



公告点评

储能设备/电源设备/电气设备

南都电源（300068）中报点评

——中报业绩稳健增长，储能拓展新模式

投资评级	增持
评级变动	下调评级
总股本	7.84 亿股
流通股本	5.81 亿股
ROE（加权）	4.37%
每股净资产	7.21 元
当前股价	23.52 元

注：上述财务数据截止 2016 年中报

相关公告：

◆8月8日晚，南都电源发布2016年半年报称，上半年实现营业收入294576.22万元，同比增长43.95%；实现归属于上市公司股东的净利润为15386.29万元，同比增长91.52%；业绩基本符合市场和我们的预期。

公告点评：

◆商业化储能加快拓展，“投资+运营”模式市场认可度高。上半年储能电源及系统营业收入约为7502.6万元，同比下滑22.39%，主要由于公司在储能领域的业务模式转向“投资+运营”的商业化模式。公司前期的商业化布局主要是通过基于削峰填谷的电费差价为用户降低用电成本、提高经济性，同时再次基础上提高电能质量等增值服务。这种模式有利于储能商业化的推广，提高用户接受程度，促进公司在商用储能领域的产业布局。

报告期内与江苏中能、中恒普瑞、天工国际等客户签署了累计规模超过200MWh的商用储能电站项目。另外，公司海外储能业务迅速增长，2015年底中标的SPS储能项目正在积极推进中，标志着公司在北美市场的影响力进一步提升，正式进入规模化应用阶段。目前储能具体的财政补贴政策还没有出台，但今年3月份出台的《关于推动电储能参与陕北地区调峰辅助工作的通知》已经确定了电储能在调峰过程中的主体地位，通过商业运营的方式获取收益符合储能在电力辅助服务中的定位和预期。我们认为，虽然公司短期内储能业务出现下滑，但长期来看储能电站的大规模投建将为公司带来稳定的现金流并对盈利产生积极影响。

随着分布式电站、微网示范项目以及电改的推进，公司铅炭电池在储能中的优势日益凸显，应用也将更为广泛。我们认为，未来国家在储

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：

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



能领域出台相应补贴政策的预期有望逐渐升温，随着储能补贴的落地，将对公司铅炭电池的销售产生进一步的积极影响。

报告期内公司与江苏镇江新区管理委员会签订了600MWh（含天工国际100MWh智慧型储能电站）的分布式能源网络项目。该项目在计划建设规模上实现了重大突破，同时实现了公司储能商用化的模式创新，对后来在类似产业园区进行能源互联网平台建设及推广具备较强的示范效应。随着分布式能源的推广，储能作为能源互联网实现能量双向流动的关键节点，其在能源互联网的应用情境将进一步丰富。我们认为，在储能电站商业化模式日趋成熟的基础上，未来分布式储能有望成为储能发展的另一突破口。

图1：近几年公司主营收入与同比

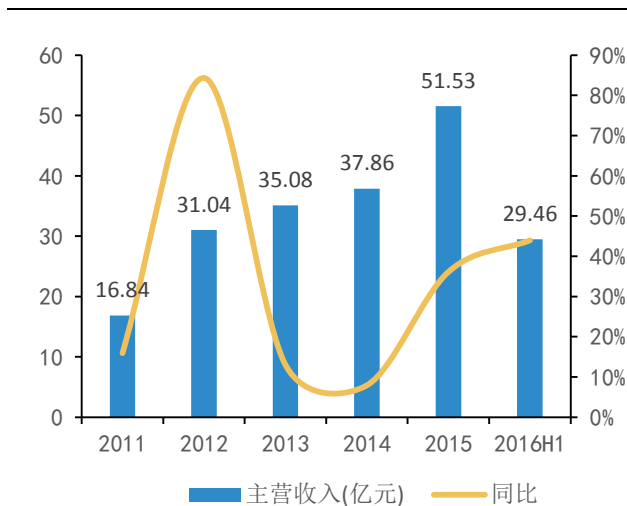
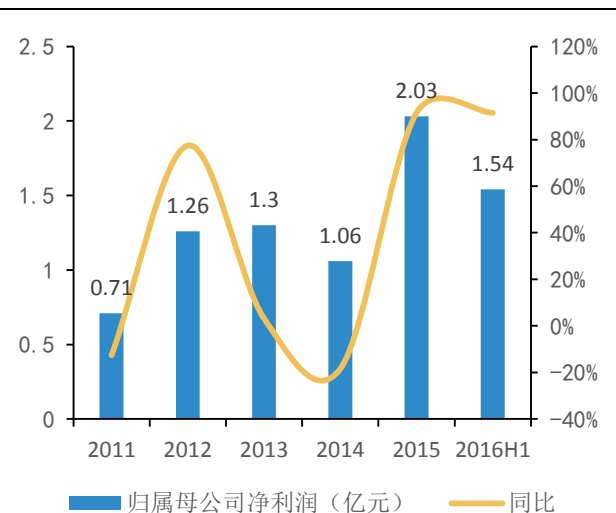


图2：近几公司归属母公司利润与同比



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

表1：四大业务领域业绩贡献情况表

业务领域/指标	营业收入(元)	变动幅度%	毛利率%	变动幅度%
后备电源	1205901226	2.46%	24.36%	5.05%
动力电源及系统	544523696.8	-27.58%	15.80%	6.51%
储能电源及系统	75026028.4	-22.39%	24.95%	5.15%
资源再生领域	1089028526		5.09%	

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

◆动力电池入选第四批目录，业绩实现重大突破。上半年公司动力锂电业务实现营业收入1.42亿元，同比增长323.27%。2016年3月，公司



与保定长安客车制造有限公司签订了合计金额约3亿元的磷酸铁锂动力锂离子电池系统销售合同；同月与东风神宇车辆有限公司签订了《关于新能源汽车产业的战略合作协议》，在现有新能源物流车业务、未来乘用车业务、动力总成系统(电池、电机、电控)及新能源汽车领域开展深入合作，共建动力总成研发平台，提升集成能力。公司于6月入选了工信部《汽车动力蓄电池行业规范条件》第四批目录，对于未来市场拓展及长远发展打下坚实基础。同时为全面提升动力及储能用锂电产能，进一步优化产品结构，公司还启动了2300MWh锂离子电池技术改造项目。

电动自行车用动力电池受市场价格战影响，出现业绩大幅下滑，上半年实现营业收入4.03亿元，同比下降43.99%；实现利润-3123.94万元，相应地对公司利润影响为-1593.21万元。我们认为，未来随着公司战略中心的转移，电动自行车用动力电池在公司主营业务的比重将逐步较少，同时对于业绩的影响将逐步降低。

◆**基础业务稳中有升，华铂收购完成有利于公司实现产业链前端布局。**报告期内，公司通信及后备电源业务保持稳定，本期实现营业收入12.06亿元，同比增长2.46%，其中内销收入8.9亿元，增长13.81%。其中对中国铁塔的销售收入为7.51亿元，同比增长456.3%。报告期内，控股子公司华铂科技积极开展铅资源回收业务，上半年实现营业收入13.89亿元，对公司贡献利润为4868.23万元。我们认为，华铂科技的并表对公司上半年的营收增长起到了直接的作用，但华铂科技的净利润率不高，其并表未来对公司净利润的影响程度将十分有限。

投资建议：

我们预计在储能市场发展加速、动力电池稳步推进的行业前提假设下，公司2016-2017年的EPS分别为0.411元、0.649元，对应P/E分别为57.23倍、36.24倍。以目前储能设备行业48.67倍的P/E中位数来看，公司2016年的估值已较为均衡，但考虑到目前新能源汽车补贴的不确定性，我们将其投资评级由“买入”调整为“增持”，建议投资者持续关注公司未来储能业务的发展情况。

风险提示：储能项目建设进度低于预期；锂电供求关系发生短期变化；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	0.411	0.649
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

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。