

# 南都电源 (300068.SZ)

## 盈利触底，华铂受益环保趋严

### ● 第3季度预盈 1.27-2.01 亿元，高管增持彰显信心

公司 2017 年上半年营业收入 37.19 亿元，同比增长 26.26%，归母净利润 1.56 亿元，同比增长 1.35%。2016 年底以来铅价上涨带来铅酸电池成本迅速上升，从而对毛利率产生不利影响，再生铅业务受铅价影响毛利率略有提升至 5.28%，实现利润 1.71 亿元，同比大增 78.84%，成为公司核心盈利来源。公司预计第 3 季度贡献净利 1.27-2.01 亿元，同比增长 37.71-117.63%。公司全资子公司华铂科技总经理朱保义计划增持金额不低于 1000 万元，9 月 7 日以集中竞价方式增持 21.5 万股，增持金额为 398.13 万元，高管增持彰显对业绩信心。

### ● 加码布局再生铅，受益环保核查趋严及铅价上涨

随着环保核查加严、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。公司收购华铂科技 49% 剩余股权，华铂科技以 2016 年产量 27 万吨计已成为全球龙头，短期内将受益铅价上涨。假设废旧电池回收计价系数为 53%，退税政策不发生变化，预计 2017-2019 年华铂科技净利润大概率将超额完成业绩承诺（4 亿/5.5 亿/7 亿）。

### ● 储能订单仍在加速推进，“投资+运营”模式初见成效

公司仍在加速拓展“投资+运营”商用储能系统，新增签约项目 21 个，截至 2017 年上半年累计签约容量 1900MWh，目前已投运项目容量为 120MWh，在建项目容量约 300MWh，72MWh 电站已投运并实现整体销售。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

“产品+资源”循环经济模式盈利空间广阔，受益环保趋严再生铅盈利能力大幅提升。预计 2017-2019 年 EPS 为 0.63、0.85 和 1.05 元/股，按最新收盘价计算对应估值 29X、21X 和 17X，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	10,261.46	14,029.01	19,584.17
增长率(%)	36.10%	38.58%	43.69%	36.72%	39.60%
EBITDA(百万元)	373.95	575.73	663.84	898.53	1,120.16
净利润(百万元)	203.30	329.34	551.92	738.58	912.78
增长率(%)	92.52%	62.00%	67.58%	33.82%	23.59%
EPS (元/股)	0.336	0.419	0.633	0.847	1.047
市盈率 (P/E)	59.04	46.03	28.74	21.48	17.38
市净率 (P/B)	3.94	2.57	2.46	2.21	1.96
EV/EBITDA	35.18	25.42	22.85	16.69	13.11

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

#### 公司评级

买入

当前价格

18.03 元

前次评级

买入

报告日期

2017-09-08

#### 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)：联手金融机构，巩固资金实力撬

动储能商业化拓展

南都电源 (300068.SZ)：储能

电站再下一单，高管增持彰

显信心

南都电源 (300068.SZ)：从

铅电到锂电，铸就循环王者

联系人：纪成炜 021-6075-0617

jichengwei@gf.com.cn

## 目录索引

中报业绩触底，三季报预增 15-45%.....	4
加码布局再生铅，受益铅价上涨行情 .....	5
储能订单加速推进，“投资+运营”初见成效 .....	6
产品+资源模式初成，给予买入评级.....	7
风险提示 .....	8

## 图表索引

图 1: 公司营业总收入 (百万元) .....	4
图 2: 公司归母净利润 (百万元) .....	4
图 3: 公司 2017 年上半年主营收入构成 .....	4
图 4: 公司 2017 年上半年主营业务毛利率变化 .....	4
图 5: 铅价走势 (元/吨) .....	5
图 6: 2016 年度华铂科技收入构成 .....	5
图 7: 华铂科技净利润 (万元) .....	5
图 8: “投资+运营” 模式优点 .....	7
表 1: 华铂科技产能利用率和产销率 .....	6
表 2: 国内外新能源储能示范项目 .....	6

## 中报业绩触底，三季报预增 15-45%

公司公布中报，2017年上半年营业收入37.19亿元，同比增长26.26%，归母净利润1.56亿元，同比增长1.35%，扣非归母净利润8911.30万元，同比下滑22.60%。公司传统主业通信铅酸电池销售收入10.74亿元，同比下降6.82%，2016年底以来铅价上涨带来铅酸电池成本迅速上升，从而对毛利率产生不利影响，因而传统铅酸电池主业利润贡献同比下滑，再生铅业务受铅价影响毛利率略有提升至5.28%，实现利润1.71亿元，同比大增78.84%，成为公司核心盈利来源。

图1：公司营业总收入（百万元）



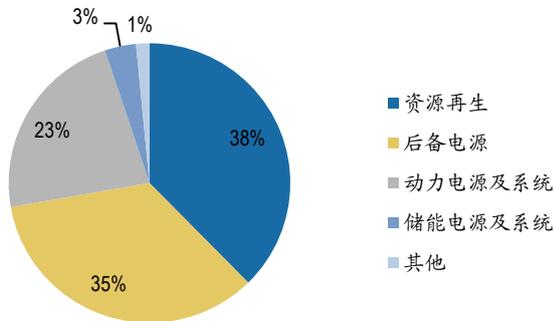
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：公司归母净利润（百万元）



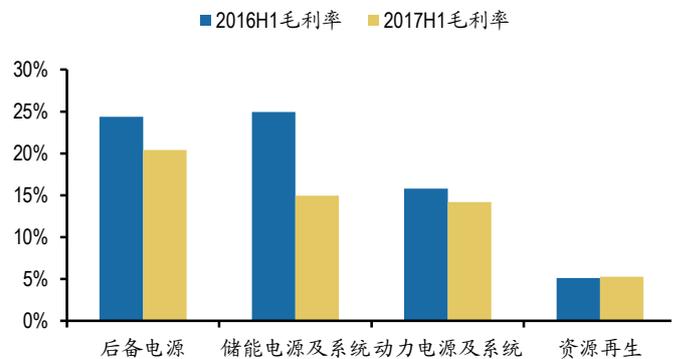
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：公司2017年上半年主营收入构成



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4：公司2017年上半年主营业务毛利率变化



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

公司前三季度预计归母净利润2.83-3.57亿元，同比增长15-45%，三季度单季度贡献净利1.27-2.01亿元，同比增长37.71-117.63%。公司8月完成对华铂科技49%剩余股权收购，加码再生铅业务布局并全面受益近期铅价上涨带来的毛利率贡献。公司全资子公司华铂科技总经理朱保义计划于8月28日起3个月内增持公司股份，增持金额不低于1000万元，公司全资子公司华铂科技总经理朱保义计划增持金额不低于1000万元，9月7日以集中竞价方式增持21.5万股，增持金额为398.13万元，高管增持彰显对业绩信心。

## 加码布局再生铅，受益铅价上涨行情

为保障公司铅酸电池原材料供应，优化公司整体资源配置，提升公司盈利能力，公司通过向朱保义以非公开发行股份和支付现金的方式购买其持有的华铂科技49%的股权，其中，将以非公开发行股份方式支付14.7亿元，以现金方式支付4.9亿元，共计总对价19.6亿元。公司已持有华铂科技100%的股权。受益2016年底以来铅价上涨行情，2017年上半年华铂科技实现销售收入14.00亿元，同比增长28.52%，毛利率同比提升0.18%至5.28%，实现利润1.71亿元，对公司利润贡献8706.58万元，同比增长78.84%。

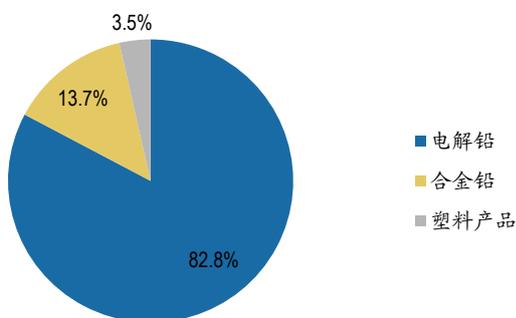
图5：铅价走势（元/吨）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

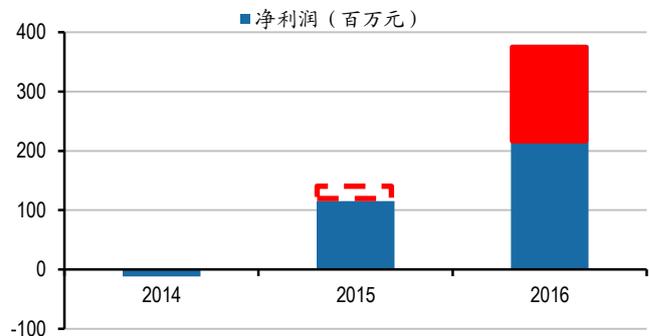
华铂科技有限责任公司成立于2014年4月，位于安徽省界首市，主要从事以废旧铅蓄电池为主的铅资源回收、后续处理及再生产业务，主要产品为不同规格的铅锭、以铅锭为原材料加工而得的合金铅以及废旧电池拆解产生的塑料。公司2015年斥资3.16亿元收购华铂科技51%的股权，并且承诺2015年度净利润不低于1.2亿元，2016年度净利润不低于2.3亿元。华铂科技2016年实现净利润3.78亿元，同比增长230%，2016年实现超额完成净利润达1.48亿元。

图6：2016年度华铂科技收入构成



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图7：华铂科技净利润（万元）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

2016年华铂科技再生铅产量达27.11万吨，成为再生铅行业的龙头企业。华铂科技相较于我国其他地区再生铅企业具备区位优势，公司所在地安徽省界首市处于人口

密集大省安徽和河南的交界处，周边电动自行车保有量较大，废旧电瓶资源量充足，供应商回收得到的废旧电瓶受制于运输成本较高，主要选择就近再生铅企业交货。产能方面，华铂科技目前具备43万吨废旧电池处理能力以及年产30万吨环保型再生铅产能，二期新增约60万吨废旧铅酸蓄电池处理能力以及46万吨再生铅产能，建设期1年，产能预计2018年释放，未来有望大幅提升华铂科技盈利能力。

表1：华铂科技产能利用率和产销率

年度	废旧电池处理能力	电池实际处理能力	处理能力利用率	再生铅产能	再生铅产量	产能利用率	再生铅销量	产销率
2015	42.90	24.52	57.16%	30.00	16.78	55.93%	16.07	95.77%
2016	42.90	35.85	83.57%	30.00	27.11	90.37%	25.50	94.06%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

原材料采购成本占再生铅成本90%以上，业内通行定价方法是废旧铅酸蓄电池采购价格=铅价\*计价系数。全球各国环保要求、回收体系建设情况不同，且含铅废料跨境转移受限，因此各国计价系数差异较大；目前国内计价系数普遍在50%-55%之间，远高于美国的30%-40%，未来随着国内环保执法升级、行业整合集中、回收体系建设完善，产业链定价权向再生铅处理企业转移，国内计价系数有望逐步降低，再生铅企业盈利能力有望进一步提升，预计2017-2019年华铂科技净利润大概率将超额完成业绩承诺（4亿/5.5亿/7亿）。

## 储能订单加速推进，“投资+运营”初见成效

公司在储能技术上的研究和应用已经超过十年，新能源储能是公司战略发展的重点。基于自主研发的如铅炭电池等核心储能电池产品，公司已拥有了提供储能系统解决方案的能力，以及基于新能源储能系统的智能型电池能量管理系统和云数据能量管理系统。2017年上半年储能业务实现收入1.33亿元，同比增长77.77%，其中整体销售储能电站收入7938.46万元。

表2：国内外新能源储能示范项目

项目名称	技术路线	运行情况	容量 (kWh)
中能硅业储能电站工程实施项目	铅炭储能电池	2015年12月28日中标	12000
FGC风光储一体化电站项目	铅炭电池、磷酸铁锂电池 储能系统	2015年12月国家级鉴定	600 (新型铅炭储能电池) 600 (磷酸铁锂电池)
国家风光储输示范工程(一期)胶体铅酸电池	管式胶体铅酸电池	2011年12月25日投运	6000
东福山岛风光柴储电站及海水淡化系统	改进型阀控铅酸蓄电池	2011年3月份进入试运行	1000
南都电源光储一体化微网混合储能项目	锂离子电池、铅炭电池混合储能	2014年1月投入运行	2000
新疆吐鲁番微电网示范工程	铅炭电池	2013年9月正式投产运行，目前项目运行良好	1000
珠海万山海岛微电网示范工程	铅炭电池	截至2015年8月，东澳岛、桂山岛微网项目已基本建成	4000

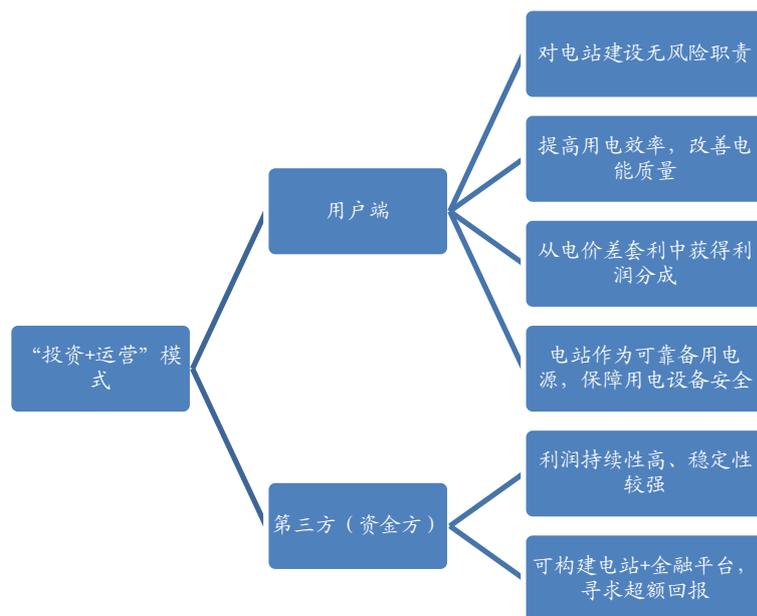
浙江鹿西岛 4MWh 新能源微网储能项目	铅炭电池	2014 年 1 月正式投产运行，目前项目运行良好	4000
联合中恒普瑞共同为辉腾电子(苏州)提供谷电峰用储能电站项目	储能电站	该项目实施期限为十年，2016 年 1 月 6 日签订协议	12000

数据来源：国家能源局、北极星电力网、广发证券发展研究中心

基于公司储能示范项目的良好运营，2016年铅炭电池储能业务正式商业化，将为企业带来更大的利润。商业化储能项目成效显著，截至2016年签约总量近1000MWh，目前在用30MWh，在建150MWh。

公司仍在加速拓展“投资+运营”商用储能系统，新增签约项目21个，截至2017年上半年累计签约容量1900MWh，目前已投运项目容量为120MWh，在建项目容量约300MWh。目前为止国内规模最大的商用储能电站项目——无锡新加坡工业园区160MWh电力储能电站项目现已全部建成，一期72MWh电站已投运并实现整体销售，对于公司构建能源互联网、发展多能互补增值服务、探索园区级电力交易模式、优化供能结构均具备重要意义。

图8: “投资+运营”模式优点



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 产品+资源模式初成，给予买入评级

公司志在打造“产品+资源”的循环经济商业模式。目前“铅酸电池+再生铅”业务已经成为短期业绩主要增长点，预计华铂科技大概率将超额完成业绩承诺（4亿/5.5亿/7亿），且未来再生铅业务盈利能力有望进一步提升。预计2017-2019年EPS为0.63、0.85和1.05元/股，按最新收盘价计算对应估值29X、21X和17X，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

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	4381	6359	6938	8902	11641
货币资金	971	1587	1246	1518	1927
应收及预付	2029	2540	3225	4020	5068
存货	1199	2102	2267	3164	4447
其他流动资产	182	130	200	200	200
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	6932	9189	9770	11820	14617
<b>流动负债</b>	3396	2454	2375	3579	5354
短期借款	1877	650	0	0	0
应付及预收	1339	1653	2203	3407	5182
其他流动负债	181	151	172	172	172
<b>非流动负债</b>	176	386	488	588	688
长期借款	100	15	15	15	15
应付债券	0	298	398	498	598
其他非流动负债	76	73	75	75	75
<b>负债合计</b>	3572	2840	2863	4167	6042
股本	605	787	872	872	872
资本公积	1707	4047	3962	3962	3962
留存收益	732	1062	1614	2352	3265
归属母公司股东权	3043	5896	6448	7186	8099
少数股东权益	317	454	459	467	476
<b>负债和股东权益</b>	6932	9189	9770	11820	14617

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	5153	7141	10261	14029	19584
营业成本	4375	5882	8839	12152	16944
营业税金及附加	39	208	257	351	588
销售费用	287	369	328	421	588
管理费用	231	287	359	421	588
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
<b>营业利润</b>	113	284	391	587	770
营业外收入	207	236	200	200	200
营业外支出	11	10	10	10	10
<b>利润总额</b>	308	510	581	777	960
所得税	29	33	23	31	38
<b>净利润</b>	279	477	557	746	922
少数股东损益	76	148	6	7	9
<b>归属母公司净利润</b>	203	329	552	739	913
EBITDA	374	576	664	899	1120
EPS (元)	0.34	0.42	0.63	0.85	1.05

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	42	5	218	280	416
净利润	279	477	557	746	922
折旧摊销	153	181	186	214	243
营运资金变动	-485	-768	-389	-488	-556
其它	95	115	-136	-192	-192
<b>投资活动现金流</b>	-873	-466	-30	-107	-107
资本支出	-561	-418	-33	-110	-110
投资变动	-312	-35	0	0	0
其他	0	-13	3	3	3
<b>筹资活动现金流</b>	952	1102	-529	99	99
银行借款	1920	843	-650	0	0
股权融资	0	2499	0	0	0
其他	-44	-335	-22	-1	-1
<b>现金净增加额</b>	121	641	-341	272	409
期初现金余额	844	971	1587	1246	1518
期末现金余额	965	1612	1246	1518	1927

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	36.1	38.6	43.7	36.7	39.6
营业利润增长	-11.9	152.5	37.4	50.3	31.2
归属母公司净利润增长	92.5	62.0	67.6	33.8	23.6
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	15.1	17.6	13.9	13.4	13.5
净利率	5.4	6.7	5.4	5.3	4.7
ROE	6.7	5.6	8.6	10.3	11.3
ROIC	4.5	6.4	7.4	9.7	11.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	51.5	30.9	29.3	35.3	41.3
净负债比率	0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
流动比率	1.29	2.59	2.92	2.49	2.17
速动比率	0.92	1.69	1.90	1.55	1.29
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.87	0.89	1.08	1.30	1.48
应收账款周转率	3.37	3.53	3.65	4.06	4.56
存货周转率	4.32	3.56	3.90	3.84	3.81
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.34	0.42	0.63	0.85	1.05
每股经营现金流	0.07	0.01	0.25	0.32	0.48
每股净资产	5.03	7.49	7.40	8.25	9.29
<b>估值比率</b>					
P/E	59.0	46.0	28.7	21.5	17.4
P/B	3.9	2.6	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	35.2	25.4	22.9	16.7	13.1

## 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。