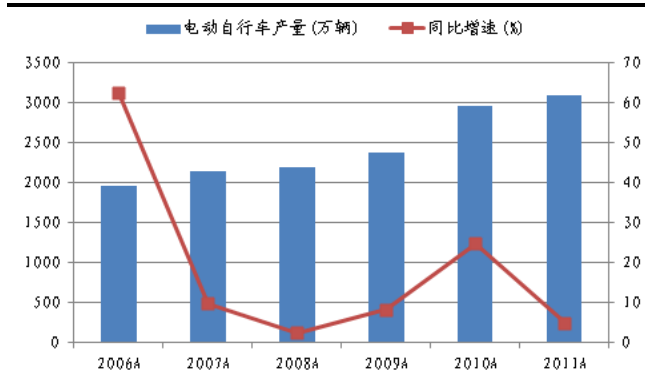


资料来源: Wind, 中原证券

2.2.2 电动自行车铅酸动力电池优势犹存

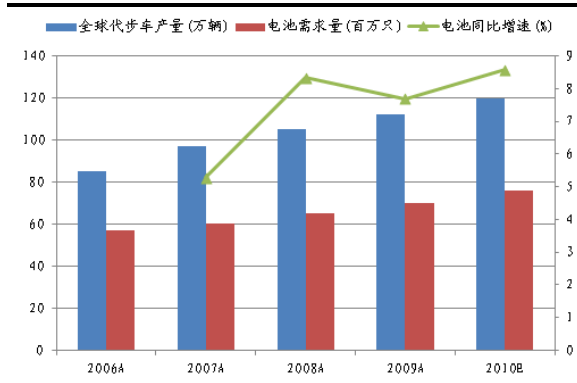
2011年，我国电动自行车产量3096万辆，同比增长4.79%；12年1-8月合计产量同比增速达22.53%，合计出口46.9万辆，同比略增4.2%，预计13年产量增速为个位数。目前，我国电动自行车保有量为1.4亿辆。另外，高尔夫球车、扫地车、观光旅游车、电动轮椅等为代表的电动代步车中95%以上为铅酸动力电池，10年该领域电池需求量达7600万只。铅酸动力电池在电动自行车市场占比达95%以上，我们认为其性价比优势短期内难以撼动，预计2013年铅酸动力电池需求增速约10%。同时须警惕该细分领域因产能增长显著，产品价格下滑风险。

图 7：2006 -11 年我国电动自行车产量及增速



资料来源：Wind，中原证券

图 8：近年全球电动代步车产量及电池需求量

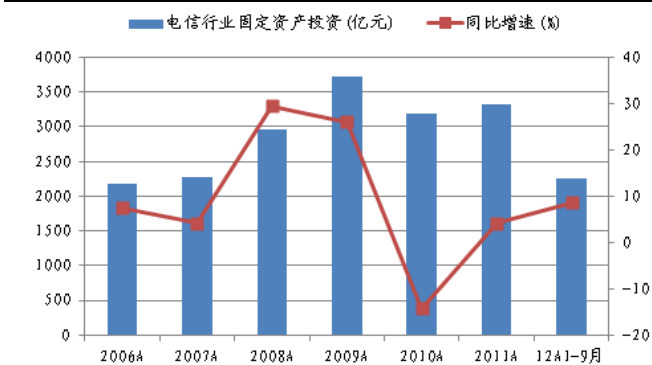


资料来源：猛师科技招股书，中原证券

2.2.3 通信用电池量价齐升

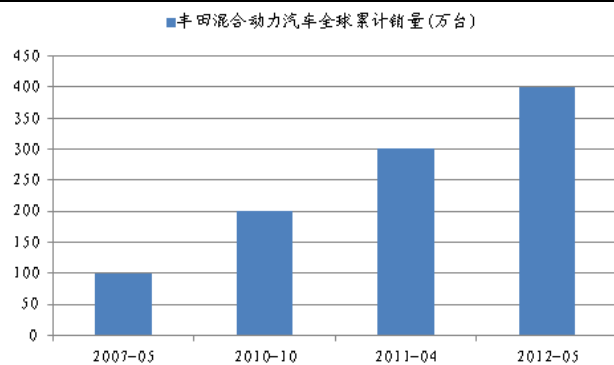
2011年，我国电信固定资产投资3331亿元，同比增长4.21%；12年1-9月投资总额2253亿元，同比增长8.61%，且月度增速逐步回升，原因是上半年陆续完成招标的项目逐渐开工，预计全年投资总额达3500亿元。至12年8月，国内移动电话用户总数为10.7亿户，同比增长14.1%，而3G用户为1.92亿，其中8月3G用户渗透率提升至18.0%，较11年底提升4.8个百分点。同时移动4G网络已在部分城市试点，我国4G网络基础建设提速将带动新一轮固定资产投资。我们预计通信行业用铅酸电池增速为5%，且部分通信运营商电池中标价格较上年增幅约10%。目前，通信用铅酸电池前三强市场占比超50%。随着行业政策实施，该细分领域集中度将进一步提升。

图 9：2006-12 年我国电信行业固定资产投资及增速



资料来源：Wind，中原证券

图 10：丰田混合动力汽车累计销量



资料来源：中原证券

2.2.4 混合动力汽车为行业发展添新机

《节能与新能源汽车产业发展规划》确定了纯电驱动的发展战略，同时指出当前重点推进混合动力汽车产业化，该规划完全符合全球汽车行业发展特点，如丰田1997年首次推出混合动力汽车，至2012年5月全球累计销量达400万台；本田混合动力于12年9月底突破100万辆大关。混合动力汽车中，配备BSG/STT系统的弱混合动力汽车可迅速应用，且阀控铅酸电池在该领域极具竞争优势。目前，我国混合动力汽车发展正处于起步阶段，配备BSG/STT系统汽车占比的提升将为铅酸电池行业发展添新机。

2.3 两大趋势符合行业发展规律

欧美等发达国家铅酸电池行业集中度高，且再生铅占比达70%以上。随着《铅酸蓄电池行业准入条件》和《再生铅行业准入条件》逐步实施，以及将要出台的《铅酸蓄电池生产及再生污染防治技术政策》，预计我国铅酸电池行业发展呈现两大特点：一是行业集中度逐步提升。目前我国部分领域落后淘汰产能仍存在，如开口式铅酸电池仍广泛用于汽车起动电池领域，而汽车起动电池龙头骆驼股份12年底总产能有望达1600万KVAh，相比2010年总产能为850万KVAh；南都电源整改前产能为350万KVAh，完全达产后将增至770万KVAh。

其次是再生铅产量占比与再生铅行业盈利能力均将提升。目前我国再生铅占比约35%，远低于全球50%的水平，且再生铅回收率约85%，同样低于发达国家98%的水平。再生铅行业差距在于企业规模、回收技术、回收渠道及政策扶持力度，上述差距致再生铅行业盈利微薄。再生铅行业准入条件规定：新建再生铅项目必须在5万吨/年以上且淘汰1万吨/年以下产能；13年底再生铅总回收率大于98%，综合能耗低于130千克标准煤/吨铅。骆驼股份再生铅规划总产能为35万吨/年，其中10万吨试生产后即正式投产，同时公司在全国地市级区域发展了近400个一级经销商，使其原料供应方面具有优势。

2.4 小结：行业景气平稳且利好龙头企业

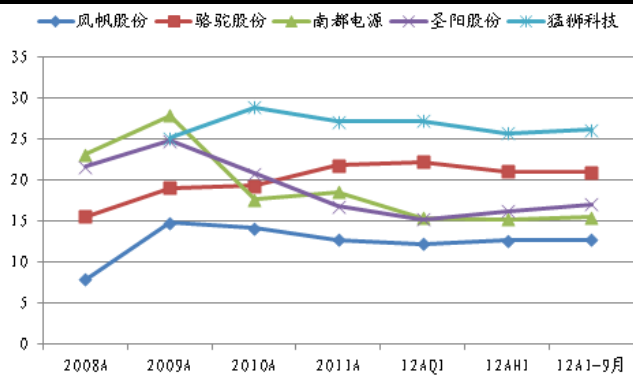
铅及合金约占铅酸电池成本的70%。12年以来，铅及合金价格总体位于较低水平，而铅价联动机制可确保行业盈利水平较为稳定。国内主要铅酸电池公司毛利率显示：骆驼股份、猛狮科技12年上半年毛利率略有下滑，而第三季度环比好转；南都电源、圣阳股份、风帆股份均略有提升。结合供需水平，我们认为13年行业景气总体平稳，同时随着系列政策实施，行业集中度与再生铅占比均将提升，细分领域龙头企业将受益。

图 11：2011-12 年铅锭及合金价格曲线



资料来源：Wind，中原证券

图12：铅酸电池主要公司毛利率(%) 对比



资料来源：Wind，中原证券

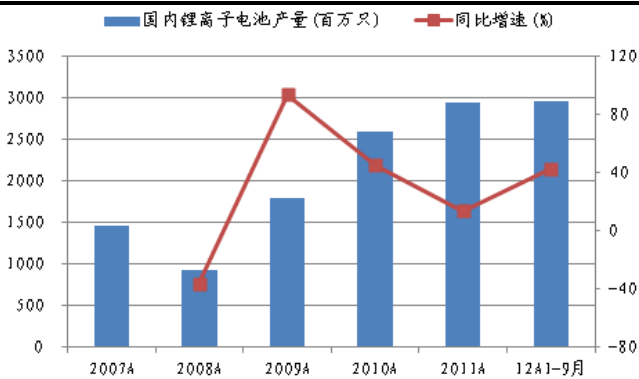
3. 锂电池：需求稳中加速且盈利企稳好转

3.1 展望 2013：储能增长在于智能终端 动力电池增速提升

3.1.1 总体需求延续增长

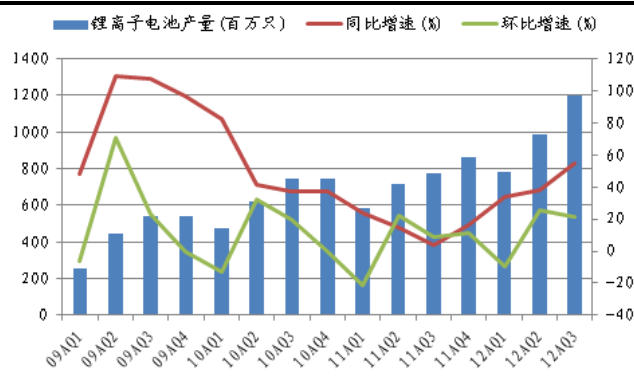
2011年，我国锂电池产量29.42亿只，同比增长13.72%；12年前三季度出货量总量29.66亿只，同比增幅42.80%，而季度产量增速自11年第三季度以来持续提升，其中12年第三季度产量11.97亿只，同比增幅54.43%。预计13年增长将延续，其主要动力在于下游智能终端需求增长。

图 13：2007-12 年我国锂电池产量及增速



资料来源：Wind，中原证券

图14：2009-12年我国锂电池季度产量及增速

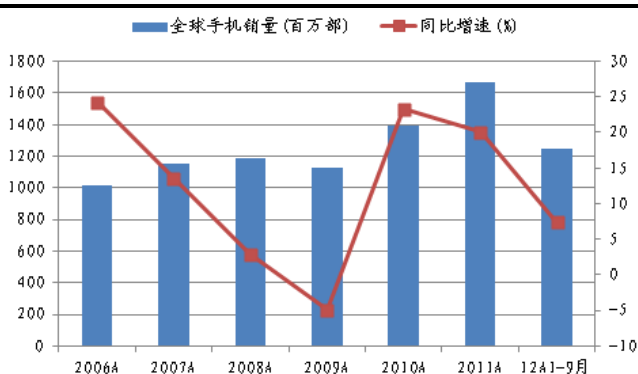


资料来源：Wind，中原证券

3.1.2 智能终端继续发力

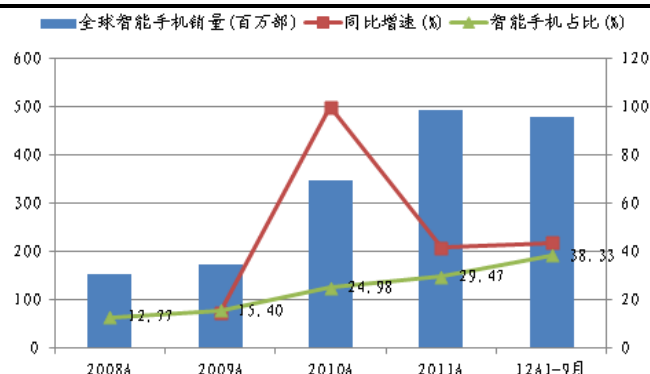
储能用锂电池领域，以智能手机、平板电脑为代表的智能终端将继续发力。2012年1-9月，全球手机销量12.49亿部，同比增长7.35%，增速趋缓。2011年，全球智能手机销量4.92亿部，同比增长41.64%，智能手机占比29.47%；12年前三季度销量4.79亿部，同比增长43.50%，增幅远高于全球手机水平，且占比提升至38.33%，预计第四季度智能手机销量突破2亿部。

图 15：2006-12 年全球手机销量及增速



资料来源：IDC，中原证券

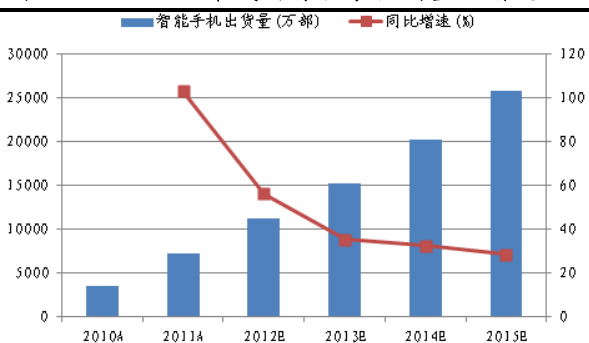
图 16：2008-12 年全球智能手机产量及增速



资料来源：IDC，中原证券

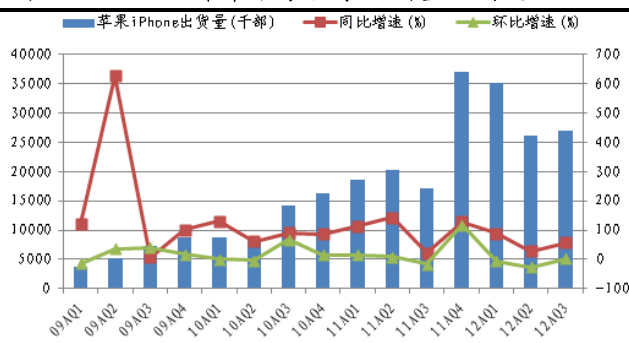
其中我国智能手机以及苹果iPhone表现异常靓丽。2011年，我国智能手机出货量7210万部，同比增长103.1%；预计12年为1.13亿部，增幅超50%，13年增长率为35%。而苹果iPhone2011年销量9310万部，同比增长96%；12年前三季度，苹果iPhone销量8799万部，较11年的5606万部增长56.96%。

图 17：2010-15 年我国智能手机销量及增速



资料来源：中原证券

图 18：2009-12 年苹果手机季度销量及增速



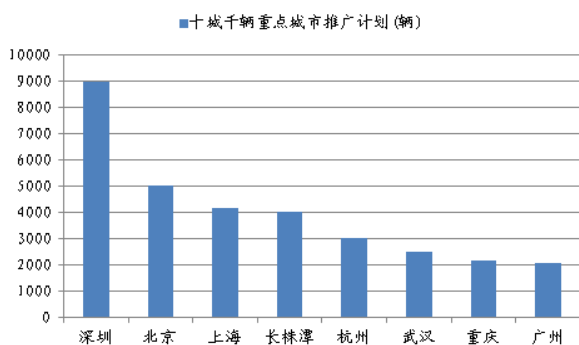
资料来源：Wind，中原证券

据Displayserach统计显示：2011年，全球移动PC出货量2.90亿台，其中平板电脑销量8010万台，占据移动PC27.62%的市场份额；预计12年全球移动PC出货量3.47亿台，同比增长19.66%，而平板电脑为1.21亿台，增幅达51.06%，占比则提升至34.87%，且未来5年平板电脑年均增长率达28%以上。

3.1.3 新能源汽车进展缓慢 模式创新等促 13 年增速提升

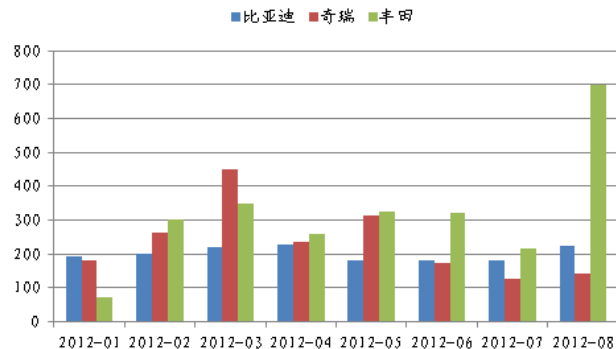
“十城千辆”进展远低预期。2009年，我国推出“十城千辆”新能源汽车推广计划：至12年底合计推广约6万辆的新能源汽车，其中8个城市计划超2000辆。但新能源汽车进展显著低于预期：11年我国新能源汽车产销量仅8000余辆；12年1-8月，我国主要生产厂商共销售新能源汽车6019辆，其中纯电动汽车2661辆，混合动力汽车3358辆，进程较慢一方面受5.26事件影响，同时配套措施不足、售价高是主因。以重点城市深圳为例，11年底保有量3035辆，位居国内第一，其中公交车2050辆、纯电动出租车300辆，建设各类充电站62座、充电桩近2400个，12年预计新增2000-3000辆。由于12年为十城千辆计划收官年，预计下半年销量增速将提升，全年突破10000辆，其中出租、环卫、公务等公用事业订单达2000余辆。

图 19：十城千辆重点城市推广计划



资料来源：IIT，中原证券

图 20：2012 年我国主要厂商新能源汽车销量 (辆)



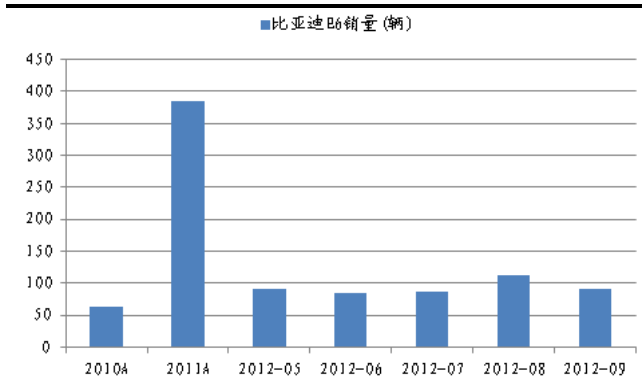
资料来源：中国汽车工业协会，中原证券

国外新能源汽车进展将加速。国外新能源汽车进程显著高于国内市场。以日产聆风为例，2011年日产聆风全球销量近2万辆；而至12年9月底，全球销量约11000万辆，同比增长11%，但全年销量将不及年初4万辆的目标，原因是价格过高、配套不足等。2013年，公司将推出一款低价低配版聆风，并同时在美国和英国工厂生产，销量有望大幅提升。

二点突出优势渐现。纯电动新能源汽车在公用事业领域优势主要体现在两点：一是清洁环保。我国公共交通工具数占汽车总量比例不足2%，能耗和污染占25%以上，公共交通电动化环保与社会意义巨大；其次性价比优势已显现。以比亚迪E6为例，E6售价比同档燃油车高约9万元，但其每公里电费成本约0.20元，相比燃油车省0.60元，即运行里程约15万公里可抹平多余成本，且出租车年行驶可达15万公里，其性价比优势显现。2010年，比亚迪E6销量63辆，11年为385辆；12年至9月已达895辆。由于示范效应与优势渐现，13年比亚迪新能源汽车将集中发力，已有至少1000辆国内订单和1000辆国外订单将交付。同时公司积极布局新能源汽车生产基地，于12年7月在天津合资组建国内第四个生产基地，9月与云南投资控股集团签约战略合作协议拟建纯电动汽车生产基地，该发展模式有

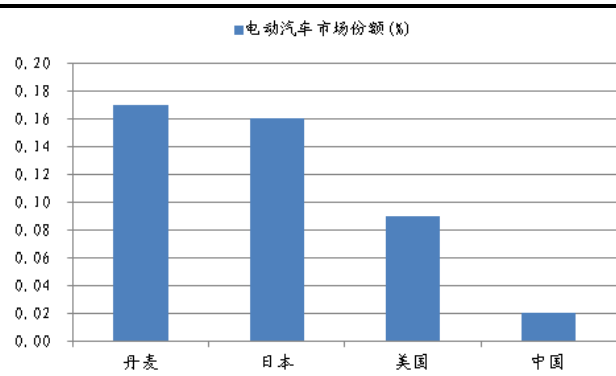
望继续推广至全国。

图 21: 2010-12 年比亚迪 E6 销量



资料来源: 中原证券

图 22: 全球新能源汽车电动汽车市场占比



资料来源: 麦肯锡, 中原证券

模式确立与政策扶持助推行业发展。节能与新能源汽车规划基本确定充电为主、换电为辅的模式。结合行业发展现状与特点,我们认为:换电模式在公用事业领域将继续存在,原因是该模式已积累一批宝贵经验,其次通过充电设施专业运营商与金融租赁方式相结合,利于缓和公用事业一次投入大等不足。考虑企业积极性与技术、成本等因素,私人新能源汽车将以充电模式为主。同时,预计政府将采用牌照、特许经营权等多手段鼓励新能源汽车发展。如国家对纯电动汽车最高补贴6万元,而上海最高补贴4万元,同时拟投2万辆免费车牌。12年11月初,配备18KWh锂动力电池的上汽荣威E50纯电动汽车量产上市,其售价23.49万元,采用两种充电模式:快充30分钟可充满80%电量,慢充可用220V的民用电源。

总之,国内外新能源汽车进展显著低于预期,如麦肯锡对2009年初至12年上半年全球主要国家电动汽车销售统计显示:美国销售36117辆电动汽车,占总销量的0.09%,而中国占比仅为0.02%。日产聆风、比亚迪国内外新能源汽车龙头发展趋势显示:13年新能源汽车销量增速将提升,同时配套措施的完善和政策效应的逐步释放将助推其发展。

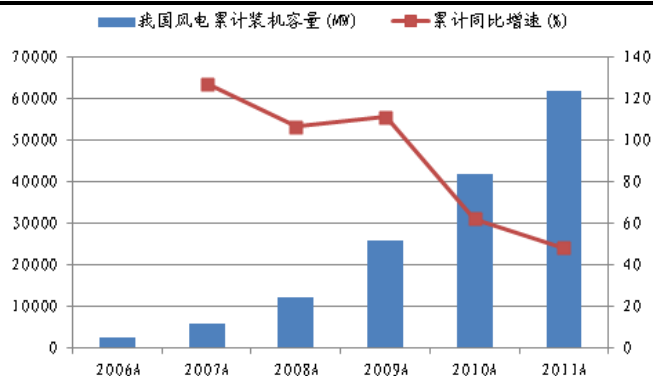
3.1.4 规模储能前景无限

规模储能系统是新能源系统和智能电网的重要组成部分,而储能电池是系统关键。目前规模储能应用主要包括两方面:一是在风电、光电等新能源领域,如张北国家风光储能示范项目采用4套磷酸铁锂电池系统,储能容量63MWh;其次是智能电网技术领域,具体应用范围贯穿发、输、变、配、用电系统,如平滑风电瞬间功率波动的锂电池储能系统容量一般为风电的20-30%,而按计划保持小时级稳定功率输出的容量达60-70%。智能电网应用正处于示范和小规模应用阶段,如云南电科院智能微网所即采用230KWh锂离子电池储能系统。

十二五规划显示:至2015年,我国太阳能发电装机容量达21GW以上,其中分布式光

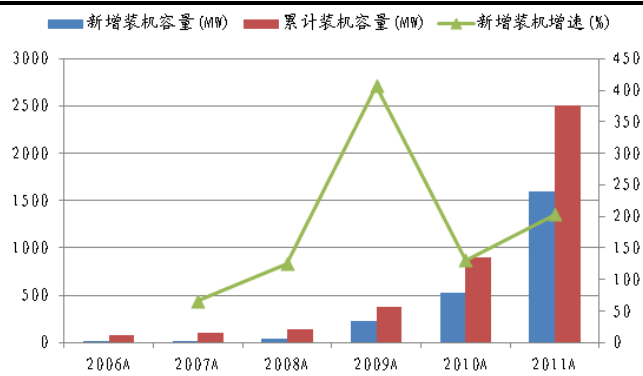
光伏发电规划装机容量为15GW；风电装机突破1亿千瓦，其中海上风电装机达500万千瓦。2011年，我国风电累计装机容量62000MW，如储能容量配比按20-30%计算，对应潜在市场为12400-18600MW。

图23：2006-11年我国风电累计装机容量及增速



资料来源：中原证券

图24：2006-11年我国光伏发电装机容量及增速



资料来源：Wind，中原证券

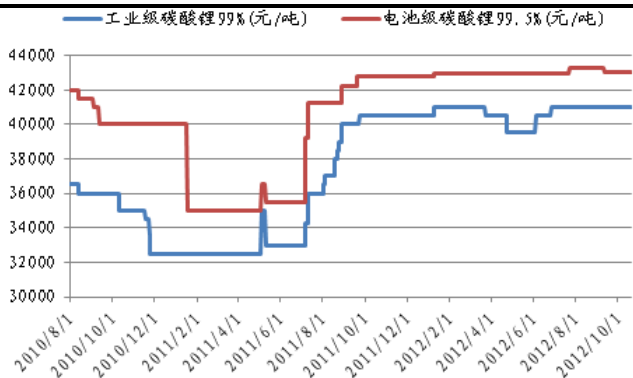
另外，日本工研院提出能源独立的住家系统：即将储能技术与太阳能电池等相结合，实现自定能源消耗与节能标准，并提出一个家庭需要配备18KWh的储能容量即可满足需求，且日本政府宣布每户家庭购买锂电池储能系统时可补助1/3，最高金额为100万日元。

3.2 行业盈利企稳中好转

2010年以来，锂电池行业整体盈利逐步下滑，而12年逐步企稳好转。板块中锂电材料是行业发展的基石，我们从锂电材料产业盈利水平来分析行业景气度。

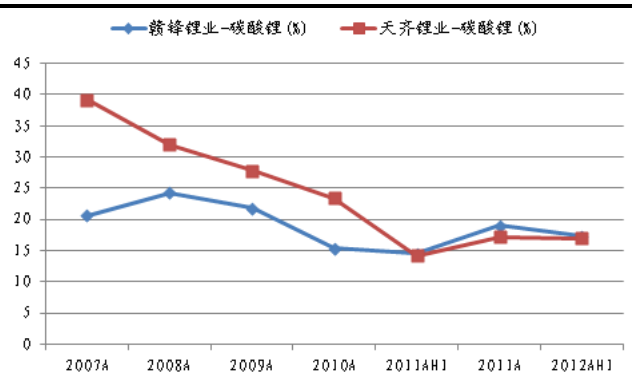
正极上游原料盈利水平趋稳。碳酸锂为锂电正极材料关键原料，其价格水平可反映出下游需求状况。12年以来，电池级碳酸锂价格稳中提升，总体位于近三年较高水平，最高价格为43250元/吨，进一步验证下游需求稳步增长。而碳酸锂企业毛利率已止跌企稳，2012年上半年毛利率约17%。

图25：2010-12年碳酸锂价格曲线



资料来源：百川资讯，中原证券

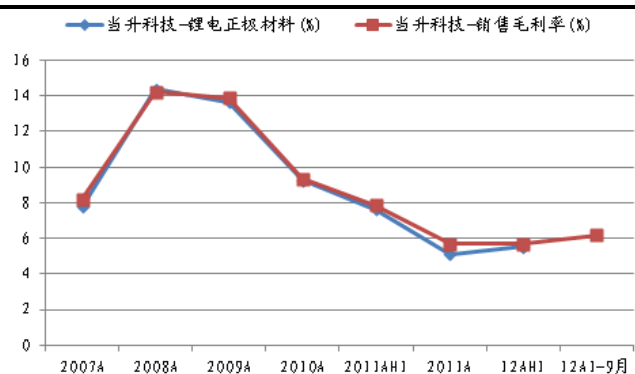
图26：2007-12年碳酸锂毛利率对比



资料来源：Wind，中原证券

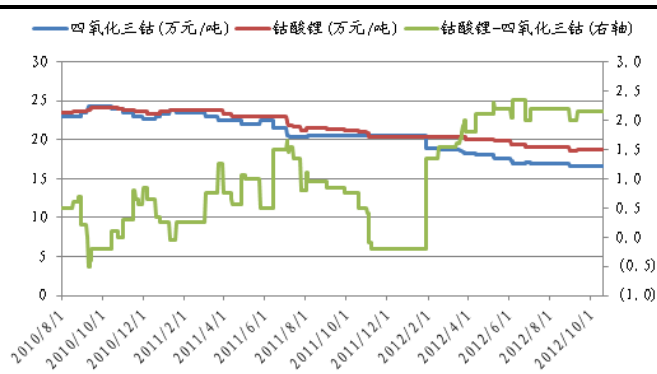
正极盈利能力持续好转。正极材料毛利率自11年底触底以来逐步回升，如当升科技12年1-9月销售毛利率6.19%，而第三季度毛利率为7.09%，环比第二季度提升0.30个百分点。毛利率改善主要是行业洗牌，同时上游原材料价格下降，如主要正极材料钴酸锂与上游原料四氧化三钴价差显示：12年1季度以来，二者价差由负转正。随着行业调整的深入和三元等高附加值正极材料占比的提升，预计13年正极细分行业盈利水平将持续改善。

图 27: 2007-12 年当升科技毛利率



资料来源: Wind, 中原证券

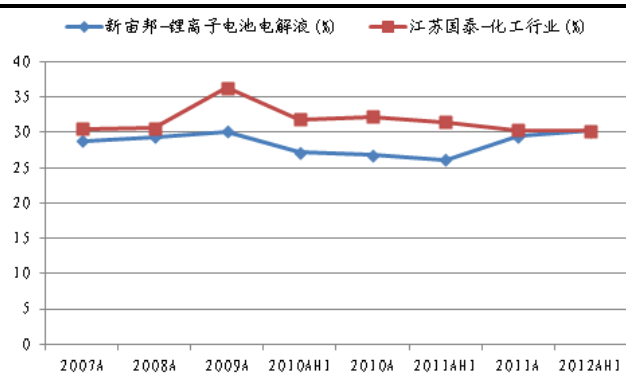
图28: 2011-12年钴酸锂及主要原料价格



资料来源: Wind, 中原证券

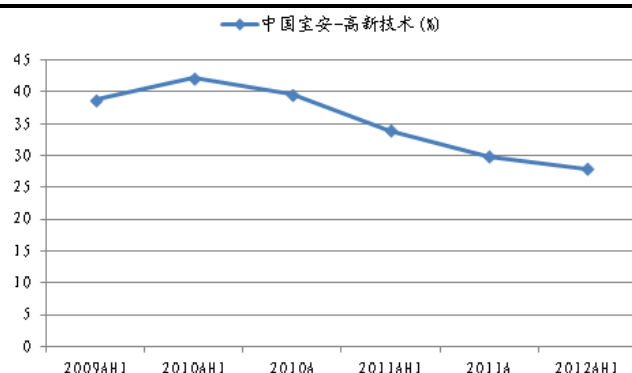
电解液盈利能力维稳而负极下滑。电解液领域中低端竞争激烈，而中高端具有规模与技术优势企业的盈利能力仍维持在较高水平，其毛利率约30%，预计13年将维稳。负极材料受行业竞争加剧所致，12年以来产品价格有所下滑，从而致负极细分行业毛利率下降，12年上半年，中国宝安高新技术毛利率为27.92%，环比11年底的29.86%回落近两个百分点，预计来年仍有小幅下降空间。

图 29: 2007-12 年电解液毛利率对比



资料来源: Wind, 中原证券

图30: 2007-12年中国宝安高新技术毛利率



资料来源: Wind, 中原证券

3.3 小结: 需求增长稳中加速 盈利企稳中好转

受益智能手机、平板电脑为代表的智能终端需求增长，传统储能用锂电池增长稳定；而以光伏发电、风电为代表的新能源和智能电网为大规模储能提供了广阔市场空间。国内外新能源汽车龙头发展趋势表明13年新能源汽车销量增速将显著提升，且我国发展路

线确定协同模式创新等都将促进新能源汽车发展。

近年锂电板块盈利能力持续下滑，12年呈现企稳迹象，其中锂电材料细分领域中正极上游原料与正极材料盈利企稳好转，电解液维持高位，而负极略有下滑。我们预计，13年行业需求增长稳中加速，而行业景气度将进一步企稳好转。

4. 投资主线：寻求低估值与细分领域优质企业

4.1 二次电池：同步大市投资评级

自2010年9月以来，铅酸二次电池板块估值总体与创业板较为接近，且走势与创业板基本吻合；而12年9月以来，板块估值进一步回落，目前基本与中小企板较为相当。至2012年11月21日，板块市盈率为23.67倍，中小企板对应为24.27倍。铅酸电池行业政策出台利好行业长期发展，行业集中度也将逐步提升。结合行业供需状况与行业景气度，我们给予铅酸二次电池板块“同步大市”的投资评级。

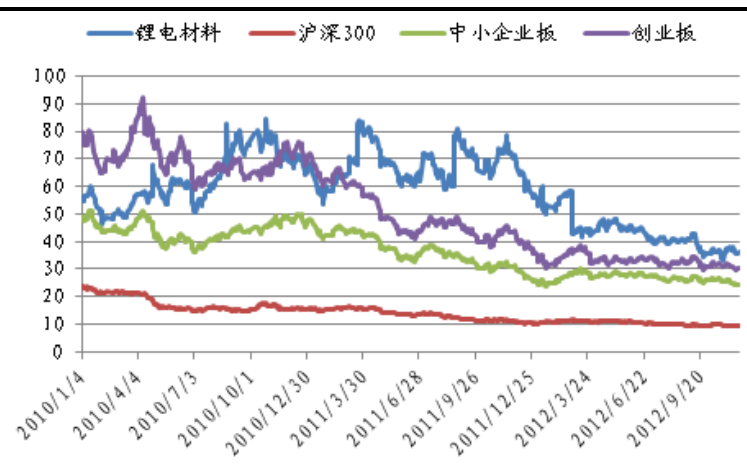
图31：铅酸二次电池板块PE (TTM)对比



资料来源：Wind，中原证券

2011年以来，锂离子电池板块估值高于中小企板和创业板，估值水平显著偏高，且估值逐步回落。2012年以来，板块整体估值进一步回落，但仍显著高于创业板水平。至2012年11月16日，该板块市盈率为36.23倍，创业板对应为30.32倍。锂电池在便携储能领域增速稳定，而大规模储能市场前景无限，新能源汽车用动力电池市场将逐步加速，且板块盈利水平在企稳中逐步好转。结合下游市场需求与行业景气度，我们给予锂离子电池板块“同步大市”投资评级。

图32：锂离子电池板块PE (TTM) 对比



资料来源：Wind，中原证券

4.2 投资主线

4.2.1 铅酸电池：关注低估值细分领域优质企业

受行业政策执行力度影响，铅酸电池部分细分领域落后淘汰产能仍存在。而随我国环保意识增强与经济结构调整的深入进行，淘汰铅酸电池落后产能为大势所趋，行业集中度也将逐步提升，同时再生铅行业占比提升且盈利能力将增强。我们的投资策略为：1) 选择紧抓行业整顿期间，产能较整改前大幅提升的公司；2) 在细分领域具备行业地位，兼具技术与管理优势的企业，特别关注低估值标的。建议重点关注骆驼股份和南都电源。

4.2.2 锂电池：关注估值回调及盈利维稳企业

受新能源汽车进展低于预期和业绩下滑影响，锂电池板块估值回落，而行业盈利水平有止跌企稳迹象，特别是细分行业仍维持较高水平。下游需求中传统储能电池增长动力在于智能终端，大规模储能在新能源与智能电网中前景巨大，而长期低于进展预期的新能源汽车增速将显著提升。我们的投资主线为：1) 细分行业盈利能力企稳回升或长期维持高位的企业；2) 估值大幅回调，且受益下游需求增长；3) 政策与事件促进下的投资机会。建议重点关注：新宙邦、江苏国泰、杉杉股份。

4.3 重点公司

根据投资策略，我们重点推荐骆驼股份(601311)、南都电源(300068)、新宙邦(300037)、江苏国泰(002091)和杉杉股份(600884)。

表 3：二次电池重点公司估值

公司简称	总股本/亿股	流通股/亿股	股价 (元, 11.21)	EPS (元)			每股净资产 (2012A 1-9 月)	PE (倍)			PB (2012A 1-9 月)	投资评级
				2011	2012E	2013E		2011	2012E	2013E		
骆驼股份	8.41	2.99	8.21	0.83	0.59	0.66	3.49	9.89	13.89	12.47	2.35	买入
南都电源	2.98	1.41	11.84	0.24	0.44	0.59	8.95	49.33	26.88	19.98	1.32	增持
圣阳股份	1.09	0.39	12.67	0.71	0.51	0.69	7.18	17.85	24.88	18.38	1.76	增持
猛狮科技	0.53	0.13	33.29	1.05	0.93	1.27	9.89	31.70	35.88	26.14	3.37	增持
风帆股份	4.61	4.61	7.20	0.15	0.20	0.28	2.69	48.00	35.23	25.79	2.67	增持
江苏国泰	3.60	3.47	8.09	0.55	0.54	0.64	3.28	14.71	14.85	12.55	2.47	增持
杉杉股份	4.11	4.11	8.93	0.37	0.35	0.43	7.21	23.94	25.38	20.78	1.24	增持
欣旺达	2.44	0.75	11.50	0.48	0.39	0.57	4.87	23.96	29.29	20.06	2.36	增持
新宙邦	1.71	0.43	15.76	1.16	0.80	1.03	6.62	13.59	19.72	15.25	2.38	增持
德赛电池	1.37	1.37	31.34	0.87	1.01	1.25	2.24	35.94	30.96	25.05	14.00	增持
天齐锂业	1.47	0.39	27.28	0.27	0.37	0.47	6.85	101.04	74.70	58.03	3.98	增持
赣锋锂业	1.53	0.79	19.50	0.36	0.47	0.58	5.13	54.17	41.48	33.51	3.80	增持
佛塑科技	9.19	7.72	4.07	0.82	0.10	0.20	2.00	4.96	40.34	19.95	2.03	增持
亿纬锂能	1.98	0.83	10.41	0.43	0.53	0.68	3.49	24.21	19.58	15.27	2.98	增持
多氟多	2.23	1.59	14.29	0.36	0.37	0.54	6.60	39.69	38.33	26.48	2.17	增持
九九久	2.32	1.23	10.02	0.27	0.36	0.48	3.52	37.11	27.65	20.91	2.85	增持

资料来源：Wind，中原证券

5. 风险提示

- 1) 国内外宏观经济下滑超预期;
- 2) 铅酸电池行业政策执行不力;
- 3) 新能源汽车进展与政府扶持力度低于预期;
- 4) 行业竞争加剧。

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。

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。