

南都电源（300068）点评报告

2017年04月11日

加码铅回收增厚利润，储能业绩将逐步兑现 买入（维持）

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：S0600516080001

zengdh@dwzq.com.cn

021-60199798

研究助理 曹越

caoyue@dwzq.com.cn

021-60199587

投资要点：

- 收购华铂科技 49%股权：**公司发布公告，拟以 19.6 亿元对价收购华铂科技 49%的股权，其中现金支付 4.9 亿元，发行股份支付 14.7 亿元，发行价 17.93 元/股。华铂科技承诺 17-19 年净利润不低于 4、5.5、7 亿元。同时公司拟募集配套资金 5 亿元。
- 加大铅回收布局形成产业闭环，低估值高承诺将显著增厚业绩：**根据 16 年 12 月工信部印发的《再生铅行业规范条件》，项目规模门槛、环保标准、装备技术、能耗标准及综合利用能力等方面都提出了更高的要求，将引导产业集中度进一步提升。华铂科技具备成熟的铅回收及处理能力，目前具备废旧铅酸电池处理能力 42.9 万吨，再生铅产能 30 万吨；在建废旧铅酸电池处理能力 60 万吨，再生铅产能约 46 万吨。公司 15 年曾收购华铂科技 51%的股权，此次收购剩余 49%的股权实现完全控股，将进一步加大布局。此外本次收购对价 19.6 亿元，而华铂科技 17-19 年的业绩承诺 4、5.5、7 亿元，测算收购估值仅对应 17-19 年的 10 倍、7 倍、6 倍，估值相对较低。按 49%股权测算，将至少显著增厚公司的业绩 1.96、2.70、3.43 亿元。
- 2016 年业绩增长 62%，符合预期：**公司发布 2016 年年报，报告期内公司实现营业收入 71.41 亿元，同比增长 38.58%；实现归属母公司净利润 3.29 亿元，同比增长 62%。对应 EPS 为 0.42 元。4 季度公司实现营业收入 22.19 亿元，同比增长 32.10%，环比增长 12.30%；实现归属母公司净利润 0.83 亿元，同比增长 32.53%，环比下降 10.22%。4 季度 EPS 为 0.11 元。
- 再生铅贡献业绩增长，动力电池略低于预期：**报告期内，1) 受益于铅价上涨，华铂科技再生铅销量 25.5 万吨，实现收入 32.98 亿元，净利润 3.789 亿元，较业绩承诺高出 64.73%，贡献公司业绩 1.93 亿元，超预期，带动公司业绩增长。2) 锂电池业务受政策调整影响，业绩略低于预期，全年实现收入 2.22 亿元，同比增长 80.68%。预计贡献净利润 0.2-0.25 亿元。公司也在新能源汽车产业链进行了持续的资源整合，参股了汽车底盘公司孔辉汽车和动力集成厂商智行鸿远。自行车电池业务收入 13.03 亿元，同比下降 12.39%，亏损 0.38 亿元。3) 后备电源稳定发展，收入 26.78 亿元，同比增长 15.30%，预计贡献净利润 1-1.5 亿元。盈利能力方面，后备电源、动力电源、铅回收等业务毛利率均有提升，整体毛利率 17.63%，同比提升 2.54 个百分点；净利率 4.61%，同比提升 0.67 个百分点，盈利能力增强。
- 期间费用率下降，存货大幅降低、预收款增加，现金流充裕：**公司 2016 年期间费用同比增长 24%至 7.34 亿元，期间费用率下降 1.17 个百分点至 10.28%。其中，销售、管理、财务费用率分别下降 0.39、0.46、0.31 个百分点至 5.17%、4.02%、1.09%。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	20.14
一年最低价/最高价	21.08/19.35
市净率（倍）	2.6890
流通 A 股市值（百万元）	11747.43

基础数据

每股净资产（元）	7.58
资本负债率（%）	38.81%
总股本（百万股）	787.1589
流通 A 股（百万股）	583.2885

相关研究

1. 成立储能电站基金，探索“轻资产”新模式（2017-1-9）

2. 全年预增 6-9 成，铅回收及动力锂电业务发展较快（2017-1-3）

3. 近翻倍增长符合预期，储能及动力业务取得新突破（2016-8-9）

同期经营活动净现金流量 0.05 亿元，同比下降 88.60%。期末应收账款 22.67 亿元，较期初增加了 4.84 亿元。存货 21.02 亿元，较期初上升了 9.02 亿元。2016 年底预收款项 0.60 亿元，同比增长 87%。

- **储能商业化发展加速，龙头地位凸显：**报告期内，公司“投资+运营”商用储能系统业务迅速发展和落地，累计完成签约容量近 1000MWh，其中在建项目容量 150MWh，待建项目容量 150MWh，投运项目容量近 30MWh，公司在该领域已实现全球领先。成立南都能源互联网运营公司，与建行成立储能电站基金，积极进行运营平台与投资架构设计。报告期内公司与无锡星洲科苑签署了 160MWh 电力储能电站项目，为目前国内规模最大的商用储能电站项目。报告期内，公司中能硅业 12MWh、湖北荆玻 9MWh、镇江天工国际一起 8MWh 等电站项目已经建成并投运，预计 2017 年将迎来大规模商用储能电站的集中运行，并为公司带来稳定的盈利。电池产能方面，武汉南都年产 1000 万 kVAh 新能源电池（铅炭电池）建设一起项目正在加速实施投产，该产能将大多用于储能领域，为公司储能业务大发展奠定了基础。
- **投资建议：**不考虑本次收购及增发，预计公司 2017-2019 年的归属母公司净利润分别为 5.61、7.62、9.29 亿元，对应 EPS 分别为 0.71 元、0.97 元和 1.18 元，增速为 70.5%、35.8%、21.9%。考虑本次收购及增发，预计公司 17-19 年的归属母公司净利润分别为 7.57、10.32、12.72 亿元，对应 EPS 为 0.85、1.16、1.42 元，增速分别为 129.97%、36.32%、23.21%。给予公司 2017 年收购及增发完成前 40 倍 PE（对应收购及交易完成后的 33.68 倍 PE），对应目标价为 28.5 元，维持买入评级。
- **风险提示：**布局存在试错风险，推进或不达预期。

图表 1: 南都电源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	6359.0	7546.1	9554.6	10849.0	营业收入	7141.4	9479.1	12111.7	14044.8
现金	1587.4	1500.0	1500.0	1500.0	营业成本	5882.4	7901.8	10089.1	11726.2
应收款项	2430.4	3116.4	4313.8	5002.2	营业税金及附加	208.3	284.4	387.6	477.5
存货	2101.6	2597.9	3316.9	3855.2	营业费用	369.1	492.9	581.4	660.1
其他	239.5	331.8	423.9	491.6	管理费用	301.8	386.6	467.7	513.0
非流动资产	2830.4	3245.3	3630.3	4008.0	财务费用	78.0	31.0	86.4	137.7
长期股权投资	37.7	75.4	113.0	150.7	投资净收益	-6.6	-6.0	-6.0	-6.0
固定资产	2042.7	2427.4	2782.2	3129.6	其他	-11.0	-17.6	-17.6	-17.6
无形资产	222.8	215.3	207.9	200.5	营业利润	284.4	358.9	476.1	506.6
其他	527.2	527.2	527.2	527.2	营业外净收支	225.5	250.0	350.0	500.0
资产总计	9189.4	10791.3	13184.9	14857.0	利润总额	509.9	608.9	826.1	1006.6
流动负债	2454.3	3684.5	5573.6	6131.1	所得税费用	32.6	39.0	52.0	63.4
短期借款	750.0	1341.3	2585.0	2659.6	少数股东损益	147.9	8.5	11.6	14.1
应付账款	1415.4	1948.4	2487.7	2891.4	归属母公司净利润	329.3	561.4	762.4	929.0
其他	288.8	394.8	500.9	580.1	EBIT	395.0	420.9	593.5	675.4
非流动负债	385.6	386.6	387.6	888.6	EBITDA	570.8	527.3	730.3	839.8
长期借款	15.0	15.0	15.0	15.0					
其他	370.6	371.6	372.6	873.6	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	2839.9	4071.1	5961.2	7019.7	每股收益(元)	0.42	0.71	0.97	1.18
少数股东权益	453.9	459.7	467.7	477.3	每股净资产(元)	7.49	7.96	8.59	9.35
归属母公司股东权益	5895.6	6260.5	6756.1	7360.0	发行在外股份(百万股)	786.7	786.9	786.9	786.9
负债和股东权益总计	9189.4	10791.3	13184.9	14857.0	ROIC(%)	5.7%	5.0%	6.1%	6.0%
					ROE(%)	5.6%	9.0%	11.3%	12.6%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	14.7%	13.6%	13.5%	13.1%
经营活动现金流	5.2	38.2	-430.1	317.7	EBIT Margin(%)	5.5%	4.4%	4.9%	4.8%
投资活动现金流	-466.0	-520.4	-546.8	-567.1	销售净利率(%)	4.6%	5.9%	6.3%	6.6%
筹资活动现金流	1083.1	394.8	976.9	249.4	资产负债率(%)	30.9%	37.7%	45.2%	47.2%
现金净增加额	641.1	-87.4	0.0	0.0	收入增长率(%)	38.6%	32.7%	27.8%	16.0%
折旧和摊销	175.8	106.5	136.8	164.4	净利润增长率(%)	62.0%	70.5%	35.8%	21.9%
资本开支	-368.2	-482.7	-509.2	-529.4	P/E	35.26	20.69	15.23	12.50
营运资本变动	-1053.8	-660.5	-1362.2	-810.4	P/B	1.97	1.85	1.72	1.58
企业自由现金流	-862.8	-642.8	-1178.5	-542.7	EV/EBITDA	25.32	29.74	24.06	22.19

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

