

## 南都电源(300068)/电源设备

## 储能电站业绩渐出表, 华铂有望受益铅价上涨

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 17.99

目标价格: 24.7

分析师: 邵晶鑫

执业证书编号: S0740517010005

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

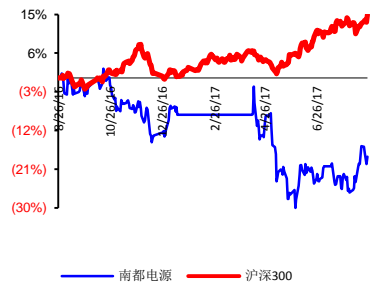
分析师: 邹玲玲

执业证书编号: S0740517040001

Email: zoull@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	872
流通股本(百万股)	591
市价(元)	17.99
市值(百万元)	15,679
流通市值(百万元)	10,629

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 华铂贡献主要业绩, 储能业务加速布局望迎业绩释放
- 2 收购华铂剩余股权, 打通电池循环回收产业链, 期待储能业绩迎来释放
- 3 铅回收业绩超预期, “储能+”应用领域打开

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,153.13	7,141.42	9,452.31	12,948.03	16,448.92
增长率 yoy%	36.10%	38.58%	32.36%	36.98%	27.04%
净利润	203.3	329.3	583.4	994.6	1,348.4
增长率 yoy%	92.52%	62.00%	77.14%	70.49%	35.57%
每股收益(元)	0.23	0.38	0.67	1.14	1.55
每股现金流量	0.07	0.01	0.08	1.57	2.44
净资产收益率	6.68%	5.59%	8.88%	12.49%	13.69%
P/E	77.1	47.6	26.9	15.8	11.6
PEG	1.4	1.1	0.3	0.3	0.3
P/B	5.2	2.7	2.4	2.0	1.6

备注:

**投资要点**

- **事件:** ①公司发布半年报, 实现营收 37.2 亿元, 同比增长 26.26%; 实现归母净利润 1.56 亿元, 同比增长 1.35%; 综合毛利率 13.35%, 同比减少了 2.57 个百分点。三项费用方面, 销售/管理/财务费用分别为 1.44/1.46/0.43 亿元, 同比变动 12.67%/28.35%/-9.29%, 相应费率同比变动-0.47/0.06/-0.46 个 pct., 总体三项费用控制良好; ②同时公司发布业绩预告, 前三季度实现净利润 2.83~3.57 亿元, 同比增长 15%-45%, 三季度单季度实现净利润 1.27~2 亿, 同比增长 37.71%~117.63%。业绩符合预期。
- **华铂受益铅价上涨, 业绩望超业绩承诺:** 公司通过收购华铂科技布局再生铅业务, 形成了“原材料—产品应用—运营服务—资源再生—原材料”绿色循环经济闭环产业链。17 年 H1 华铂科技实现收入 13.996 亿元, 给南都贡献为 8706.58 万元 (1.7 亿元)。目前华铂科技拥有年处理 36 万吨含铅废料的产能, 二期建设完成后, 整体再生铅产能超过 70 万吨。17 年铅价维持高位震荡下跌后又上涨到 19000 元。经我们测算, 若铅价上涨 1000 元, 预计华铂科技目前年 30 万吨再生铅产能, 净利润将增厚 5000 多万。公司 2017-2019 年的业绩承诺分别为: 扣除非经常性损益后的利润 4 亿元、5.5 亿元、7 亿元, 我们预计 17 年有望完成业绩承诺。
- **储能稳步推进:** 公司率先提出储能“投资+运营”商业模式, 目前铅炭储能已实现无补贴商业化运营。公司稳步推进储能项目落地并拓展其应用领域。截至目前公司已签署储能电站订单 1.9GWh, 累计投运量为 120MWh, 在建容量约 300MWh, 预计到 2017 年底完成 5 亿元的全部投资。技术上, 公司二代铅炭电池 40%DOD 的循环寿命已超过 7000, 进一步降低储能系统成本; 此外, 重点开展大规模锂电池储能研发。目前公司设立首只 20 亿规模的储能电站基金, 储能业绩已经开始出表, 上半年储能电源实现 1.33 亿元, 其中储能电站的收入为 7,938.46 万元。
- **传统通信后备电源平稳发展, 毛利率略有下滑, 动力锂电上半年承压:** 公司作为通信后备电源龙头, 上半年后备电源实现收入 128,746.37 万元, 同比增长 6.76%, 其中, 公司除了传统铅酸电池外, 公司还积极开发通信锂电市场 (销售收入 2.1 亿元, 同比高增长 300.38%)。上半年传统通信后备电源业务保持平稳增长, 但净利润同比有所下滑, 一方面通信铅酸电池价格下滑, 另一方面铅价上涨拉低传统铅酸电池毛利率。受到新能源汽车政策影响, 公司上半年动力锂电业绩承压, 下半年有望恢复。
- **投资建议:** 通信后备电源龙头, 储能创新性提出的“投资+运营”模式已实现无补贴商业化运营, 未来将稳步推进储能项目落地。收购华铂打造电池回收循环产业闭环, 带来业绩稳定增长; 考虑华铂科技 8 月并表, 预计公司 2017-2019 年净利润分别为 5.83/9.95/13.48 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.67/1.14/1.55, 给予 2017 年 28 倍估值, 维持买入评级, 12 个月目标价为 24.7 元。
- **风险提示:** 储能政策、技术进步与成本下降不及预期; 动力电池不达预期、铅价大幅波动风险

图表：公司财务预测

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,153.1	7,141.4	9,452.3	12,948.0	16,448.9	成长性					
减：营业成本	4,375.3	5,882.4	8,072.2	11,141.8	14,122.1	营业收入增长率	36.1%	38.6%	32.4%	37.0%	27.0%
营业税费	39.1	208.3	170.1	193.6	222.3	营业利润增长率	-11.9%	152.5%	50.7%	48.8%	36.5%
销售费用	286.7	369.1	365.8	427.3	493.5	净利润增长率	92.5%	62.0%	77.1%	70.5%	35.6%
管理费用	230.9	266.8	368.6	466.1	575.7	EBITDA增长率	16.9%	61.7%	26.9%	58.0%	55.6%
财务费用	72.5	78.0	46.7	83.3	171.8	EBIT增长率	9.8%	95.8%	31.1%	51.7%	44.5%
资产减值损失	34.6	26.0	30.3	28.1	29.2	NOPLAT增长率	37.5%	102.2%	38.1%	51.3%	44.3%
加：公允价值变动收益	2.7	-	-	-	-	投资资本增长率	44.2%	29.6%	18.2%	35.9%	39.1%
投资和汇兑收益	-4.2	-6.6	30.0	30.0	36.0	净资产增长率	13.3%	89.0%	13.1%	20.1%	22.5%
营业利润	112.6	284.4	428.5	637.7	870.3	利润率					
加：营业外净收支	195.6	225.5	330.8	437.4	570.8	毛利率	15.1%	17.6%	14.6%	13.9%	14.1%
利润总额	308.2	509.9	759.3	1,075.2	1,441.2	营业利润率	2.2%	4.0%	4.5%	4.9%	5.3%
减：所得税	28.9	32.6	20.9	28.2	36.5	净利率	3.9%	4.6%	6.2%	7.7%	8.2%
净利润	203.3	329.3	583.4	994.6	1,348.4	EBITDA/营业收入	6.5%	7.5%	7.2%	8.3%	10.2%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	3.6%	5.1%	5.0%	5.6%	6.3%
货币资金	971.2	1,587.4	1,890.5	2,589.6	3,289.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	96	79	64	63	84
应收账款	1,840.9	2,355.3	3,053.5	3,420.5	3,890.1	流动营业资本周转天数	123	129	134	112	90
应收票据	138.7	75.1	229.5	172.9	347.7	流动资产周转天数	263	271	276	245	227
预付账款	48.9	110.0	147.1	184.1	233.0	应收账款周转天数	110	106	103	90	80
存货	1,199.4	2,101.6	2,607.2	2,963.7	3,312.6	存货周转天数	71	83	90	77	69
其他流动资产	182.2	129.6	189.0	180.0	166.2	总资产周转天数	412	406	386	359	381
可供出售金融资产	20.0	10.9	20.0	20.0	20.0	投资资本周转天数	260	254	236	220	239
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	37.7	407.6	407.6	407.6	ROE	6.7%	5.6%	8.9%	12.5%	13.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.0%	5.2%	6.7%	7.1%	7.0%
固定资产	1,523.8	1,628.3	1,726.5	2,781.6	4,875.8	ROIC	5.5%	7.7%	8.2%	10.5%	11.2%
在建工程	277.0	358.1	250.3	1,358.5	2,672.6	费用率					
无形资产	235.6	222.8	395.1	554.4	666.3	销售费用率	5.6%	5.2%	3.9%	3.3%	3.0%
其他非流动资产	494.4	572.7	163.2	142.6	130.7	管理费用率	4.5%	4.0%	3.9%	3.6%	3.5%
资产总额	6,932.2	9,189.4	11,079.7	14,775.6	20,012.7	财务费用率	1.4%	1.1%	0.5%	0.6%	1.0%
短期债务	1,876.8	650.0	790.1	2,445.4	4,728.6	三费/营业收入	11.4%	10.3%	8.3%	7.5%	7.5%
应付账款	910.6	916.3	1,577.2	1,728.6	2,621.1	偿债能力					
应付票据	270.3	529.6	457.0	842.9	921.8	资产负债率	51.5%	30.9%	35.2%	41.6%	47.2%
其他流动负债	338.7	358.4	384.8	413.9	409.9	负债权益比	106.3%	44.7%	54.3%	71.3%	89.4%
长期借款	100.0	15.0	515.0	515.0	515.0	流动比率	1.29	2.59	2.53	1.75	1.29
其他非流动负债	76.0	370.6	173.6	206.7	250.3	速动比率	0.94	1.73	1.72	1.21	0.91
负债总额	3,572.5	2,839.9	3,897.8	6,152.5	9,446.8	利息保障倍数	2.55	4.65	10.17	8.65	6.07
少数股东权益	316.6	453.9	609.0	661.3	717.5	分红指标					
股本	605.0	786.7	871.6	871.6	871.6	DPS (元)	-	0.18	-	-	-
留存收益	2,439.5	5,108.8	5,701.4	7,090.2	8,976.8	分红比率	0.0%	47.8%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	3,359.7	6,349.5	7,181.9	8,623.1	10,565.8	股息收益率	0.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	279.3	477.2	583.4	994.6	1,348.4	EPS (元)	0.23	0.38	0.67	1.14	1.55
加：折旧和摊销	152.8	180.8	207.9	358.2	636.9	BVPS (元)	3.49	6.76	7.54	9.14	11.30
资产减值准备	34.6	26.0	-	-	-	PE (X)	77.1	47.6	26.9	15.8	11.6
公允价值变动损失	-2.7	-	-	-	-	PB (X)	5.2	2.7	2.4	2.0	1.6
财务费用	72.7	81.3	46.7	83.3	171.8	P/FCF	-431.1	-7.7	302.7	63.7	155.2
投资收益	4.2	6.6	-30.0	-30.0	-36.0	P/S	3.0	2.2	1.7	1.2	1.0
少数股东损益	76.0	147.9	155.1	52.3	56.2	EV/EBITDA	40.1	27.8	23.2	15.6	11.0
营运资金的变动	-558.9	-693.9	-892.9	-94.0	-53.5	CAGR (%)	55.3%	43.3%	92.9%	55.3%	43.3%
经营活动产生现金	41.8	5.2	70.2	1,364.5	2,123.8	PEG	1.4	1.1	0.3	0.3	0.3
投资活动产生现金	-873.2	-466.0	-321.7	-2,636.7	-4,114.0	ROIC/WACC	0.5	0.8	0.8	1.0	1.1
融资活动产生现金	943.5	1,083.1	554.5	1,971.3	2,690.4	REP	5.6	3.5	2.9	1.8	1.3

来源：wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。