

2015年01月07日

南都电源 (300068.SZ)

通信后备锂电喜迎 4G 时代到来

■**4G 时代到来，通信后备锂电池将迎高速增长：**近两年公司在通信后备锂电池业务上实现了跨越式的增长，成为公司业绩增长的又一大亮点。2014 年受到“铁塔公司”筹备影响，国内 4G 网络的建设投资进度低于预期，因此 2014 年全年市场增速有所放缓，低于我们此前预期。但随着铁塔公司成立完毕，我们预计 2015 年运营商将加大对 4G 网络的建设运营，目前锂电池在通信后备电源领域的市场占有率还很小，未来凭借其在性能、安全性等方面的优越性，我们判断其市场规模将逐步放大。随着销量的增加，公司在产能上还有进一步提升的空间，未来通信后备锂电池将成为公司业绩的又一大亮点。

■**动力电池业务平稳增长：**动力电池产品收入占据公司主营收入的将近一半。自 2012 年起公司基础动力产品——电动自行车电池市场竞争激烈，在行业两大龙头大打价格战的过程中，行业毛利率一路下滑。公司在激烈竞争中依然保持着较高水平的收入增速，市场占有率稳步提升。在新产品上，公司在低速电动车用动力电池领域取得了快速的发展，虽然在绝对值上与行业龙头还存在较大差距，但由于行业整体供应能力有限，其发展空间十分广阔。

■**投资建议：**我们预计公司 2014 年-2016 年的每股收益分别为 0.32、0.44、0.52 元，净利润增速分别为 14%、31%、37%，4G 时代来临，国内运营商将加速 4G 网络的建设运营，公司锂电池需求将进入加速增长期。我们维持增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 12.6 元，相当于 2015 年 38 倍的动态市盈率。

■**风险提示：**铅酸电池整治力度加大、4G 网络建设低于预期。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,104.4	3,507.5	3,676.7	4,744.4	6,019.1
净利润	126.1	130.1	148.5	195.0	265.9
每股收益(元)	0.21	0.22	0.25	0.33	0.44
每股净资产(元)	4.49	4.67	4.89	5.12	5.43
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	49.3	47.8	41.5	31.6	23.2
市净率(倍)	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9
净利润率	4.1%	3.7%	4.0%	4.1%	4.4%
净资产收益率	5.5%	5.0%	5.7%	7.2%	9.2%
股息收益率	0.5%	1.0%	0.7%	0.9%	1.3%
ROIC	8.6%	6.8%	7.3%	8.7%	10.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

二次设备

投资评级

增持-A

维持评级

6 个月目标价 **12.60 元**

股价 (2015-01-06) **10.29 元**

交易数据

总市值 (百万元)	6,219.79
流通市值 (百万元)	4,216.04
总股本 (百万股)	604.45
流通股本 (百万股)	409.72
12 个月价格区间	7.75/11.92 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-21.15	-48.65	-30.39
绝对收益	-4.63	-0.10	32.26

刘军

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020010

liujun@essence.com.cn

021-68766167

报告联系人

罗雅婷

021-68765295

luoyt@essence.com.cn

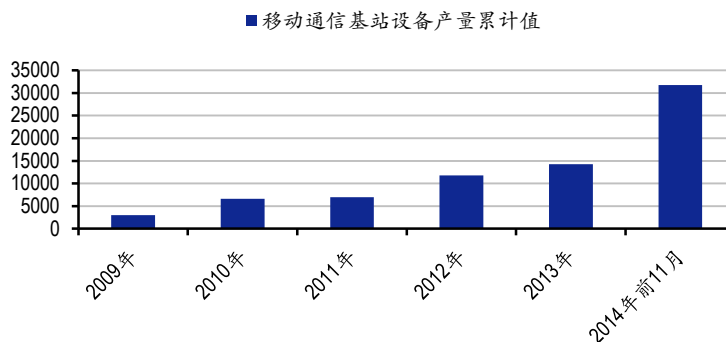
相关报告

新产品销售异军突起	2014-10-28
受益于 4G 投资的后备电源需求	2014-03-18
储能电池业务异军突起	2013-10-25

1. 4G 时代到来，通信后备锂电池将迎高速增长

2013 年公司锂电业务实现了跨越式的增长，全年实现销售收入 20,960.79 万元人民币，同比大幅增长 379.37%，实现毛利额为 6,818.60 万元，同比大幅增长 1715.98%，毛利率高达 32.53%。2014 年由于受到国内运营商筹备中国通信设备服务股份有限公司(“铁塔公司”)影响，国内 4G 网络的建设投资进度低于预期，因此 2014 年上半年国内市场增速有所下降，实现同比增长 79.6%，低于我们此前预期。但随着铁塔公司的正式成立，2015 年国内运营商将加速 4G 网络的建设运营。作为通信基站必备产品，我们预计 2015 年国内后备锂电池需求将迎来持续性的增长。

图 1：移动通信基站设备产量累计值（单位：万信道）



数据来源：Wind 资讯、安信证券研究中心

国内通信基站领域总体规模比较大，锂电池在该领域的应用尚处于起步阶段，占据大约 10% 的市场份额，但增速喜人。2013 年国内通信领域用锂电池市场规模为 16 亿元，同比增加 220%。2013 年三大运营商新建基站约为 40 万个，而在 2014-2017 年期间将掀起 4G 基站建设的高潮，根据高工锂电预计，这三大公司合计建设基站数量可以达到 220 万个，平均每年 55 万个。未来在通信后备电池领域锂电池将逐步替代铅酸电池，到 2017 年基站电源采用锂电池的比例有望提升至 30% 以上。预计到 2016 年中国基站锂电池市场规模将达到 40 亿元。

表 1: 三大运营商公司基站建设规划

公司	基站建设规划
中国移动	中国移动规划 2014 年整体投资规模超过 2400 亿元，2014 年 10 月底，提前启动 TD-LTE 网络第三期建站计划，计划 2014 年底建成 70 万个基站，以此实现全国城市及县城城区、重点乡镇的连续覆盖。2015 年计划建设 30 万个基站，使得 4G 基站超过 100 万个。
中国联通	2014 年底进行 4G 建网设备招标，计划招标 5 万个基站，覆盖多达 143 个地级市。一方面大力建设 3G 基站，希望覆盖超过移动的 2G，同时 4G 基站建设方面做到县城区及镇以上连续覆盖。2015 年联通计划新建 30 万个 900/2100MHZ 频段、15 万个 1800MHZ 频段基站，前者是 3G 基站，后者是 4G 基站。
中国电信	2014 年 11 月中旬，中国电信启动 LTE 混合组网实验二期工程，预计在 2014 年底，将开通 14 万个 4G 基站，建设 8 万套分布系统。在 2015 年，中国电信希望重点做 100 多个城市的覆盖，其余城市做薄覆盖。

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

较铅酸电池，锂电池有着多重优势：

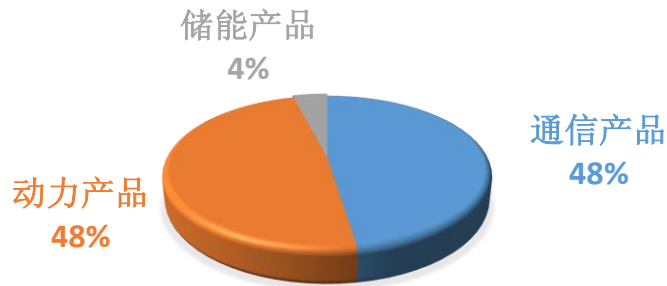
- 1) 环保层面：锂电池不仅所使用材料不含有污染性金属，在其生产、使用以及回收过程中也不会产生污染物。反观铅酸电池在生产和回收两个环节都会产生污染；
- 2) 性能：锂电池在循环寿命、能量密度、高温特性、充放电倍率性能均优于铅酸电池；
- 3) 被盗风险：锂电池被盗后，回收价值不大，因此被盗风险较低，而铅酸电池被盗后可以应用于其他场合，且含铅量高，回收方便，容易被盗。

公司超募资金投资项目——新型动力及储能电池生产线建设项目设计锂电池产能 1200MWh，一期规划锂电池产能为 600MWh，2014 年新增 300MWh 的产能已经逐步释放，未来需求上来之后公司可以进一步扩产。公司现在已经成功进入联通和电信的集采名单并签署框架协议，在移动的集采招标中也获得了理想份额，为今后两年销量奠定了良好的基础。经过多年来的研发，公司现形成了行业内最完整的通信用后备锂电池产品体系。我们认为随着通信锂电池市场的逐渐打开，公司通信后备锂电池的销量将随之迎来高速增长，未来将成为公司业绩增长的又一主要贡献力量。

2. 动力电池业务平稳增长

动力电池和通信电池一起构成了公司的主要收入来源。自 2012 年起，电动自行车动力电池市场竞争十分激烈，目前行业集中度已经提升至较高水平。产品价格激烈的价格战中一路下滑，行业整体毛利率大幅下降。公司在行业激烈竞争中依然积极进行新产品拓展、产能优化等工作，因此得以继续维持较高的增长速度。

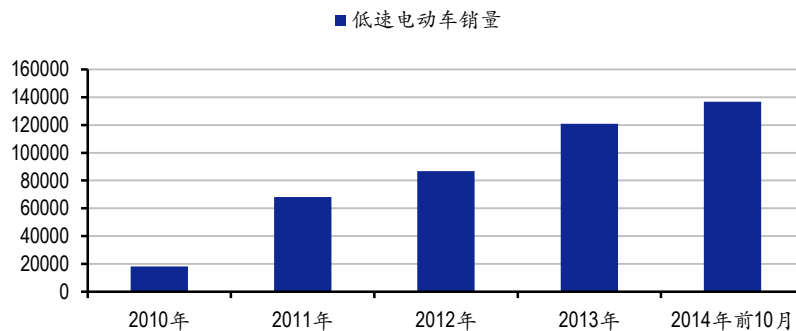
图 2：公司主营收入构成



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

在动力电池基础业务取得稳步发展，市场占有率逐渐提高的基础上，公司也在积极拓展低速电动车用动力电池业务。近几年，低速电动车市场发展迅猛。以山东省为例，根据山东省汽车行业协会对 22 家联盟内企业的不完全统计，到 2014 年 10 月份，山东省低速电动车产销已经达到 13.67 万辆。一级整车市场的快速发展以及二级替换市场的崭露头角已经形成了对低速电动车用动力电池的大量需求。

图 3：山东低速电动车销量（单位：辆）



数据来源：山东省汽车行业协会、安信证券研究中心

2013 年公司在低速电动车用动力电池领域已经实现销售 3268.84 万元，同比增加 222.48%，虽然在绝对值上与行业龙头还存在较大差距，但由于行业整体供应能力有限，其发展空间不可小视。随着公司与各大低速电动车企业合作的进一步展开，未来低速电动车用电池的市场空间值得期待。

3. 投资建议

我们预计公司 2014 年-2016 年的每股收益分别为 0.32、0.44、0.52 元，净利润增速分别为 14%、31%、37%，4G 时代来临，国内运营商将加速 4G 网络的建设和运营，公司锂电池需求将进入加速增长期。我们维持增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 12.6 元，相当于 2015 年 38 倍的动态市盈率。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年01月07日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,104.4	3,507.5	3,676.7	4,744.4	6,019.1	成长性					
减:营业成本	2,627.9	2,979.1	3,111.2	3,993.2	5,035.4	营业收入增长率	84.3%	13.0%	4.8%	29.0%	26.9%
营业税费	7.7	9.3	9.8	12.6	16.0	营业利润增长率	80.8%	-12.9%	30.9%	33.0%	38.0%
销售费用	134.1	149.5	156.6	213.5	301.0	净利润增长率	76.8%	3.2%	14.1%	31.4%	36.3%
管理费用	120.3	149.7	139.7	180.3	186.6	EBITDA 增长率	104.2%	8.7%	19.1%	31.9%	40.0%
财务费用	4.9	28.6	29.5	38.2	56.2	EBIT 增长率	113.2%	-1.2%	27.0%	32.6%	39.0%
资产减值损失	7.9	16.1	-	-	-	NOPLAT 增长率	124.3%	-4.4%	31.6%	32.6%	39.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	21.9%	21.7%	11.7%	19.8%	21.2%
投资和汇兑收益	2.0	2.1	2.2	2.1	2.2	净资产增长率	8.6%	4.6%	4.6%	5.8%	7.5%
营业利润	203.6	177.4	232.1	308.7	426.1	利润率					
加:营业外净收支	-0.2	23.6	-	-	-	毛利率	15.4%	15.1%	15.4%	15.8%	16.3%
利润总额	203.5	200.9	232.1	308.7	426.1	营业利润率	6.6%	5.1%	6.3%	6.5%	7.1%
减:所得税	45.1	49.6	51.1	67.9	93.7	净利润率	4.1%	3.7%	4.0%	4.1%	4.4%
净利润	126.1	130.1	148.5	195.0	265.9	EBITDA/营业收入	8.8%	8.4%	9.6%	9.8%	10.8%
						EBIT/营业收入	6.7%	5.9%	7.1%	7.3%	8.0%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	70	84	101	94	93
货币资金	1,009.9	762.7	934.5	379.6	481.5	流动营业资本周转天数	114	119	134	121	125
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	280	265	274	223	203
应收帐款	890.9	1,030.2	1,336.0	1,424.9	2,132.7	应收帐款周转天数	100	99	116	105	106
应收票据	62.3	51.5	48.9	84.0	92.1	存货周转天数	51	61	60	57	59
预付帐款	40.5	40.2	126.9	36.3	168.0	总资产周转天数	414	418	439	368	330
存货	512.7	685.3	544.1	966.8	1,006.4	投资资本周转天数	242	261	289	260	247
其他流动资产	40.5	45.0	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	5.5%	5.0%	5.7%	7.2%	9.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.1%	3.6%	3.8%	4.8%	5.5%
长期股权投资	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9	ROIC	8.6%	6.8%	7.3%	8.7%	10.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	713.9	925.9	1,128.8	1,339.2	1,779.5	销售费用率	4.3%	4.3%	4.3%	4.5%	5.0%
在建工程	193.8	247.9	190.5	320.2	-	管理费用率	3.9%	4.3%	3.8%	3.8%	3.1%
无形资产	190.5	204.6	197.7	190.9	184.1	财务费用率	0.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	8.4%	9.3%	8.9%	9.1%	9.0%
资产总额	3,906.2	4,231.9	4,729.3	4,969.2	6,070.6	偿债能力					
短期债务	345.0	225.0	320.0	416.7	552.7	资产负债率	25.9%	28.5%	33.1%	32.6%	40.7%
应付帐款	222.5	396.1	401.5	478.5	670.2	负债权益比	35.0%	39.8%	49.4%	48.5%	68.6%
应付票据	217.2	79.6	125.5	211.9	207.8	流动比率	2.97	3.32	3.22	2.44	2.54
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	2.38	2.45	2.63	1.62	1.88
长期借款	112.7	352.7	600.0	388.8	892.5	利息保障倍数	42.84	7.20	8.87	9.08	8.58
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	1,013.2	1,205.7	1,564.6	1,622.2	2,471.0	DPS(元)	0.05	0.10	0.07	0.10	0.13
少数股东权益	176.7	201.7	234.2	280.0	346.5	分红比率	23.8%	46.1%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	299.6	599.2	599.2	599.2	599.2	股息收益率	0.5%	1.0%	0.7%	0.9%	1.3%
留存收益	2,418.7	2,227.4	2,331.3	2,467.8	2,653.9						
股东权益	2,893.1	3,026.2	3,164.7	3,347.0	3,599.6						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	158.4	151.3	148.5	195.0	265.9	EPS(元)	0.21	0.22	0.25	0.33	0.44
加:折旧和摊销	66.3	94.0	90.2	116.9	166.9	BVPS(元)	4.49	4.67	4.89	5.12	5.43
资产减值准备	7.9	16.1	-	-	-	PE(X)	49.3	47.8	41.5	31.6	23.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9
财务费用	8.0	21.7	29.5	38.2	56.2	P/FCF	-139.8	-25.1	37.5	-11.5	53.9
投资损失	-2.0	-2.1	-2.2	-2.1	-2.2	P/S	2.0	1.8	1.7	1.3	1.0
少数股东损益	32.3	21.2	32.6	45.7	66.5	EV/EBITDA	12.5	15.9	18.1	14.7	11.5
营运资金的变动	-24.4	-166.5	-170.0	-289.6	-677.2	CAGR(%)	15.0%	30.0%	27.9%	15.0%	30.0%
经营活动产生现金流量	215.2	78.3	128.4	104.1	-123.9	PEG	3.3	1.6	1.5	2.1	0.8
投资活动产生现金流量	-440.1	-317.0	-227.0	-447.9	-277.8	ROIC/WACC	1.1	0.9	0.9	1.1	1.3
融资活动产生现金流量	162.6	62.7	270.3	-211.2	503.7	REP	1.3	1.9	2.1	1.6	1.3

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘军声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

