

## 证券研究报告

## 公司研究——年报点评

## 南都电源 (300068.sz)



上次评级: 买入, 2017.11.17

## 郭荆璞 首席分析师

执业编号: S1500510120013  
联系电话: +86 10 83326789  
邮箱: guojingpu@cindasc.com

## 刘强 分析师

执业编号: S1500514070005  
联系电话: +86 10 83326707  
邮箱: liuqiang1@cindasc.com

## 马步芳 研究助理

联系电话: +86 10 83326842  
邮箱: mabufang@cindasc.com

## 相关研究

《锂电布局逐步落地》2017.11

《储能电站逐步落地, 铅回收量价齐升》2017.09

《华铂在手, 铅碳我有》2017.07

《资源再生领域业绩亮眼, 动力、储能未来空间巨大》2017.03

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 后备电源锂电是亮点, 再生铅业务符合预期

2018年05月11日

**事件 1:** 公司于2018年3月27日公告2017年年报。公司2017年营业收入86.4亿元, 同比增长20.9%, 归属母公司净利润3.81亿元, 同比增长15.7%, 每股收益0.47元, 归属母公司扣非净利润2.66亿元, 同比下降0.55%。第四季度公司实现营业收入22.83亿元, 同比增长2.9%, 归属母公司净利润为1,436万元, 同比下降82.7%。

**事件 2:** 公司于2018年4月27日公告2018年一季报。公司2018年一季度营业收入18.86亿元, 同比增长0.4%, 归属母公司净利润1.35亿元, 同比增长104.73%, 每股收益0.15元, 归属母公司扣非净利润4286.88万元, 同比下降5.8%。

## 点评:

- **后备电源锂电高速增长, 毛利率有望改善。** 2017年公司实现后备电源销售收入29.56亿元, 同比增长10.38%。其中, 通信铅酸电池实现销售收入25.12亿元, 同比增长3.26%; 通信锂电实现销售收入4.44亿元, 同比增长80.86%。2018年一季度公司通信后备电源业务实现销售收入7.36亿元, 同比增长13.85%, 其中, 通信后备用铅蓄电源业务销售收入5.18亿元, 同比下降3.12%, 通信后备用锂电产品实现销售收入2.18亿元, 同比增长94.88%。由于通信后备用锂电产品收入同比大幅增长, 且相较于铅蓄电源毛利率更高, 因此我们认为后备电源业务全年毛利率有望改善。
- **再生铅回收销售良好, 全年利润贡献巨大。** 公司通过资产重组收购华铂科技49%股权, 使之成为公司全资子公司, 全面打通了铅蓄电池产业链, 形成完整的产业闭环。2017年子公司华铂科技实现营业收入41.89亿元, 净利润5.08亿元, 完成2017年的业绩承诺, 对公司贡献业绩为4.43亿元。2018年一季度华铂实现营业收入10.32亿元, 同比增长10.95%, 由于华铂于去年成为全资子公司, 对公司业绩贡献同比增长210.89%。华铂科技现有再生铅产能为21万吨, 华铂科技废旧铅蓄电池高效绿色处理暨综合回收再利用示范项目建设现已进入收尾阶段, 主要设备已陆续安装调试, 公司预计于2018年上半年建成并投入生产。项目完成后, 华铂科技废旧铅蓄电池的总处理能力将达到120万吨, 其经营规模及盈利能力将大幅提高。
- **储能电站运营良好, 积极拓展储能商业模式。** 截至2018年一季度, 公司累计在建及投运项目容量约700MWh, 投运项目效率及收益基本达预期, 今年一季度公司已投运项目实现电费收入1,041.52万元。公司于2018年半年度业绩预告中提示2018年上半年储能电站运行电费收入预计2,100万元左右。公司积极拓展储能商业模式, 2018年一季度公司的无锡新加坡工业园160MWh电力储能电站项目首次参与江苏省电力需求侧响应服务, 仅用1秒钟时间, 便降低了园区内2万千瓦的电力需求, 其中通过储能电站累计“填入”约9万千瓦负荷。这是我国首个电化学储能系统进入电力辅助服务

市场的案例，对电力需求管理的市场激励机制、需求侧响应的峰谷负荷双向调控体系都有着里程碑式的重大意义。同时公司积极拓展全球储能市场，德国一期规模为 50WM 的一次调频服务储能系统项目正积极推进，目前 10MW 项目已进入建设期。该项目是公司进入欧美主流电力辅助服务市场的标杆性项目，为公司未来在全球储能市场的布局打下基础。

- **盈利预测及评级：**我们预计公司 18 年、19 年、20 年营业收入分别为 122.72 亿元、171.04 亿元、205.30 亿元，归母净利润分别为 6.15 亿元、7.49 亿元、9.40 亿元，EPS 分别为 0.70、0.86、1.07 元，对应 5 月 10 日收盘价（15.85 元）的市盈率分别为 23、19 和 15 倍，考虑到公司动力、储能业务的持续落地，且华铂成为公司全资子公司后带来的丰厚利润，公司业绩有望持续增长，我们维持公司评级为“买入”。
- **股价催化剂：**储能产品市场打开；动力电池产品提价；铅价维持稳定；新业务顺利拓展。
- **风险因素：**储能市场增长低于预期；动力电池毛利率维持较低水平；铅价大幅下跌。

#### 公司报告首页财务数据

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7,141.42	8,636.81	12,272.02	17,103.66	20,529.68
增长率 YoY%	38.58%	20.94%	42.09%	39.37%	20.03%
归属母公司净利润(百万元)	329.34	380.89	614.59	748.58	939.57
增长率 YoY%	62.00%	15.65%	61.36%	21.80%	25.51%
毛利率%	17.63%	14.74%	14.83%	14.24%	14.22%
净资产收益率 ROE%	7.37%	6.37%	9.77%	10.87%	12.15%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.38	0.44	0.70	0.86	1.07
市盈率 P/E(倍)	42	36	23	19	15
市净率 P/B(倍)	2.35	2.28	2.13	1.91	1.69

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测注：股价为 2018 年 05 月 10 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	6,358.98	6,682.08	8,303.27	11,549.86	13,653.50
货币资金	1,587.44	1,323.86	818.96	1,195.40	1,282.66
应收票据	75.10	122.98	174.74	243.54	292.33
应收账款	2,267.47	2,018.14	2,867.57	3,996.57	4,797.12
预付账款	109.99	182.31	258.77	363.16	436.00
存货	2,101.57	2,738.35	3,886.79	5,454.76	6,548.96
其他	217.41	296.44	296.44	296.44	296.44
<b>非流动资产</b>	2,830.38	4,212.40	4,876.87	5,518.93	6,193.00
长期投资	37.68	413.45	413.45	413.45	413.45
固定资产	1,628.26	2,175.59	2,454.05	3,313.73	3,923.72
无形资产	222.77	282.78	308.97	328.63	358.95
其他	941.67	1,340.58	1,700.40	1,463.12	1,496.88
<b>资产总计</b>	9,189.36	10,894.49	13,180.14	17,068.79	19,846.50
<b>流动负债</b>	2,454.27	3,459.61	4,242.73	5,308.79	6,054.03
短期借款	650.00	1,417.67	1,417.67	1,417.67	1,417.67
应付账款	885.83	1,098.46	1,559.14	2,188.11	2,627.03
其他	918.44	943.48	1,265.92	1,703.01	2,009.32
<b>非流动负债</b>	385.58	1,270.03	2,270.03	4,270.03	5,270.03
长期借款	15.00	300.00	1,300.00	3,300.00	4,300.00
其他	370.58	970.03	970.03	970.03	970.03
<b>负债合计</b>	2,839.85	4,729.64	6,512.77	9,578.82	11,324.06
少数股东权益	453.91	93.41	154.18	228.19	321.09
归属母公司股东权益	5,895.60	6,071.43	6,513.20	7,261.78	8,201.35
<b>负债和股东权益</b>	9189.36	10894.49	13180.14	17068.79	19846.50

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,141.42	8,636.81	12,272.02	17,103.66	20,529.68
同比	38.58%	20.94%	42.09%	39.37%	20.03%
归属母公司净利润	329.34	380.89	614.59	748.58	939.57
同比	62.00%	15.65%	61.36%	21.80%	25.51%
毛利率	17.63%	14.74%	14.83%	14.24%	14.22%
ROE	7.37%	6.37%	9.77%	10.87%	12.15%
摊薄每股收益(摊薄, 元)	0.38	0.44	0.70	0.86	1.07
P/E	42	36	23	19	15
P/B	2.35	2.28	2.13	1.91	1.69
EV/EBITDA	17.53	21.56	15.45	13.23	10.81

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	1	8,636.81	12,272.02	17,103.66	20,529.68
营业成本	5,882.35	7,363.78	10,452.07	14,668.54	17,610.98
营业税金及附加	208.28	261.96	331.34	427.59	492.71
营业费用	369.05	427.25	490.88	598.63	615.89
管理费用	286.77	337.81	392.70	513.11	574.83
财务费用	78.02	119.67	186.41	323.33	453.62
资产减值损失	25.96	-0.86	24.00	25.88	23.06
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-6.58	-0.25	-2.31	-3.05	-1.87
<b>营业利润</b>	284.40	412.47	392.31	543.53	756.73
营业外收入	235.89	10.81	303.38	303.38	303.38
营业外支出	10.42	5.62	6.55	7.53	6.57
<b>利润总额</b>	509.87	417.65	689.14	839.38	1,053.54
所得税	32.62	-0.89	13.78	16.79	21.07
<b>净利润</b>	477.25	418.55	675.36	822.59	1,032.47
少数股东损益	147.91	37.66	60.77	74.01	92.90
<b>归属母公司净利润</b>	329.34	380.89	614.59	748.58	939.57
EBITDA	771.94	763.96	1,131.40	1,472.84	1,894.04
EPS	0.42	0.44	0.70	0.86	1.07

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	5.18	304.15	-223.52	-344.29	603.65
净利润	477.25	418.55	675.36	822.59	1,032.47
折旧摊销	180.76	211.85	250.18	311.17	388.39
财务费用	81.30	134.46	192.08	322.28	452.12
投资损失	6.58	0.25	2.31	3.05	1.87
营运资金变动	-772.71	-465.75	-1,366.96	-1,829.98	-1,294.19
其它	31.99	4.80	23.52	26.60	23.01
<b>投资活动现金流</b>	-466.03	-1,495.88	-916.48	-956.99	-1,064.27
资本支出	-417.90	-1,163.68	-914.17	-953.95	-1,062.41
长期投资	0.00	0.00	-2.31	-3.05	-1.87
其他	-48.13	-332.20	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	1,083.09	842.17	635.09	1,677.72	547.88
吸收投资	2,498.62	47.56	2.16	0.00	0.00
借款	-1,359.50	952.67	1,000.00	2,000.00	1,000.00
支付利息或股息	104.45	256.34	367.06	322.28	452.12
<b>现金净增加额</b>	641.14	-378.51	-504.90	376.44	87.26

## 研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

**郭荆璞**，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下的信达证券，任研究开发中心副总经理、首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

**刘强**，新能源与电力设备行业首席研究员，工程师，武汉大学理学学士，浙江大学金融学硕士，6年新能源实业工作经验，7年金融经验；实业时的团队在国内最早从事动力电池、光伏电站等新能源产业的开拓工作，对产业链、行业发展理解透彻，资源丰富；擅长从市场和产业发展中挖掘投资机会，兼顾周期与成长。

**马步芳**，研究助理，清华大学硕士，2016年7月加入信达证券研发中心，从事能源行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。