

2016年07月14日

证券研究报告

公告点评

储能设备/电源设备/电气设备

投资评级	买入
评级变动	维持评级
总股本	6.05 亿股
流通股本	4.37 亿股
ROE（加权）	6.93%
每股净资产	5.03 元
当前股价	25.44 元

注：上述财务数据截止 2015 年年报

南都电源（300068）

——动力与储能齐头并进，中报业绩稳步提升

相关公告：

◆7月12日晚间南都电源发布2016年半年度业绩预告，2016年上半年，南都电源预计实现归属于上市公司股东的净利润14460.69万元~16870.81万元，比上年同期增长80%~110%。南都电源表示，业绩增长主要原因包括，新能源车用动力锂离子电池业务比去年同期实现较大增长；控股子公司华铂科技自去年7月份开始纳入合并报表范围，使得本期利润相比上年同期有较大增长；报告期预计非经常性损益对净利润的影响金额约为2000万元，上年同期为789.71万元。

◆6月20日，工信部装备工业司发布公告，公示第四批符合《汽车动力蓄电池行业规范条件》企业目录，南都电源全资子公司——杭州南都动力科技有限公司入选。

◆6月4日，南都电源总投资17.8亿元的2300MWh锂离子电池技术改造项目全面启动。这是继前期与长安客车、东风神宇签订重大合同与战略合作协议及北美储能用锂电中标后，公司在锂电领域迈出的一大步。这是公司截至目前规模最大的投资项目，也是公司产业结构调整与战略转型的重大举措，对公司未来发展将产生深远影响。

投资建议：

继完成商业储能领域布局之后，公司在动力电池领域大跨步前进。受益于国家产业政策支持及相关基础设施的不断完善，新能源汽车产业发展迅猛，公司抓住巨大的市场机遇，利用在电池领域深厚的积淀准确地切入到动力电池领域。公司紧密合作的客户包括东风特汽、长安客车、厦门金旅等；今年3月，南都电源与保定长安客车制造有限公司签订合计金额约3亿元的动力锂离子电池系统重大销售合同，目前动力电池出货量快速增加，显著增厚了今年上半年的业绩。

长城国瑞证券研究所

分析师：

潘永乐

panyongle@gwgsc.com

执业证书编号：

S0200512010001

研究助理：

李志伟

lizhiwei@gwgsc.com

孙纯鹏

sunchunpeng@gwgsc.com

联系人：陈一格

联系电话：0592-5813105

地址：厦门市莲前西路2号
莲富大厦17楼

长城国瑞证券有限公司

为全面提升锂电池产能及优化产品结构，公司自筹投资17.8亿元投资年产2300MWh动力锂电技术改造项目；项目建设期预计为两年，其中，一期工程产能500MWh，预计于2016年12月底前完成，一期工程完成后南都锂离子电池总产能将达1700MWh；二期工程产能1800MWh，预计于2017年12月底前完成，二期工程完成后南都锂离子电池总产能将达3500 MWh。其中三元材料锂电产能预计将达到1600MWh；磷酸铁锂材料锂电产能将提升至1900MWh。项目的实施将大幅提升公司动力及储能用锂离子电池产能，有利于实现规模效益，进一步增强公司在高端锂离子电池制造领域的地位和核心竞争力。

图1：南都电动汽车标准电池模块

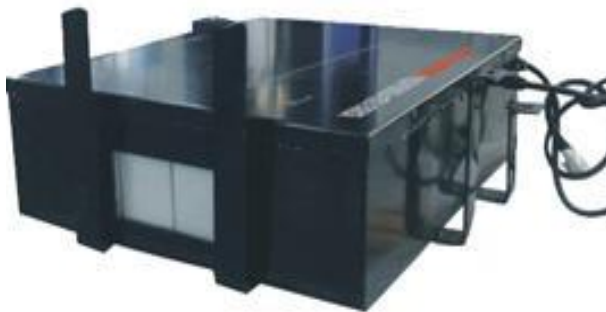


图2：电池模块主要技术参数

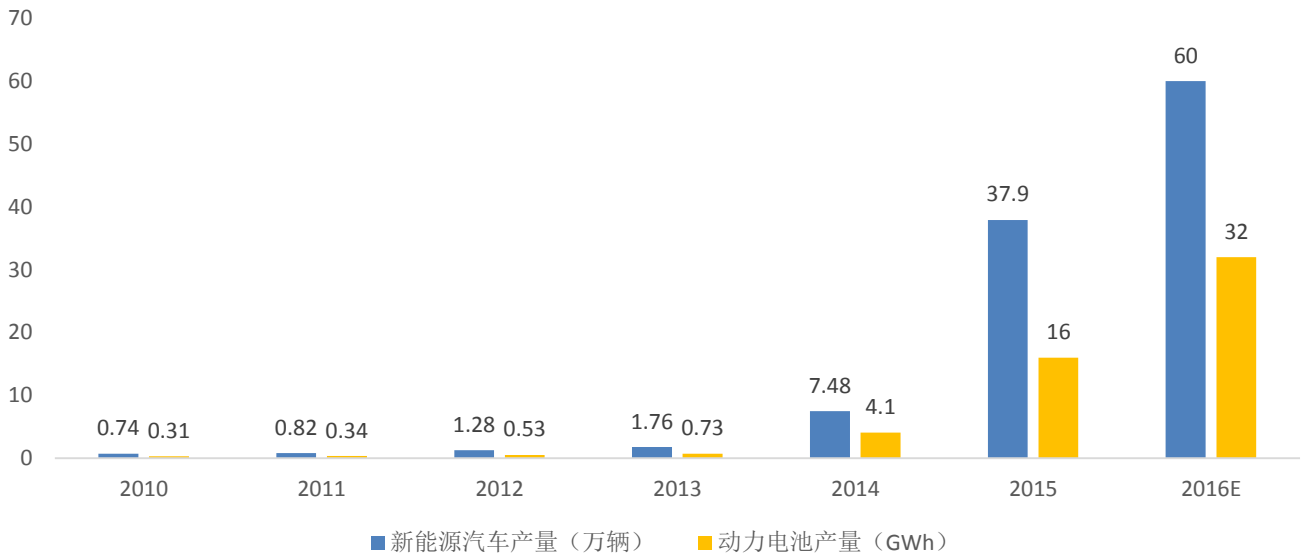
	条件	Unit	1packs	2packs	3packs	4packs	5packs
电压							
最低电压	PACK串联	V	65	130	194	259	324
标称电压	PACK串联	V	80	160	240	320	400
最高电压	PACK串联	V	87	174	261	348	435
电流							
最大充电电流	@ 25℃	A	60	60	60	60	60
最大回流 (10s)	25℃, 50%SOC	A	120	120	120	120	120
最大持续放电电流	@ 25℃	A	200	200	200	200	200
最大瞬间放电电流 (30s)	25℃, 50%SOC	A	300	300	300	300	300
功率							
持续放电功率	25℃, 50%SOC	kW	16	32	48	64	80
瞬间放电功率 (10 S)	25℃, 50%SOC	kW	24	48	72	96	120
最大持续充电功率	25℃, 50%SOC	kW	4.8	9.6	14.4	19.2	24.0
瞬间回流功率 (10 sec) @120A max	25℃, 50%SOC	kW	9.6	19.2	28.8	38.4	48.0
能量							
放电能量	@ BOL @C/2 @25℃	kWh	4.8	9.6	14.4	19.2	24.0
比能量 (无循环水冷)	@ BOL @25℃	Wh/L	100	100	100	100	100
自放电	20℃, 50%SOC	%/月	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5

资料来源：公司官网，长城国瑞证券研究所

资料来源：公司官网，长城国瑞证券研究所

今年上半年我国新能源汽车产销分别达到17.7万辆和17.0万辆，同比分别增长125.0%和126.9%。我们预计全年的销量在60-65万辆，下半年的主要增长动力源自于乘用车与电动物流车领域。相较于乘用车，由于行驶路线固定和经济效应明显，在新能源汽车发展初期，电动物流车优势更加明显，特别是6-8米的纯电动客车和以物流车为代表的专用车将进一步影响新能源商用车的市场。

图3：2010-2016新能源汽车产销量



资料来源：第一电动网，长城国瑞证券研究所

目前南都电源的动力电池主要集中供应在客车与物流车领域，根据节能与新能源车网统计，2015年三元电池出货量10850kWh，市占率约为1%；磷酸铁锂出货量约为1621kWh，在所有电动物流车领域约在第10名前后。

6月20日，随着第四批符合《汽车动力蓄电池行业规范条件》企业目录的公布，南都动力科技有限公司的入选标志着公司在新能源动力电池领域巨大的前景。通过电动汽车用三元动力电池和电动汽车用磷酸铁锂动力电池的强检认证为南都电源在新能源汽车动力电池领域奠定了良好基础，伴随着2300MWh锂离子电池技术改造项目的全面启动以及下半年新能源汽车抢装行情，三季度、三季度业绩仍将维持较快增长。

根据目前公布的四批目录来看，共有56家企业进入到动力蓄电池目录。值得关注的是三星、LG等海外优质企业仍然未能计入到目录，根据规定未采用入围企业电池的新能源汽车将无法获得补贴。此前因为采用LG、三星等日韩系电芯的本土多家车企，将会陷入失去补贴或无法销售的困境。因此江淮汽车等及时作出调整，暂停生产IEV6S车型，其他车型会使用国内电池厂家生产的电池。国内优质的电池企业赢来关键的战略发展期，如何抓住机遇在提高市场份额的基础上加强研发，缩小与三星等老牌电池企业的技术产局，事关我国新能源汽车健康良好发展的核



心战略。同时，由于受到其他政治因素影响，三星、LG等企业何时进入目录还犹未可知。

表1：2015年三星与LG国内电动物流车供货统计

电池企业	主要客户	供货量/kWh
三星	北汽福田	15462
	金龙联合	11029
	清源电动	8792
	长安汽车	7552
	新楚风汽车	7056
	中联重科	1584
	五洲龙	652.8
LG	东风汽车	17113
	南京金龙	1082.7
	合计	70323.5

资料来源：节能与新能源车网，长城国瑞证券研究所

虽然此次三星、LG等外企未能进入名单，但是国内动力电池领域的竞争仍将持续加剧。2016年新能源汽车总的电池搭载量约为32GWh，而前三批的25家电池企业去年的产能总计已超到21.7GWh，而此次入围企业数量远超前三批目录的总和，同时随着各家电池企业纷纷在陆续扩产，锂电行业将会迎来一场大洗牌，行业集中度将会越来越高。

投资建议：

我们预计在储能市场发展加速的行业前提假设下，公司2016-2017年的EPS分别为0.533元、0.842元，对应P/E分别为47.73倍、30.21倍。以目前储能设备行业40.18倍的P/E中位数来看，公司2016年的估值已较为均衡，但进一步考虑到未来公司铅炭电池在储能和汽车启停等方面的应用前景、以及未来公司锂电扩产后产能释放带来的业绩提升，我们继续维持其“买入”的投资评级。

风险提示： 储能项目建设进度低于预期；动力电池项目推进低于预期。



主要财务数据及预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3507.53	3786.36	5153.13	7214.38	10821.57
增长率(%)	12.99%	7.95%	36.10%	40.00%	50.00%
归母净利润(百万元)	130.13	105.60	203.30	322.48	509.12
增长率(%)	3.21%	-18.85%	92.52%	58.62%	57.88%
EPS(元)	0.215	0.175	0.336	0.533	0.842
毛利率	15.07%	14.42%	15.09%	14.86%	14.86%
净资产收益率	4.61%	3.76%	6.68%	10.21%	15.25%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



盈利预测 (单位: 百万元)

利润表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	3507.53	3786.36	5153.13	7214.38	10821.5
减: 营业成本	2979.08	3240.39	4375.33	6142.34	9213.51
营业税金及附加	9.32	8.94	39.11	54.76	82.14
营业费用	149.48	182.52	286.65	288.58	324.65
管理费用	149.72	160.49	230.86	230.86	346.29
财务费用	28.59	40.72	72.49	55.80	111.28
资产减值损失	16.11	12.41	34.57	0.00	0.00
加: 投资收益	2.14	-10.22	-4.21	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	-2.75	2.75	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	177.37	127.93	112.65	442.04	743.69
加: 其他非经营损益	23.57	14.25	195.60	79.16	79.16
利润总额	200.94	142.18	308.25	521.20	822.86
减: 所得税	49.65	39.33	28.95	78.18	123.43
净利润	151.29	102.85	279.30	443.02	699.43
减: 少数股东损益	21.16	-2.75	76.00	120.54	190.31
归母净利润	130.13	105.60	203.30	322.48	509.12

资料来源: 公司公告, 长城国瑞证券研究所

现金流量表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
经营性现金净流量	96.46	46.96	18.36	-7.80	-931.36
投资性现金净流量	-317.05	-292.37	-873.17	67.29	67.29
筹资性现金净流量	62.68	237.28	943.48	-785.52	900.14
现金流量净额	-163.58	-8.41	97.26	-726.04	36.07

资料来源: 公司公告, 长城国瑞证券研究所

资产负债表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
货币资金	719.63	713.47	798.18	72.14	108.22
应收和预付款项	1121.84	1425.15	2028.50	2622.04	4353.77
存货	685.25	827.99	1199.43	1515.92	2557.11
其他流动资产	44.98	50.12	182.15	182.15	182.15
长期股权投资	10.85	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1173.81	1270.47	1800.81	1571.69	1342.57
无形资产和开发支出	381.24	357.63	623.45	594.53	565.61
其他非流动资产	37.75	76.76	94.00	87.54	81.08
资产总计	4175.36	4721.59	6726.52	6646.01	9190.50
短期借款	225.00	488.00	1876.80	1355.35	2695.60
应付和预收款项	482.54	718.33	1213.14	1419.33	2252.97
长期借款	352.70	292.70	100.00	100.00	100.00
其他负债	88.95	257.76	176.87	176.87	176.87
负债合计	1149.18	1756.79	3366.80	3051.55	5225.43
股本	599.20	604.98	604.98	604.98	604.98
资本公积	1623.58	1673.02	1707.10	1707.10	1707.10
留存收益	601.74	527.08	731.06	845.27	1025.57
归属母公司股东权益	2824.52	2805.08	3043.14	3157.34	3337.64
少数股东权益	201.66	159.72	316.57	437.12	627.43
股东权益合计	3026.18	2964.80	3359.71	3594.46	3965.07
负债和股东权益合计	4175.36	4721.59	6726.52	6646.01	9190.50

资料来源: 公司公告, 长城国瑞证券研究所



股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。