

## 南都电源(300068.SZ)

### 扩建 2.3GWh 锂电产能，储能龙头跻身动力新贵

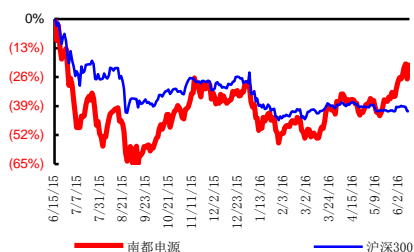
#### 力新贵

评级：**买入** 前次：**买入**  
 目标价(元)：**28**  
 分析师 曾朵红 S0740514080001  
 分析师 沈成 S0740514080003  
 zengdh@r.qlzq.com.cn shencheng@r.qlzq.com.cn  
 2016年06月14日

#### 基本状况

总股本(百万股)	605
流通股本(百万股)	437
市价(元)	22.85
市值(百万元)	13,824
流通市值(百万元)	9,980

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,786.36	5,153.13	7,510.00	10,098.00	13,484.48
营业收入增速	7.95%	36.10%	45.74%	34.46%	33.54%
归属于母公司的净利润	105.60	203.30	372.57	571.65	807.78
净利润增长率	-18.85%	92.52%	83.26%	53.43%	41.31%
摊薄每股收益(元)	0.17	0.34	0.62	0.94	1.34
前次预 每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	56.60	59.04	37.10	24.18	17.11
PEG	—	0.64	0.45	0.45	0.41
每股净资产(元)	4.64	5.03	5.65	6.59	7.93
每股现金流量	0.07	0.07	-0.59	-0.46	-0.54
净资产收益率	3.76%	6.68%	10.91%	14.34%	16.85%
市净率	2.13	3.94	4.05	3.47	2.88
总股本(百万股)	604.98	604.98	604.98	604.98	604.98

备注：市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- **南都电源拟投 17.8 亿元扩建 2.3GWh 动力电池产能：**公司发布公告，子公司南都动力拟自筹资金 17.8 亿元投资年产 2.3GWh 动力锂电技术改造项目。项目建设期预期为 2 年，分两期进行建设，其中一期工程产能 500MWh，预计于 2016 年底完成；二期工程产能 1.8GWh，预计于 2017 年底完成。公司现有锂电池总产能 1.2GWh，扩建项目投产后，总产能将达到 3.5GWh，其中三元和磷酸铁锂产能分别为 1.6GWh 和 1.9GWh。
- **动力电池产能快速扩张，大额订单充足保障业绩释放：**受益于我国新能源汽车的迅猛发展，动力锂电需求量激增。近年来，公司加速动力电池方面的布局，2015 年动力电池实现收入 1.23 亿元。公司现有 1.2GWh 动力锂电产能已经完成建设，有效产能达到 600MWh，预计公司将进入第四批《汽车动力蓄电池行业规范条件》目录。今年以来相继与保定长安客车签订 3 亿元动力锂电重大销售合同及与东风神宇签订战略合作协议，将保障公司锂电产能的逐步释放。此次投资的年产 2.3GWh 的动力锂电改造项目将全面提升公司锂电产能，满足大幅增长的锂电订单需求。同时扩产项目达产后公司 3.5GWh 的总产能中三元锂电产能将达到 1.6GWh，产品结构进一步优化，将受益与三元电池产业链的爆发。预计公司 3.5GWh 的锂电产能全部达产后，每年可实现收入 52 亿元，贡献利润 6.5 亿元，带动公司业绩实现大幅度增长。
- **铅炭电池技术行业领先，首推“投资+运营”模式，储能项目接连落地：**鉴于储能在优化电力系统的重要作用，伴随着近年来系统成本的下降，储能产业有望迎来快速发展。公司作为国内铅炭电池龙头企业，目前储能系统单位投资成本和充放电度电成本已经达到 1200 元/kWh 和 0.43 元/kWh 的水平，在许多应用中可以不借助任何补贴实现盈利。公司基于技术与成本优势，向运营服务转型，率先推出“投资+运营”的商用模式，为工业用户提供削峰填谷等节能解决方案。近期，公司相继签署了中恒电气、中能硅业及镇

江新区等储能电站合同，累计近 680MWh。2016 年 5 月 26 日，公司与威凡智能、天工国际签署 100MWh 储能电站项目，为镇江新区 600MWh 项目的第一个落地项目。随着公司储能项目的相继建设、投产，公司“投资+运营”的储能商业项目推广模式将逐步迎来客户认可。未来随着国家对储能的相关政策的陆续出台，储能产业将迎来爆发，公司作为龙头，储能业务将实现高速发展。

- **牵手上海核工院，推进核级高可靠性储能系统应用：**2016 年 5 月，公司与上海核工院签署战略合作框架协议，双方将共同开发研制核电用蓄电池、移动式醇牛馆系统、调峰调频储能电站等。合作方上海核工院是我国核电研究设计行业中的知名骨干企业，是三代核电核岛设计技术的引进、消化、吸收单位，参与了三门、海阳 AP1000 项目实施和秦山一期、三期技术支持。公司将于上海核工院合作开发的 1E 级阀控蓄电池将是全球核电站用最大容量的核级阀控蓄电池，双方将在三年内攻克该项目的关键技术，使产品安全性和可靠性达到核级最高要求，形成行业标准，实现产品国际首创及国产化应用，将为我国核电站直流系统全面国产化作出卓越贡献，填补国际核电直流系统领域的一大空白。
- **备用电源业务增长稳定，华铂科技显著增厚公司业绩：**公司的传统备用电源业务 2015 年增长 20.37%，增长稳定。同时在传统的通信市场之外，IDC 备用电源 2015 年实现收入 1 亿元，该市场迎来投资建设高峰和国产化替代，将有较快发展。预计备用电源 2016 年实现净利润 1.2 亿元以上。同时 2015 年收购的华铂科技预计 2016 年实现 21 万吨铅回收，较 2015 年增长 1 倍左右。全年净利润承诺 2.37 亿元，归属于公司净利润 1.2 亿元左右，将显著增厚公司业绩。
- **投资建议：**在不考虑增发摊薄股本的情况下，预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.62 元、0.94 元和 1.34 元，对应 PE 分别为 37.1 倍、24.2 倍和 17.1 倍，给予公司“买入”的投资评级，目标价 28 元，对应于 2016 年 45 倍 PE。
- **风险提示：**储能业务低于预期；备用电源需求不达预期；动力锂电池销量低于预期等。

**图表1：南都电源的三张表**
**损益表（人民币百万元）**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业总收入</b>	<b>3,508</b>	<b>3,786</b>	<b>5,153</b>	<b>7,510</b>	<b>10,098</b>	<b>13,484</b>
增长率	12.99%	7.9%	36.1%	45.7%	34.5%	33.5%
营业成本	-2,979	-3,240	-4,375	-6,419	-8,549	-11,339
% 销售收入	84.9%	85.6%	84.9%	85.5%	84.7%	84.1%
毛利	528	546	778	1,091	1,549	2,145
% 销售收入	15.1%	14.4%	15.1%	14.5%	15.3%	15.9%
营业税金及附加	-9	-9	-39	-57	-77	-102
% 销售收入	0.3%	0.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-149	-183	-287	-376	-475	-607
% 销售收入	4.3%	4.8%	5.6%	5.0%	4.7%	4.5%
管理费用	-150	-160	-231	-315	-414	-539
% 销售收入	4.3%	4.2%	4.5%	4.2%	4.1%	4.0%
息税前利润（EBIT）	220	194	221	343	583	896
% 销售收入	6.3%	5.1%	4.3%	4.6%	5.8%	6.6%
财务费用	-29	-41	-72	-18	-36	-49
% 销售收入	0.8%	1.1%	1.4%	0.2%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-16	-12	-35	-33	-26	-36
公允价值变动收益	0	-3	3	2	3	3
投资收益	2	-10	-4	4	5	6
% 税前利润	1.1%	—	—	0.7%	0.6%	0.5%
营业利润	177	128	113	298	528	821
营业利润率	5.1%	3.4%	2.2%	4.0%	5.2%	6.1%
营业外收支	24	14	196	250	300	350
税前利润	201	142	308	548	828	1,171
利润率	5.7%	3.8%	6.0%	7.3%	8.2%	8.7%
所得税	-50	-39	-29	-55	-91	-152
所得税率	24.7%	27.7%	9.4%	10.0%	11.0%	13.0%
净利润	151	103	279	493	737	1,019
少数股东损益	21	-3	76	121	166	211
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>130</b>	<b>106</b>	<b>203</b>	<b>373</b>	<b>572</b>	<b>808</b>
净利率	3.7%	2.8%	3.9%	5.0%	5.7%	6.0%

**现金流量表（人民币百万元）**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	151	103	279	493	737	1,019
少数股东损益	0	0	0	121	166	211
非现金支出	110	134	187	211	234	267
非经营收益	17	50	60	-214	-301	-352
营运资金变动	-200	-246	-485	-846	-951	-1,259
<b>经营活动现金净流</b>	<b>78</b>	<b>40</b>	<b>42</b>	<b>-235</b>	<b>-115</b>	<b>-115</b>
资本开支	376	287	561	-117	221	-42
投资	20	-20	-312	0	0	-15
其他	39	15	0	6	8	9
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-317</b>	<b>-292</b>	<b>-873</b>	<b>123</b>	<b>-213</b>	<b>36</b>
股权募资	1	54	0	0	0	0
债权募资	120	443	997	-1,877	0	0
其他	-64	-260	-44	-42	-7	-7
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>57</b>	<b>237</b>	<b>952</b>	<b>-1,919</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-182</b>	<b>-15</b>	<b>121</b>	<b>-2,032</b>	<b>-335</b>	<b>-86</b>

**资产负债表（人民币百万元）**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	763	844	971	-1,181	-1,682	-1,978
应收款项	1,082	1,341	1,980	2,482	3,337	4,456
存货	685	828	1,199	1,479	1,968	2,610
其他流动资产	85	134	231	253	276	318
流动资产	2,615	3,148	4,381	3,033	3,900	5,406
% 总资产	61.8%	64.7%	63.2%	54.8%	58.0%	65.0%
长期投资	11	11	20	20	20	35
固定资产	1,174	1,270	1,801	2,138	2,447	2,531
% 总资产	27.7%	26.1%	26.0%	38.6%	36.4%	30.4%
无形资产	388	361	636	254	260	252
非流动资产	1,617	1,720	2,551	2,506	2,820	2,912
% 总资产	38.2%	35.3%	36.8%	45.2%	42.0%	35.0%
<b>资产总计</b>	<b>4,232</b>	<b>4,868</b>	<b>6,932</b>	<b>5,540</b>	<b>6,720</b>	<b>8,318</b>
短期借款	225	728	2,025	148	148	148
应付款项	483	718	1,213	1,166	1,553	2,060
其他流动负债	79	87	159	197	253	326
流动负债	787	1,534	3,396	1,511	1,954	2,534
长期贷款	353	293	100	100	100	100
其他长期负债	66	77	76	76	76	76
<b>负债</b>	<b>1,206</b>	<b>1,903</b>	<b>3,572</b>	<b>1,687</b>	<b>2,130</b>	<b>2,710</b>
普通股股东权益	2,825	2,805	3,043	3,416	3,987	4,795
少数股东权益	202	160	317	437	603	814
<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,232</b>	<b>4,868</b>	<b>6,932</b>	<b>5,540</b>	<b>6,720</b>	<b>8,318</b>

**比率分析**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益(元)	0.217	0.175	0.336	0.616	0.945	1.335
每股净资产(元)	4.714	4.637	5.030	5.646	6.591	7.926
每股经营现金净流(元)	0.131	0.066	0.069	-0.588	-0.464	-0.539
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	4.61%	3.76%	6.68%	10.91%	14.34%	16.85%
总资产收益率	3.08%	2.17%	2.93%	6.73%	8.51%	9.71%
投入资本收益率	5.85%	4.38%	4.39%	5.79%	7.90%	9.90%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	12.99%	7.95%	36.10%	45.74%	34.46%	33.54%
EBIT增长率	2.58%	-11.78%	13.99%	55.20%	69.98%	53.63%
净利润增长率	3.21%	-18.85%	92.52%	83.26%	53.43%	41.31%
总资产增长率	8.34%	15.03%	42.41%	-20.09%	21.31%	23.79%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	96.3	109.1	108.3	108.0	108.0	108.0
存货周转天数	73.4	85.2	84.6	84.0	84.0	84.0
应付账款周转天数	34.7	33.3	36.2	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	85.3	103.4	97.2	77.4	62.0	47.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-6.11%	5.74%	34.33%	37.08%	42.03%	39.69%
EBIT利息保障倍数	7.7	4.8	3.1	19.0	16.1	18.4
资产负债率	28.49%	39.09%	51.53%	30.45%	31.69%	32.58%

来源：中泰证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明:**

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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。