

南都电源 (300068.SZ)

联手金融机构，巩固资金实力撬动储能商业化拓展

● 公司联手金融机构，募集 20 亿元推进储能项目商业化

公司与三峡建信、梵域投资及三峡清洁能源基金共同成立三峡南都储能投资(天津)合伙企业(有限合伙)，一期募集资金 20 亿元，目前以认缴出资为 6 亿元，其中梵域投资(0.17%)、三峡建信(0.17%)作为普通合伙人各出资现金 100 万元；三峡清洁能源基金(50%)及公司(49.66%)作为有限合伙人分别出资劣后级资金 3 亿元、2.98 亿元。同时，招商银行武汉分行的优先级资金已经总行审批通过，授信总额为不超过 21 亿元。公司联手金融机构加速“投资+运营”储能商用项目拓展。

● 再生铅行业整合空间巨大，收购华铂剩余股权释放业绩弹性

随着环保执法升级、废旧铅电池回收体系建设，预计到“十三五”末行业将整合至 5-8 家企业。公司拟以交易对价 19.6 亿元购买华铂科技 49% 股权，华铂科技以 2016 年产量 27 万吨计已成为全球龙头。假设 2017-2019 年铅均价分别为 1.6、1.55、1.5 万元/吨，废旧电池回收计价系数分别为 54%、53%和 52%，退税政策不发生变化，预计华铂科技净利润为 4.9 亿、7.9 亿、11.9 亿，大概率将超额完成业绩承诺(4 亿/5.5 亿/7 亿)。

● 铅碳储能产品不断放量，提升再生铅盈利能力

公司是国内最早开展铅炭电池产业化应用尝试的企业，累计签约量达 1.5GWh，已投运超过 100MWh，在建约 300MWh。若公司 2017 年 1GWh 订单落地，预计将为带来约 8000 万净贡献。中期看储能实现了对资源的全流程掌控，产品进入回收期后将大幅提升再生铅业务的盈利能力。

● 商业模式初成，给予买入评级

不考虑股权收购，预计公司 2017-2019 年公司归母净利润约 5.6 亿元、7.9 亿元和 11.4 亿元，EPS 为 0.70、1.04 和 1.44 元/股，我们看好公司“产品+资源”发展模式，盈利增长空间广阔，给予买入评级。

● 风险提示：再生铅回收量不及预期；储能政策低于预期

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,153.13	7,141.42	10,530.38	14,136.48	17,039.12
增长率(%)	36.10%	38.58%	47.46%	34.24%	20.53%
EBITDA(百万元)	373.95	575.73	872.48	1,212.33	1,630.81
净利润(百万元)	203.30	329.34	554.43	814.77	1,132.28
增长率(%)	92.52%	62.00%	68.35%	46.95%	38.97%
EPS(元/股)	0.336	0.419	0.704	1.035	1.438
市盈率(P/E)	59.04	46.03	24.03	16.35	11.76
市净率(P/B)	3.94	2.57	2.07	1.83	1.59
EV/EBITDA	35.18	25.42	13.45	9.82	7.03

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

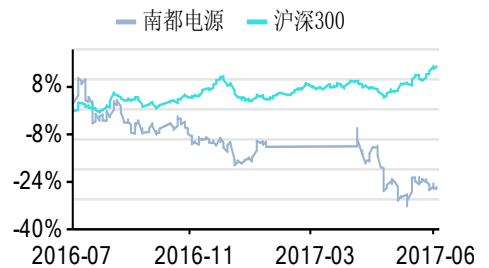
公司评级

当前价格 16.92 元

前次评级 买入

报告日期 2017-07-04

相对市场表现



分析师：陈子坤 S0260513080001

010-59136752

chenzikun@gf.com.cn

分析师：华鹏伟 S0260517030001

010-59136752

huapengwei@gf.com.cn

分析师：王理廷 S0260516040001

0755-82534784

wangliting@gf.com.cn

相关研究：

南都电源(300068.SZ)：储能电站再下一单，高管增持彰显信心 2017-05-18

南都电源(300068.SZ)：从铅电到锂电，铸就循环王者 2017-04-20

南都电源(300068.SZ)：拟收购华铂剩余股权，铅酸电池龙头持续加码铅回收 2017-04-12

联系人：纪成炜 021-6075-0617

jichengwei@gf.com.cn

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	4381	6359	7335	9606	11801
货币资金	971	1587	2240	2500	3000
应收及预付	2029	2540	3208	4500	5655
存货	1199	2102	1686	2406	2946
其他流动资产	182	130	200	200	200
非流动资产	2551	2830	2833	2918	2975
长期股权投资	0	38	38	38	38
固定资产	1524	1685	1756	1854	1923
在建工程	277	358	358	358	358
无形资产	636	636	610	598	585
其他长期资产	114	114	71	71	71
资产总计	6932	9189	10167	12524	14777
流动负债	3396	2454	2441	3431	3866
短期借款	1877	650	0	235	84
应付及预收	1339	1653	2269	3024	3610
其他流动负债	181	151	172	172	172
非流动负债	176	386	588	788	988
长期借款	100	15	15	15	15
应付债券	0	298	498	698	898
其他非流动负债	76	73	75	75	75
负债合计	3572	2840	3029	4219	4854
股本	605	787	787	787	787
资本公积	1707	4047	4046	4046	4046
留存收益	732	1062	1616	2431	3563
归属母公司股东权	3043	5896	6450	7265	8397
少数股东权益	317	454	688	1040	1526
负债和股东权益	6932	9189	10167	12524	14777

利润表

单位：百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5153	7141	10530	14136	17039
营业成本	4375	5882	8793	11710	13964
营业税金及附加	39	208	134	198	239
销售费用	287	369	527	707	852
管理费用	231	287	390	523	596
财务费用	72	78	90	100	110
资产减值损失	35	26	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	3	3	3
投资净收益	-4	-7	0	0	0
营业利润	113	284	599	901	1281
营业外收入	207	236	250	350	450
营业外支出	11	10	10	10	10
利润总额	308	510	839	1241	1721
所得税	29	33	50	74	103
净利润	279	477	789	1166	1618
少数股东损益	76	148	235	352	486
归属母公司净利润	203	329	554	815	1132
EBITDA	374	576	872	1212	1631
EPS (元)	0.34	0.42	0.70	1.03	1.44

现金流量表

单位：百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	42	5	1062	-209	318
净利润	279	477	789	1166	1618
折旧摊销	153	181	186	214	243
营运资金变动	-485	-768	273	-1255	-1110
其它	95	115	-186	-335	-432
投资活动现金流	-873	-466	20	43	143
资本支出	-561	-418	17	40	141
投资变动	-312	-35	0	0	0
其他	0	-13	3	3	3
筹资活动现金流	952	1102	-429	427	38
银行借款	1920	843	-650	235	-151
债券融资	-923	-1905	242	200	200
股权融资	0	2499	0	0	0
其他	-44	-335	-22	-8	-11
现金净增加额	121	641	652	260	500
期初现金余额	844	971	1587	2240	2500
期末现金余额	965	1612	2240	2500	3000

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	36.1	38.6	47.5	34.2	20.5
营业利润增长	-11.9	152.5	110.8	50.3	42.2
归属母公司净利润增长	92.5	62.0	68.3	47.0	39.0
获利能力(%)					
毛利率	15.1	17.6	16.5	17.2	18.0
净利率	5.4	6.7	7.5	8.3	9.5
ROE	6.7	5.6	8.6	11.2	13.5
ROIC	4.5	6.4	11.7	13.7	16.3
偿债能力					
资产负债率(%)	51.5	30.9	29.8	33.7	32.8
净负债比率	0.3	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
流动比率	1.29	2.59	3.01	2.80	3.05
速动比率	0.92	1.69	2.27	2.06	2.25
营运能力					
总资产周转率	0.87	0.89	1.09	1.25	1.25
应收账款周转率	3.37	3.53	3.84	3.65	3.48
存货周转率	4.32	3.56	5.21	4.87	4.74
每股指标(元)					
每股收益	0.34	0.42	0.70	1.03	1.44
每股经营现金流	0.07	0.01	1.35	-0.27	0.40
每股净资产	5.03	7.49	8.19	9.23	10.67
估值比率					
P/E	59.0	46.0	24.0	16.3	11.8
P/B	3.9	2.6	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	35.2	25.4	13.4	9.8	7.0

广发电力设备与新能源研究小组

陈子坤：首席分析师，10年相关产业协会和证券从业经验。2016年新财富电力设备新能源行业入围，2015年新财富环保行业第一名，2013年、2014年新财富有色金属行业第一名，2013年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。