

南都电源（300068）点评报告

2016年08月23日

参股孔辉汽车，储能电站再签一单，双轮驱动未来发展 买入（首次）

首席证券分析师 曾朵红
执业资格证书号码：S0600516080001
021-60199798
zengdh@dwzq.com.cn

投资要点：

■ **参股孔辉汽车，提升新能源汽车系统集成能力：**公司公告拟出资3,000万元增资参股长春孔辉汽车科技股份有限公司17.07%股权。孔辉汽车是是目前国内能够全方位进行底盘设计开发的汽车技术公司之一，拥有深厚的技术积累，现开始着力拓展新能源汽车专用电动底盘市场，其创始人郭孔辉院士是中国工程院首批院士、汽车行业首位院士，深耕汽车系统动力学及相关领域，在汽车操纵稳定性、平顺性等方面的研究成果达到世界先进水平。公告披露孔辉汽车2015年实现收入3692.54万元、净利润477.09万元，2016年1-6月实现收入693.52万元、净利润-1425.24万元。

公司通过参股孔辉汽车，将会整合双方优质资源，发挥各自优势，共同为客户提供从底盘开发设计（含空气悬架系统）到三电（电池、电机、电控）系统集成的全方位整体解决方案，进而提升公司在新能源汽车系统集成能力。

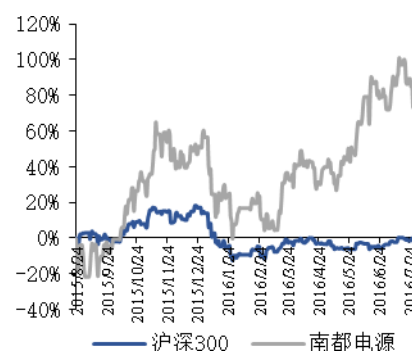
公司在新能源汽车动力锂电领域取得重大突破，目前锂电产能达到1GWh/年，上半年实现收入1.42亿元，同比增长323.27%。公司已与保定长安客车签订3亿元锂电订单，与东风神宇签订合作协议，此外，公司还成功入围工信部第四批电池目录。

■ **储能电站又签一单，行业龙头地位凸显：**此前公司公告与无锡星洲科苑公用设施开发有限公司于2016年8月17日签订了《储能电站合同》，共同实施总功率/容量为15MW/120MWh的电力储能电站项目，利用工商业用户用电峰谷电价差，采用削峰填谷模式为园区用户提供储能电站节能方案的投资、运营服务等。其中，一期项目建设总功率/容量为10MW/80MWh、二期项目为5MW/40MWh，并根据后续需求进一步增容。星洲科苑是无锡星洲工业园区内所有企业的唯一供电方，该项目是国内规模最大的商用储能电站项目，计划于2017年5月1日前通过竣工验收并可用于正式供电。

公司负责投资建设储能电站并获得电价差、分享政府相关的补贴以及相应的增值收益，星洲科苑获得低于国家电网峰值电价或交易电价的用电（折扣比例事先约定）、分享政府相关的补贴以及相应的增值收益，双方达到合作共赢。

2016年以来公司加速推广“投资+运营”的储能商用模式，业务发展重点更加明确，与开发区、产业园、行业龙头企业不断形成多层次的合作，今年上半年商用储能电站累计已签约规模超过700MWh，其中包括与江苏中能硅业、苏州中恒普瑞、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，以及与江苏镇江新区管理委员会签订的600MWh（含天工国际100MWh智慧型储能电站）的分布式能源网络项目。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	22.96
一年最低/最高价	26.91/12.65
市净率（倍）	5.72
流通市值（百万）	13342.90

基础数据

每股净资产（元）	7.61
资本负债率（%）	38.81%
总股本（万元股）	784.2686
流通A股（百万股）	581.1369

相关研究

1. 近翻倍增长符合预期，储能及动力业务取得新突破（2016-08-09）
2. 1倍预增符合预期，锂电产能快速扩张（2016-07-13）
3. 扩建2.3GWh锂电产能，储能龙头跻身动力新贵（2016-06-15）

- **投资建议：**我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.48 元、0.78 元和 1.08 元，业绩增速高达 83.26%、64.68%和 38.64%，对应 PE 分别为 48 倍、29 倍和 21 倍。给予公司 2017 年 36 倍 PE，对应目标价 28 元，给予公司“买入”的投资评级。
- **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：南都电源三大财务预测表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	3,508	3,786	5,153	7,510	10,098	13,484	货币资金	763	844	971	1,248	801	558
增长率	12.99%	7.9%	36.1%	45.7%	34.5%	33.5%	应收账款	1,082	1,341	1,980	2,482	3,337	4,456
营业成本	-2,979	-3,240	-4,375	-6,419	-8,549	-11,339	存货	685	828	1,199	1,479	1,968	2,610
% 销售成本	84.9%	85.6%	84.9%	85.5%	84.7%	84.1%	其他流动资产	85	134	231	253	276	318
毛利	528	546	778	1,091	1,549	2,145	流动资产	2,615	3,148	4,381	5,462	6,382	7,943
% 销售成本	15.1%	14.4%	15.1%	14.5%	15.3%	15.9%	% 总资产	61.8%	64.7%	63.2%	68.5%	69.4%	73.2%
营业税金及附加	-9	-9	-39	-57	-77	-102	长期投资	11	11	20	20	20	35
% 销售成本	0.3%	0.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	1,174	1,270	1,801	2,138	2,447	2,531
营业费用	-149	-183	-287	-376	-475	-607	% 总资产	27.7%	26.1%	26.0%	26.8%	26.6%	23.3%
% 销售成本	4.3%	4.8%	5.6%	5.0%	4.7%	4.5%	无形资产	388	361	636	254	260	252
管理费用	-150	-160	-231	-315	-414	-539	非流动资产	1,617	1,720	2,551	2,506	2,820	2,912
% 销售成本	4.3%	4.2%	4.5%	4.2%	4.1%	4.0%	% 总资产	38.2%	35.3%	36.8%	31.5%	30.6%	26.8%
息税前利润 (EBIT)	220	194	221	343	583	896	资产总计	4,232	4,868	6,932	7,969	9,203	10,855
% 销售成本	6.3%	5.1%	4.3%	4.6%	5.8%	6.6%	短期借款	225	728	2,025	148	148	148
财务费用	-29	-41	-72	-18	25	13	应付账款	483	718	1,213	1,166	1,553	2,060
% 销售成本	0.8%	1.1%	1.4%	0.2%	-0.2%	-0.1%	其他流动负债	79	87	159	197	253	326
资产减值损失	-16	-12	-35	-33	-26	-36	流动负债	787	1,534	3,386	1,511	1,954	2,534
公允价值变动收益	0	3	2	3	3	3	长期借款	353	293	100	100	100	100
投资收益	2	-10	-4	4	5	6	其他长期负债	66	77	76	-25	-25	-25
% 税前利润	1.1%	-	-	0.7%	0.6%	0.5%	负债	1,206	1,903	3,572	1,586	2,029	2,609
营业利润	177	128	113	298	589	883	普通股股东权益	2,825	2,805	3,043	5,945	6,559	7,410
营业利润率	5.1%	3.4%	2.2%	4.0%	5.8%	6.5%	少数股东权益	202	160	317	437	615	837
营业外收支	24	14	196	250	300	350	负债股东权益合计	4,232	4,868	6,932	7,969	9,203	10,855
税前利润	201	142	308	548	889	1,233	比率分析						
利润率	5.7%	3.8%	6.0%	7.3%	8.8%	9.1%	每股指标	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-50	-39	-29	-55	-98	-160	每股收益 (元)	0.217	0.175	0.336	0.475	0.782	1.085
所得税率	24.7%	27.7%	9.4%	10.0%	11.0%	13.0%	每股净资产 (元)	4.714	4.637	5.030	7.581	8.363	9.448
净利润	151	103	279	493	791	1,073	每股经营现金净流 (元)	0.131	0.066	0.069	-0.454	-0.289	-0.347
少数股东损益	21	-3	76	121	178	222	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
归属于母公司的净利润	130	106	203	373	614	851	回报率						
净利率	3.7%	2.8%	3.9%	5.0%	6.1%	6.3%	净资产收益率	4.61%	3.76%	6.68%	6.27%	9.35%	11.48%
				24%	22%	21%	总资产收益率	3.08%	2.17%	2.93%	4.68%	6.67%	7.84%
							投入资本收益率	5.85%	4.38%	4.39%	5.79%	7.90%	9.90%
现金流量表 (人民币百万元)							增长率						
净利润	151	103	279	493	791	1,073	营业收入增长率	12.99%	7.95%	36.10%	45.74%	34.46%	33.54%
少数股东损益	0	0	0	121	178	222	EBIT 增长率	2.58%	-11.78%	13.99%	55.20%	69.98%	53.63%
非现金支出	110	134	187	211	234	267	净利润增长率	3.21%	-18.85%	92.52%	83.26%	64.68%	38.64%
非经营收益	17	50	60	-214	-301	-352	总资产增长率	8.34%	15.03%	42.41%	14.95%	15.49%	17.96%
营运资金变动	-200	-246	-485	-846	-951	-1,259	资产管理能力						
经营活动现金净流	78	40	42	-235	-49	-50	应收账款周转天数	96.3	109.1	108.3	108.0	108.0	108.0
资本开支	376	287	561	-117	221	-42	存货周转天数	73.4	85.2	84.6	84.0	84.0	84.0
投资	20	-20	-312	0	0	-15	应付账款周转天数	34.7	33.3	36.2	35.0	35.0	35.0
其他	39	15	0	6	8	9	固定资产周转天数	85.3	103.4	97.2	77.4	62.0	47.7
投资活动现金净流	-317	-292	-873	123	-213	36	偿债能力						
股权募资	1	54	0	2,530	0	0	净负债/股东权益	-6.11%	5.74%	34.33%	-17.25%	-9.12%	-4.99%
债权募资	120	443	997	-1,978	0	0	EBIT 利息保障倍数	7.7	4.8	3.1	19.0	-23.8	-67.0
其他	-64	-260	-44	-42	-7	-7	资产负债率	28.49%	39.09%	51.53%	19.90%	22.05%	24.03%
筹资活动现金净流	57	237	952	510	-7	-7							
现金净流量	-182	-15	121	397	-269	-21							

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>