

电气设备

2017年3月13日

南都电源 (300068)

——业绩符合预期，关注储能与新能源车“三电”

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年03月10日

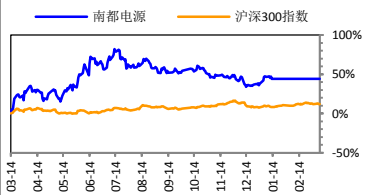
收盘价(元)	20.14
一年内最高/最低(元)	26.91/14.52
市净率	2.7
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	11730
上证指数/深证成指	3212.76 / 10451.01

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	7.49
资产负债率%	30.90
总股本/流通A股(百万)	787/582
流通B股/H股(百万)	1/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《南都电源(300068)点评：业绩快速增长，增资智行鸿远形成产业协同》 2017/02/28

《南都电源(300068)点评：储能打入IDC应用场景，轻资产加速规模提升》 2017/01/13

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
韩启明 A0230516080005
hanqm@swsresearch.com

研究支持

郑嘉伟 A0230116110002
zhengjw@swsresearch.com

联系人

郑嘉伟
(8621)23297818x7387
zhengjw@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

事件：

3月11日公司发布2016年年度报告，报告期内公司实现营业收入71.41亿元，同比增长38.58%；实现归属于母公司股东的净利润3.29亿元，同比增长62%；基本每股收益达到0.48元，业绩符合申万宏源预期。公司拟以7.87亿股为基数，向全体股东每10股派发现金红利2.00元(含税)。

投资要点：

- **业绩符合预期，铅回收业务超预期。**公司全年实现营收71.41亿元，同比增长38.58%；实现归母净利润3.29亿元，同比增长62.00%；收入增长的原因主要为：1.公司控股子公司安徽华铂再生资源科技有限公司再生铅回收业务受益于下半年铅价上涨，超额完成2.3亿元业绩承诺；2.动力电池扩产持续推进，利润贡献度增加。
- **“投资+运营”优势渐显，储能电站基金扩大盈利局面。**2016年起公司领先提出“投资+运营”商业模式，发挥公司作为储能行业龙头的技术与成本优势，积极推动商业化储能电站普及。报告期已签订中恒普瑞、中能硅业等电站项目以及中国移动数据中心储能及备电项目。此外，公司在报告期内参股150万美金投资加拿大SPS，用于开发大型锂电和户用储能系统，目前已实现首次规模化应用。我们认为公司储能行业龙头地位稳固，商业模式成熟，加之年初公司与建设银行协议成立储能电站基金，带来未来规模扩张与设备销售收入加速确认，公司未来业绩持续增厚值得期待。
- **立足产业链协同效应，可再生资源回收业务趋好。**公司2015年收购华铂科技51%的股权进军再生铅产业向上游延伸，打通产业链催生循环经济发展模式。华铂科技业绩受益于铅价上涨迅速攀升，超预期实现全年2.3亿元的业绩承诺，为公司利润贡献显著。在产业链协同作用与高位铅价的双重作用下，我们预计2017年公司可再生资源回收业务有望持续增厚。
- **动力电池坚定扩产，产业链整合布局“三电”。**2016年公司动力锂离子电池出货量大幅上涨，在新能源汽车产业爆发时期迎来放量。下半年公司自筹资金17.8亿元投资年产2300MWh动力锂电技术改造项目，随着今年新能源车调整补贴政策落地，新能源车订单将逐渐爆发并自下而上带动动力电池需求，锂离子电池产能有望持续释放，扩大业绩增长机会。此外，公司先后参股孔辉汽车与智行鸿远介入底盘设计与动力总成开发，我们认为公司对新能源汽车“三电”环节的布局已较为充分，未来有望全面介入新老客户动力总成系统供应体系。
- **下调盈利预测，维持“增持”评级。**公司各项业务布局充分，新能源车与储能尚待放量，我们下调盈利预测，预计公司17-19年实现归母净利润4.66亿元、5.64亿元和6.98亿元，对应EPS分别为0.59、0.72和0.89元/股(下调前17-18年为0.62元、0.87元)，目前股价对应PE分别为34、28、23倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格上升风险，储能电站规模扩张低于预期

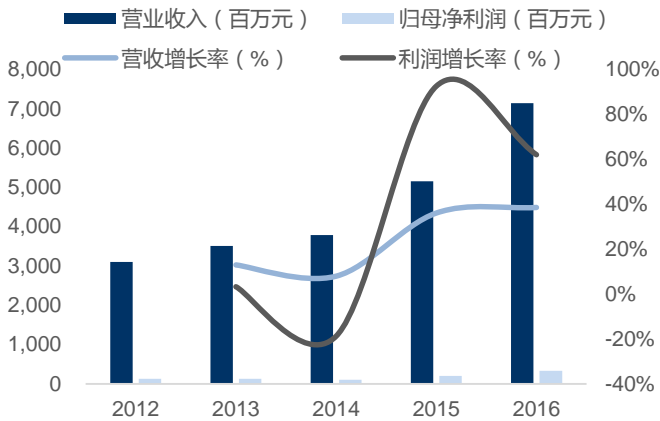
财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,153	7,141	9,446	10,979	12,708
同比增长率(%)	36.10	38.58	32.27	16.23	15.75
净利润(百万元)	203	329	466	564	698
同比增长率(%)	92.52	62.00	41.49	21.03	23.76
每股收益(元/股)	0.34	0.42	0.59	0.72	0.89
毛利率(%)	15.1	17.6	18.1	17.1	17.6
ROE(%)	6.7	5.6	7.3	8.1	9.2
市盈率	60	48	34	28	23

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

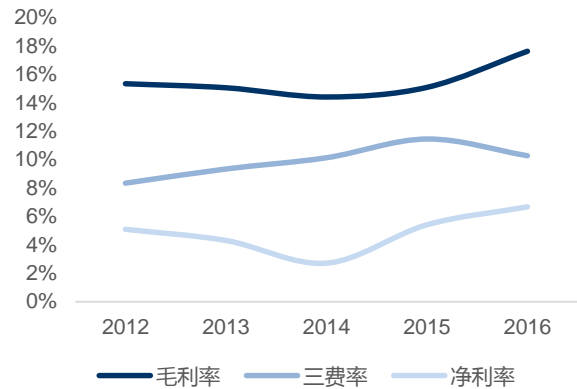
业绩符合预期, 铅回收业务超预期。公司全年实现营收 71.41 亿元, 同比增长 38.58%; 实现归母净利润 3.29 亿元, 同比增长 62.00%; 收入增长的原因主要为: 1. 公司控股子公司安徽华铂再生资源科技有限公司再生铅回收业务受益于下半年铅价上涨, 超额完成 2.3 亿元业绩承诺; 2. 动力电池扩产持续推进, 利润贡献度增加。从利润表看, 公司综合毛利率拐头向上而费用率有所下降, 带动公司整体净利率上升 1.26 个百分点。

图 1: 公司收入、利润大幅增长



资料来源: 公司年报、申万宏源研究

图 2: 公司毛利率上升, 费用率下降



资料来源: 公司年报、申万宏源研究

“投资+运营”优势渐显, 商业储能订单饱满扩大盈利局面。2016 年起公司领先提出“投资+运营”商业模式, 发挥公司作为储能行业龙头的技术与成本优势, 积极推动商业化储能电站普及。报告期已签订中恒普瑞、中能硅业等电站项目, 合同额达到 300MWh 左右。16 年底公司中标中国移动数据中心储能及备电项目, 同时实现备电服务与削峰填谷, 将储能盈利局面拓展到经济效益可观的数据中心领域, 成功开发 IDC 后备电池市场需求。此外, 公司在报告期内参股 150 万美金投资加拿大 SPS, 用于开发大型锂电和户用储能系统, 目前已实现首次规模化应用。我们认为公司储能行业龙头地位稳固, 商业模式成熟, 加之年初公司与建设银行协议成立储能电站基金, 带来未来规模扩张与设备销售收入加速确认, 公司未来业绩持续增厚值得期待。

表 1: 南都电源“投资+运营”模式项目布局

2016 年公司主要投资项目	项目情况简介
2300MWh 锂离子电池技术改造项目	项目总投资为 17.81 亿元, 其中固定资产投资 14.37 亿元。项目建设期计划为两年。项目达产后, 每年可实现销售收入 34 亿元, 利润总额约 4.2 亿元。
年产 1000 万 kVAh 新能源电池 (铅炭电池) 建设项目	已完成主体工程的土建施工及设备招标采购工作, 2016 年底完成一期项目建设并进行试生产。
基于云数据管理平台的分布式能源网络建设一期项目	进行了市场拓展、电池管理系统开发及能量管理系统设计, 签署合同的储能电站总规模已超过 200MWh。
镇江新区能源互联网合作项目	镇江南都能源互联网运营有限公司已注册成立, 首期注册资金 3000 万元。

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究整理

立足产业链协同效应，可再生能源回收业务趋好。公司 2015 年收购华铂科技 51% 的股权进军再生铅产业向上游延伸，打通产业链。目前公司在动力锂电、储能电站、备用电池各领域商业模式成熟，布局形成闭环循环，可为公司带来持续稳定的利润贡献。自 2015 年开始，公司再生铅业务盈利稳定，逐渐并表贡献利润。2016 年铅价大幅上涨，受益于此华铂科技业绩迅速攀升，超预期实现业绩承诺，为公司贡献增量利润。我们预计铅价继续大幅上涨概率不大，未来利润率逐渐回归常态。

图 3：铅价波动情况

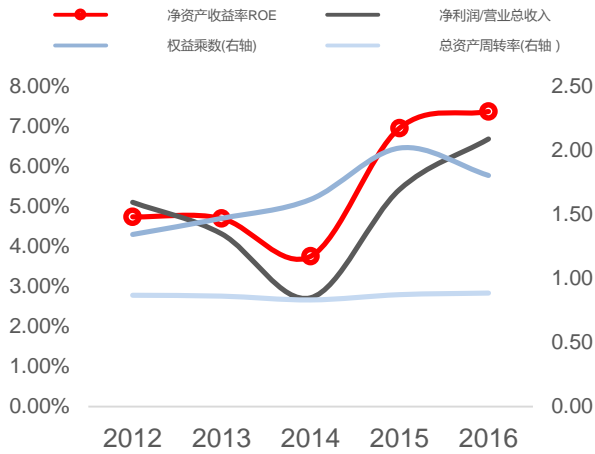


资料来源：Chioce、申万宏源研究

产业优化叠加行业景气，新能源汽车布局羽翼丰满。2016 年公司动力锂离子电池出货量大幅上涨，在新能源汽车产业爆发时期迎来放量。下半年公司自筹资金 17.8 亿元投资年产 2300MWh 动力锂电技术改造项目，继续扩张产能。随着今年新能源车补贴调整政策落地，新能源车订单将逐渐爆发带动动力电池需求，公司锂离子电池产能有望持续释放。报告期内，公司在新能源汽车产业链进行了持续的资源整合：公司以自有资金人民币 3000 万元投资参股孔辉汽车，是目前国内能够全方位进行底盘设计开发的汽车技术公司之一；随后公司以自有资金参股北京智行鸿远 35% 股权，成为第一大股东。智行鸿远主要从事新能源汽车核心零部件研发、生产及动力系统集成，核心技术团队主要来自于上汽、广汽、一汽等对包括新能源汽车的整体系统集成和控制领域具备较深的理解。时至今日，我们认为公司对新能源汽车“三电”环节的布局已较为充分，未来有望全面介入新老客户动力总成系统供应体系。

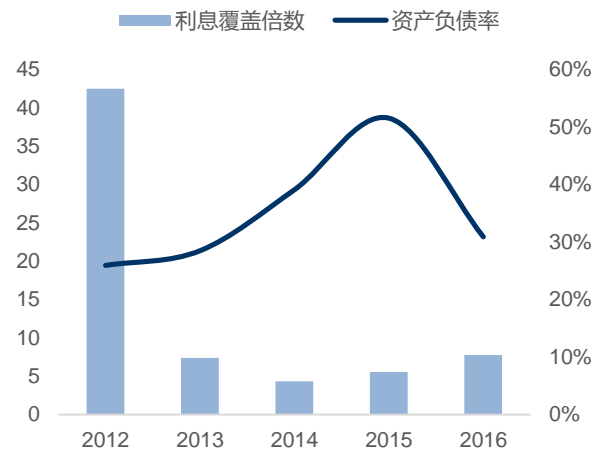
16 年完成增发，财务状况健康。公司由传统设备销售业务向投资运营模式转型，用于生产经营和项目投资资金庞大，资产负债率有所攀升，16 年公司完成增发，资产负债率明显下降。2017 年 1 月公司与中国建设银行股份有限公司浙江省分行营业部签订战略合作框架协议，设立南都电源储能电站基金，一期规模 50 亿元，用于商业化电站的投资建设和运营，储能基金的设立有助于减轻公司资产压力，未来财务状况有望保持持续健康。

图 4：公司 ROE 提升来自净利率提升



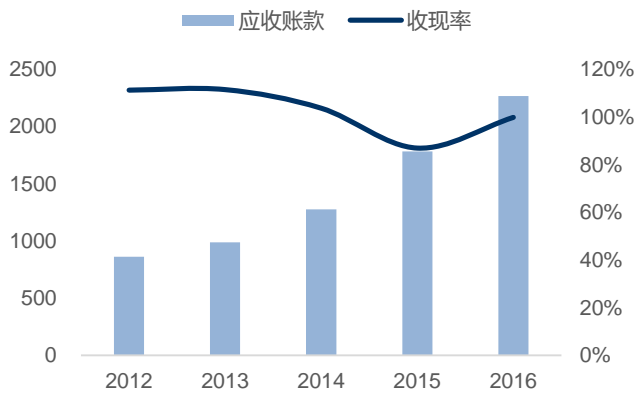
资料来源：公司年报、申万宏源研究

图 5：公司资产负债率降低



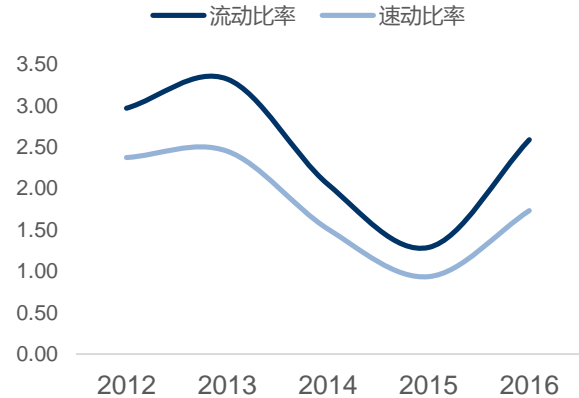
资料来源：公司年报、申万宏源研究

图 6：公司回款与收入增长节奏匹配



资料来源：公司年报、申万宏源研究

图 7：公司偿债能力提升



资料来源：公司年报、申万宏源研究

下调盈利预测，维持“增持”评级：公司各项业务布局充分，新能源车与储能尚待放量，我们下调盈利预测，预计公司 17-19 年实现归母净利润 4.66 亿元、5.64 亿元和 6.98 亿元，对应 EPS 分别为 0.59、0.72 和 0.89 元/股（下调前 17-18 年为 0.62 元、0.87 元），目前股价对应 PE 分别为 34、28、23 倍，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格上升风险，储能电站规模扩张低于预期

表 2：公司利润预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	5,153	7,141	9,446	10,979	12,708
二、营业总成本	5,039	6,850	8,957	10,362	11,933
其中：营业成本	4,375	5,882	7,734	9,101	10,477
营业税金及附加	39	208	264	307	356
销售费用	287	369	491	527	635
管理费用	231	287	378	395	432
财务费用	72	78	34	10	15
资产减值损失	35	26	56	22	17
加：公允价值变动收益	3	0	0	0	0
投资收益	(4)	(7)	(9)	(9)	(8)
三、营业利润	113	284	479	608	767
加：营业外收入	207	236	225	222	228
减：营业外支出	11	10	9	10	10
四、利润总额	308	510	695	820	985
减：所得税	29	33	44	52	63
五、净利润	279	477	651	768	922
少数股东损益	76	148	185	203	224
归属于母公司所有者的净利润	203	329	466	564	698
六、基本每股收益	0.34	0.48	0.59	0.72	0.89
全面摊薄每股收益	0.26	0.42	0.59	0.72	0.89

资料来源：Wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。