

2017年04月12日

# 南都电源 (300068.SZ)

## 公司快报

### 收购华铂 49%股权，再生铅龙头地位稳固

#### 投资要点

**事件：**公司公告于 4 月 12 日复牌，公司拟以非公开发行股份和支付现金相结合的方式合计对价 19.6 亿元，向自然人朱保义收购其持有华铂科技 49%的股权，并向不超过 5 名（含 5 名）符合条件的特定对象发行股份募集配套资金不超过 5 亿元。

◆ **再生铅龙头地位稳固，业绩增厚效果显著：**我国铅产量 386 万吨，其中再生铅产量 185 万吨，占比由 2002 年的 13.8%提升至 47.9%。公司目前持有华铂科技 51%的股权，华铂具备再生铅产能 30 万吨，在建再生铅产能约 46 万吨，为国内铅回收龙头企业之一，公司是其主要客户，此外还包括天能电池和超威电池等。据南都 16 年年报披露，其子公司华铂科技再生铅业务业绩亮眼，16 年实现营收 32.98 亿元，同比增长 70%，净利润 3.79 亿元，较 2.3 亿元的业绩承诺高出 64.7%；贡献归母净利润 1.93 亿元，同比增长 175%。16 年铅价上涨使再生铅业务毛利较往年提高 5.34%。华铂科技承诺 2017 年、2018 年、2019 年归母净利润分别不低于 4 亿元、5.5 亿元和 7 亿元。如收购顺利完成，按新增 49%的股权计算，将增厚公司业绩分别为 1.96、2.70、3.43 亿元。

◆ **涉足锂电+后备电源+动力总成领域，业务多点开花：**公司目前拥有锂电产能 1.7Gwh，未来产能有望达到 3.5Gwh，随新能源车行业基本面反转，公司锂电业务有望放量增长。公司通过增资扩股实现了动力系统集成领域的快速延伸，在继 3 亿元参股汽车底盘开发商孔辉汽车后，又增资 3.7 亿元控股动力系统集成商智行鸿远汽车，完善了动力总成研发平台。智行鸿远预计未来三年将累计实现扣非净利润 4.3 亿元，增强公司盈利能力。通信及后备电源主要是铅酸类电池，将随着我国铁塔 4G 网络投资规模的扩大，稳步增长。

◆ **南都储能基金成立，加速电站建设和运营：**16 年公司的储能业务正式商业化，全年商用储能电站签约量近 1000MWh，其中在建 150Mwh，待建 150Mwh，投运容量近 30Mwh。浙江南都负责推进储能业务，今年 1 月份南都电源与中国建行联合设立南都电源储能电站基金，第一期基金出资额约 50 亿元，将解决“投资+运营”模式下的电站资金需求，将加速储能业务扩张。《关于 2017 年能源工作指导意见》明确要加快推进储能电站的建设，公司将持续受益。

◆ **投资建议：**受益于新能源汽车的快速增长和储能政策，17 年公司的锂电、动力系统集成和储能业务都有望发力实现高增长，暂不考虑收购带来的业绩增量，我们预计公司 2017-2019 年 EPS 别为 0.68、0.79、0.82 元，对应 PE 分别为 29.5、25.6、24.7 倍，继续给予“买入-A”评级，6 个月目标价为 28 元。

◆ **风险提示：**再生铅价格波动风险，行业竞争加剧，新能源汽车推广不达预期

电力设备 | 二次设备 III

 投资评级 **买入-A(维持)**

6 个月目标价 28 元

股价(2017-04-11) 20.14 元

#### 交易数据

总市值 (百万元) 15,848.92

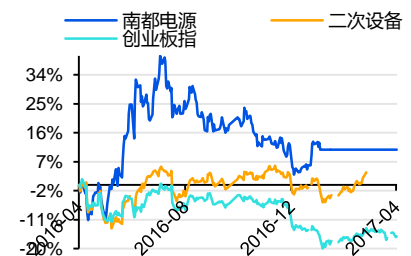
流通市值 (百万元) 11,742.97

总股本 (百万股) 786.94

流通股本 (百万股) 583.07

12 个月价格区间 15.53/26.91 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%	1.66	0.96	23.46
相对收益	0.0	-0.79	9.46
绝对收益			

#### 分析师

谭志勇  
 SAC 执业证书编号：S0910515050002  
 tanzhiyong@huajinsec.cn  
 021-20655640

#### 报告联系人

陈雁冰  
 chenyanbing@huajinsec.cn  
 021-20655676

#### 报告联系人

肖索  
 xiaosuo@huajinsec.cn  
 021-20655796

#### 相关报告

南都电源：业绩增长符合预期，17 年储能+新能源车产业链助力公司高增长 2017-03-13

南都电源：高铅价促公司业绩增长，补贴政策落地锂电放量可期 2017-01-04

南都电源：动力锂电集中出货在即，储能系统加速投运 2016-10-28

南都电源：动力锂电池供不应求，业绩同比或增 1 倍 2016-07-13

南都电源：《中国制造 2025》助力铅炭电池，

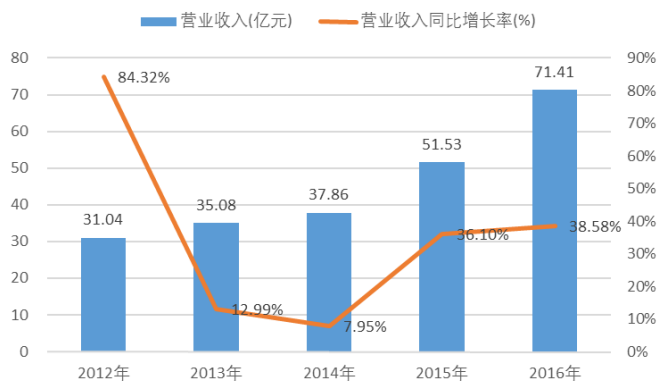
财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	5,153.1	7,141.4	9,726.6	12,284.7	15,699.9
同比增长(%)	36.1%	38.6%	36.2%	26.3%	27.8%
营业利润(百万元)	112.6	284.4	525.7	632.3	709.5
同比增长(%)	-11.9%	152.5%	84.9%	20.3%	12.2%
净利润(百万元)	203.3	329.3	537.8	619.9	642.1
同比增长(%)	92.5%	62.0%	63.3%	15.3%	3.6%
每股收益(元)	0.26	0.42	0.68	0.79	0.82
PE	78.0	48.1	29.5	25.6	24.7
PB	5.2	2.7	2.5	2.3	2.2

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

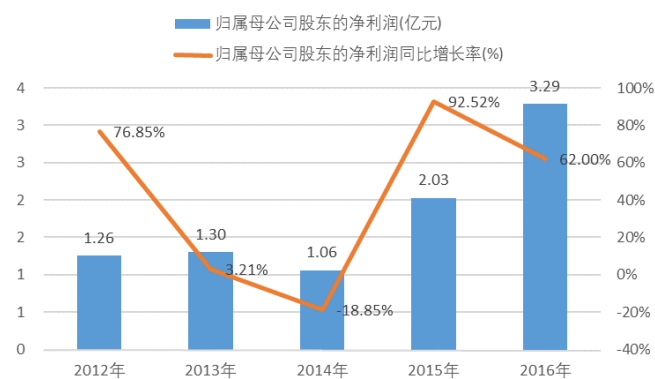
储能大风渐起！ 2016-06-22

图 1：公司历年营业收入（亿元）及总营收同比（%）



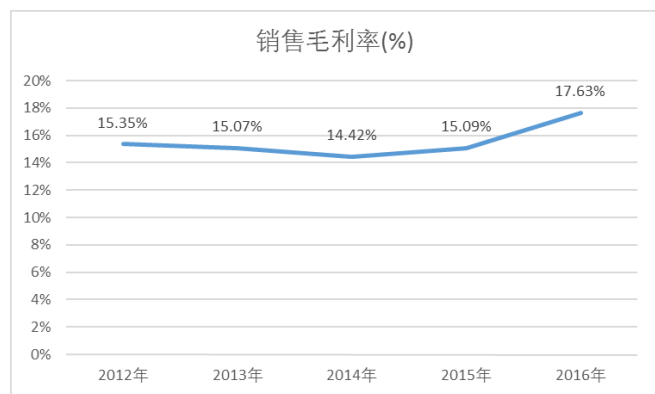
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司净利润（亿元）及同比增速（%）



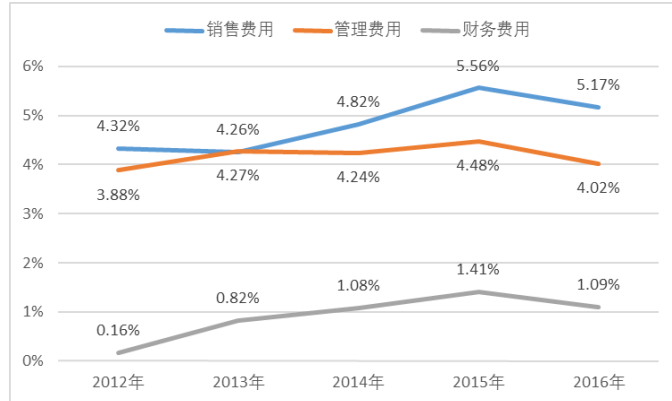
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：销售毛利率（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：三费率指标(%)



资料来源：Wind，华金证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**

<b>利润表</b>						<b>财务指标</b>					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	5,153.1	7,141.4	9,726.6	12,284.7	15,699.9	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	4,375.3	5,882.4	8,141.2	10,270.0	13,156.5	营业收入增长率	36.1%	38.6%	36.2%	26.3%	27.8%
营业税费	39.1	208.3	126.8	203.9	298.3	营业利润增长率	-11.9%	152.5%	84.9%	20.3%	12.2%
销售费用	286.7	369.1	504.2	651.7	819.3	净利润增长率	92.5%	62.0%	63.3%	15.3%	3.6%
管理费用	230.9	286.8	387.1	491.4	627.8	EBITDA 增长率	16.9%	61.7%	31.6%	13.8%	16.2%
财务费用	72.5	78.0	12.3	3.7	57.3	EBIT 增长率	9.8%	95.8%	48.5%	18.2%	20.6%
资产减值损失	34.6	26.0	24.3	24.5	24.9	NOPLAT 增长率	37.5%	102.2%	38.0%	19.6%	20.6%
加:公允价值变动收益	2.7	-	2.0	-1.4	0.2	投资资本增长率	44.2%	29.6%	10.7%	12.8%	19.6%
投资和汇兑收益	-4.2	-6.6	-7.0	-5.9	-6.5	净资产增长率	13.3%	89.0%	9.1%	9.3%	8.6%
<b>营业利润</b>	112.6	284.4	525.7	632.3	709.5	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	195.6	225.5	232.9	252.0	241.5	毛利率	15.1%	17.6%	16.3%	16.4%	16.2%
<b>利润总额</b>	308.2	509.9	758.6	884.3	951.0	营业利润率	2.2%	4.0%	5.4%	5.1%	4.5%
减:所得税	28.9	32.6	98.6	106.1	114.1	净利润率	3.9%	4.6%	5.5%	5.0%	4.1%
<b>净利润</b>	203.3	329.3	537.8	619.9	642.1	EBITDA/营业收入	6.5%	7.5%	7.3%	6.6%	6.0%
						EBIT/营业收入	3.6%	5.1%	5.5%	5.2%	4.9%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	51.5%	30.9%	26.1%	31.4%	38.4%
货币资金	971.2	1,587.4	778.1	982.8	1,256.0	负债权益比	106.3%	44.7%	35.3%	45.9%	62.2%
交易性金融资产	-	-	2.0	0.7	0.9	流动比率	1.29	2.59	2.96	2.82	2.85
应收帐款	1,840.9	2,355.3	3,524.6	3,854.7	5,527.5	速动比率	0.94	1.73	2.10	1.75	1.92
应收票据	138.7	75.1	211.5	173.1	301.6	利息保障倍数	2.55	4.65	43.73	172.46	13.39
预付帐款	48.9	110.0	149.3	156.0	232.6	<b>营运能力</b>					
存货	1,199.4	2,101.6	1,946.0	3,263.3	3,602.6	固定资产周转天数	96	79	57	41	28
其他流动资产	182.2	129.6	118.6	143.4	130.5	流动营业资本周转天数	123	129	128	127	129
可供出售金融资产	20.0	10.9	13.9	14.9	13.2	流动资产周转天数	263	271	242	224	225
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	110	106	109	108	108
长期股权投资	-	37.7	37.7	37.7	37.7	存货周转天数	71	83	75	76	79
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	412	406	344	299	280
固定资产	1,523.8	1,628.3	1,472.7	1,317.2	1,161.7	投资资本周转天数	260	254	222	196	179
在建工程	277.0	358.1	358.1	358.1	358.1	<b>费用率</b>					
无形资产	235.6	222.8	208.2	193.6	179.1	销售费用率	5.6%	5.2%	5.2%	5.3%	5.2%
其他非流动资产	494.4	572.7	554.4	552.5	546.9	管理费用率	4.5%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
<b>资产总额</b>	6,932.2	9,189.4	9,375.2	11,048.0	13,348.3	财务费用率	1.4%	1.1%	0.1%	0.0%	0.4%
短期债务	1,876.8	650.0	11.0	140.2	340.1	三费/营业收入	11.4%	10.3%	9.3%	9.3%	9.6%
应付帐款	910.6	916.3	1,179.5	1,668.7	2,038.4	<b>投资回报率</b>					
应付票据	270.3	529.6	748.5	828.2	1,130.0	ROE	6.7%	5.6%	8.5%	9.1%	8.8%
其他流动负债	338.7	358.4	334.7	403.8	371.3	ROA	4.0%	5.2%	7.0%	7.0%	6.3%
长期借款	100.0	15.0	-	225.5	989.8	ROIC	5.5%	7.7%	8.2%	8.9%	9.5%
其他非流动负债	76.0	370.6	174.5	207.0	250.7	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	3,572.5	2,839.9	2,448.2	3,473.4	5,120.3	DPS(元)	-	0.20	0.11	0.17	0.23
少数股东权益	316.6	453.9	576.1	734.3	929.2	分红比率	0.0%	47.8%	15.9%	21.2%	28.3%
股本	605.0	786.7	786.9	786.9	786.9	股息收益率	0.0%	1.0%	0.5%	0.8%	1.1%
留存收益	2,439.5	5,108.8	5,564.1	6,053.3	6,511.9						
<b>股东权益</b>	3,359.7	6,349.5	6,927.1	7,574.6	8,228.0						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	279.3	477.2	537.8	619.9	642.1	EPS(元)	0.26	0.42	0.68	0.79	0.82
加:折旧和摊销	152.8	180.8	170.1	170.1	170.1	BVPS(元)	3.87	7.49	8.07	8.69	9.28
资产减值准备	34.6	26.0	-	-	-	PE(X)	78.0	48.1	29.5	25.6	24.7
公允价值变动损失	-2.7	-	2.0	-1.4	0.2	PB(X)	5.2	2.7	2.5	2.3	2.2
财务费用	72.7	81.3	12.3	3.7	57.3	P/FCF	-435.7	-7.8	-18.4	90.7	62.2
投资损失	4.2	6.6	7.0	5.9	6.5	P/S	3.1	2.2	1.6	1.3	1.0
少数股东损益	76.0	147.9	122.1	158.3	194.8	EV/EBITDA	40.6	29.0	22.3	20.0	18.2
营运资金的变动	-558.9	-693.9	-765.1	-973.1	-1,556.8	CAGR(%)	40.7%	20.6%	85.8%	40.7%	20.6%
<b>经营活动产生现金流量</b>	41.8	5.2	86.3	-16.6	-485.9	PEG	1.9	2.3	0.3	0.6	1.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	-873.2	-466.0	-14.1	-4.2	-5.3	ROIC/WACC	0.5	0.7	0.8	0.9	0.9
<b>融资活动产生现金流量</b>	943.5	1,083.1	-881.5	225.5	764.3						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 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

谭志勇声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn