南都电源（300068） 强烈推荐

行业：储能设备

整体业绩符合预期，商业化储能和动力锂电池业务发展迅速

事件：8 月 8 日，公司发布 2016 年半年度财务报告。2016 年上半年，公司实现营业收入 29.46 亿元，同比增长 43.95%，扣除非经常性损益后的归属于上市公司普通股股东的净利润 1.33 亿元，同比增长 84.08%。其中，后备电源营收 12.06 亿元，同比增长 2.46%；资源再生营收 10.89 亿元；动力电源及系统营收 5.45 亿元，同比下滑 27.58%；储能电源及系统营收 0.75 亿元，同比下滑 22.39%。

投资要点：

✧ 市场普遍认为公司储能及动力业务同比下滑，整体业绩不达预期，**但我们认为公司优化了业务布局，以“投资+运营”的模式加快发展未来空间巨大的商业化储能项目，同时加快布局高毛利的电动汽车动力锂电池业务，有利于未来长远的发展，中报总体业绩符合预期。**原因：（1）**储能领域商业模式加速布局。**公司上半年储能领域营收 0.75 亿元，同比下滑 22%，主要是因为公司改变了业务模式，从储能电池设备制造及供应改为储能电站“投资+运营“模式。目前公司凭借领先行业的铅炭电池技术率先提出创新的商业模式，符合行业的发展趋势，必将引领行业发展，同时公司已完成了 24.5 亿元的定增，将具备充足的资金实力支撑商业化储能项目的发展，未来潜力巨大，公司上半年商用储能电站累计已签约规模超过 700MWh，我们预计今年下半年到明年订单落地将会加速。（2）**聚焦毛利更高的电动汽车领域，动力锂电业务收入增速明显。**公司的动力电池业务包含电动自行车铅酸电池业务和电动汽车锂电池业务。受行业价格战影响，公司电动自行车动力电池业务上半年营收 4.03 亿元，同比下降 43.99%。目前公司已经把重心逐渐聚焦于毛利更高的电动汽车及动力锂电业务。3 月以来公司陆续公告与保定长安客车和东风神宇等签订相关合同，整个上半年动力锂电业务营收 1.42 亿元，同比快速增长达到 323%。同时公司公告进一步投资 17.8 亿元扩建提升锂电池产能，我们认为公司的电动汽车锂电池业务才是动力领域的重头戏，未来发展将超预期。（3）**传统的后备电源及铅资源再生等基础业务保持稳定。**虽然目前国内的 4G 建设已进入后周期时代，但是受益于中国铁塔订单的放量，本期通信及后备电源业务保持稳定，营收 12.06 亿元，同比增长 2.46%，其中对中国铁塔销售收入为 7.51 亿元，同比增长 456.3%。此外，铅回收业务是完整的电池产业链布局的重要一环，受益于上半年铅价上涨，盈利能力得到进一步提升。

✧ **我们认为公司的传统业务保持稳定增长夯实基础，而前瞻业务商业化储能**

作者

署名人：周明
S0960516030001
0755-82026835
zhouming@china-invs.cn

参与人：余伟民
S0960115090015
010-63222902
yuweimin@china-invs.cn

参与人：容志能
S0960116050010
0755-82026921
rongzhineng@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 28.2

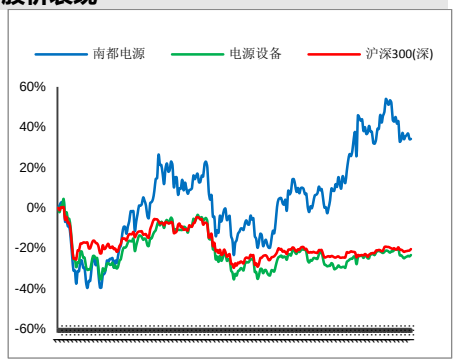
当前股价： 22.40

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	784
流通股本(百万股)	581
总市值(亿元)	176
流通市值(亿元)	130
成交量(百万股)	6.91
成交额(百万元)	155.01

股价表现



相关报告

《南都电源-动力锂电项目增资扩产，助推业绩快速提升》2016-06-14

《南都电源-储能产业解除桎梏，商业化大规模应用放量在即》2016-06-01

《南都电源-储能项目再落地商业模式加速推广，增值服务新挖掘发展空间持续打开》2016-05-26

以及动力电池业务在快速发展，未来业绩有望超预期发展，给予强烈推荐评级。预计 16-18 年 EPS 为为 0.47、0.63 和 0.84 元，对应 16-18 年的 PE 分别为 47x、35x 和 26 倍。给予 16 年 60 倍 PE，目标价 28.2 元。

✧ **风险提示：电动汽车锂电业务发展低于预期，市场波动风险。**

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5153	7358	9029	11156
收入同比(%)	36%	43%	23%	24%
归属母公司净利润	203	370	491	657
净利润同比(%)	93%	82%	33%	34%
毛利率(%)	15.1%	14.3%	14.6%	15.1%
ROE(%)	6.7%	6.3%	7.8%	9.4%
每股收益(元)	0.26	0.47	0.63	0.84
P/E	85.94	47.27	35.58	26.59
P/B	5.74	2.99	2.76	2.50
EV/EBITDA	56	34	28	22

资料来源：中国中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	4381	7522	8653	10017
现金	971	2838	2884	2962
应收账款	1783	2525	3107	3835
其它应收款	58	72	93	113
预付账款	49	104	125	147
存货	1199	1728	2114	2594
其他	321	255	332	366
非流动资产	2551	2433	2309	2180
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1524	1535	1468	1362
无形资产	236	245	256	266
其他	791	653	585	552
资产总计	6932	9955	10962	12197
流动负债	3396	3492	3829	4170
短期借款	1877	1877	1877	1877
应付账款	634	735	915	1158
其他	885	880	1037	1135
非流动负债	176	173	175	175
长期借款	100	100	100	100
其他	76	73	75	75
负债合计	3572	3665	4004	4345
少数股东权益	317	450	627	864
股本	605	780	780	780
资本公积	1707	3959	3959	3959
留存收益	732	1101	1592	2249
归属母公司股东权益	3043	5840	6331	6988
负债和股东权益	6932	9955	10962	12197

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	42	-501	137	151
净利润	279	503	668	894
折旧摊销	153	147	155	159
财务费用	72	65	51	50
投资损失	4	-2	-2	-2
营运资金变动	-485	-1254	-770	-991
其它	18	40	35	41
投资活动现金流	-873	-26	-28	-27
资本支出	562	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	-311	-26	-28	-27
筹资活动现金流	943	2394	-64	-45
短期借款	1389	0	0	0
长期借款	-193	0	0	0
普通股增加	0	175	0	0
资本公积增加	34	2252	0	0
其他	-287	-34	-64	-45
现金净增加额	121	1867	46	79

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	5153	7358	9029	11156
营业成本	4375	6309	7713	9468
营业税金及附加	39	18	23	28
营业费用	287	313	384	474
管理费用	231	309	379	469
财务费用	72	65	51	50
资产减值损失	35	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	0	0
投资净收益	-4	2	2	2
营业利润	113	346	481	670
营业外收入	207	221	271	335
营业外支出	11	12	14	18
利润总额	308	555	737	987
所得税	29	52	69	93
净利润	279	503	668	894
少数股东损益	76	133	177	237
归属母公司净利润	203	370	491	657
EBITDA	338	558	687	879
EPS（元）	0.34	0.47	0.63	0.84

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	36.1%	42.8%	22.7%	23.6%
营业利润	-11.9%	207.2%	39.0%	39.3%
归属于母公司净利润	92.5%	81.8%	32.9%	33.8%
获利能力				
毛利率	15.1%	14.3%	14.6%	15.1%
净利率	3.9%	5.0%	5.4%	5.9%
ROE	6.7%	6.3%	7.8%	9.4%
ROIC	3.7%	6.7%	7.8%	9.3%
偿债能力				
资产负债率	51.5%	36.8%	36.5%	35.6%
净负债比率	59.47%	58.81%	53.57%	49.45%
流动比率	1.29	2.15	2.26	2.40
速动比率	0.94	1.66	1.71	1.78
营运能力				
总资产周转率	0.87	0.87	0.86	0.96
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	10.08	9.21	9.35	9.13
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.47	0.63	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	-0.64	0.18	0.19
每股净资产(最新摊薄)	3.90	7.49	8.12	8.96
估值比率				
P/E	85.94	47.27	35.58	26.59
P/B	5.74	2.99	2.76	2.50
EV/EBITDA	56	34	28	22

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回 避： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

周明,中国中投证券研究总部通信行业首席分析师，香港科技大学 MBA，15 年以上行业经验，3 年证券行业从业经验
余伟民,中国中投证券研究总部通信行业分析师，北京大学电子学系本硕，五年行业经验。

容志能,中国中投证券研究总部通信行业研究助理，上海交通大学电子科学与技术学士，浙江大学电子科学与技术硕士，3 年行业经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部 公司网站：http://www.china-invs.cn

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：（0755）82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：（010）63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：（021）62171434