



买入

25% ↑

目标价格:人民币 27.00

300068.CH

价格:人民币 21.56

目标价格基础: 62 倍 16 年市盈率

板块评级: 增持

南都电源

政策掣肘锂电放量，资源回收表现惊艳

公司三季报业绩符合预期，公司在稳固传统后备电源业务的基础上，积极拓展车用动力电池及储能业务，安徽华铂再生铅业务显著增厚公司业绩。维持原有买入评级。

支撑评级的要点

- **业绩增速符合预期，持续推荐。**2016年1~9月份实现营业收入49.22亿元，同比增加41.72%；实现归母净利润2.46亿元，同比增加75.12%。业绩增速与公司此前公告一致，符合我们的预期，持续推荐。
- **传统业务增长稳定，大客户粘性强。**公司通讯用后备电源业务1~9月份实现营收18.74亿元，同比增长7.10%，中国铁塔作为公司新进大客户，公司对其实现销售6.09亿元，同比增长205.60%。
- **动力电池前景依旧向好，储能领域实现超前布局。**2016年1~9月份公司动力电池领域实现销售16,746.29万元，同比增长155.72%。此外，在国家“互联网+”智慧能源战略及电力改革持续深化的背景下，公司作为储能产业龙头已经实现了储能电站的商业化布局，发展前景可期。
- **安徽华铂表现惊艳，显著增厚公司业绩。**公司收购的安徽华铂业绩显著，2016年1~9月份实现营收20.14亿，归属于公司净利润11,050.73万元，显著增厚公司业绩，基本完成年度业绩承诺。

评级面临的主要风险

- 受新能源汽车政策影响，公司锂离子电池动力电池业务发展不达预期，储能产业政策不达预期。

估值

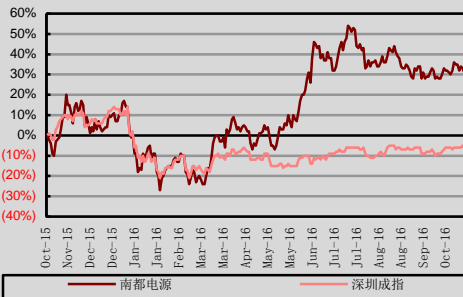
- 预计2016年公司在动力锂离子电池与再生铅循环领域业务的有力推动下，业绩实现快速增长，持续推荐。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	3,786	5,153	7,575	8,726	9,957
变动(%)	8	36	47	15	14
净利润(人民币 百万)	106	203	342	483	595
全面摊薄每股收益(人民币)	0.175	0.336	0.437	0.617	0.760
变动(%)	(19.6)	92.5	29.9	41.4	23.1
全面摊薄市盈率(倍)	123.5	64.2	49.4	34.9	28.4
价格/每股现金流量(倍)	324.3	311.8	(27.1)	5.7	(18.6)
每股现金流量(人民币)	0.07	0.07	(0.80)	3.78	(1.16)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	56.6	53.6	28.6	19.2	18.4
每股股息(人民币)	0.199	0.000	0.233	0.344	0.276
股息率(%)	0.9	n.a.	1.1	1.6	1.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	27.1	1.0	(1.8)	34.8
相对深证成指	45.1	(2.0)	(5.5)	43.0

发行股数(百万)	784
流通股(%)	74
流通股市值(人民币 百万)	12,529
3个月日均交易额(人民币 百万)	171
净负债比率(%) (2016E)	4
主要股东(%)	
宁波中金富盈股权投资合伙企业(有限合伙)	5

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2016年10月27日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

电气设备: 电源设备

彭勇*

(8621)20328596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

*王秋明为本报告重要贡献者

1. **业绩增长符合预期，持续推荐。**2016年1~9月份实现营业收入49.22亿元，同比增加41.72%；实现归上净利润2.46亿元，同比增加75.12%。业绩增速与公司此前公告一致，符合我们的预期，持续推荐。

图表 1. 主要会计数据和财务指标

	本报告期	变化幅度(%)	年初至报告期末	变化幅度(%)
营业收入(万元)	197,631.06	38.53	492,207.28	41.72
归上净利润(万元)	9,246.57	53.27	24,632.86	75.12
扣非后归上净利润(万元)	8,909.36	57.77	22,244.15	72.55
基本每股收益(元/股)	0.12	20.00	0.37	60.87
稀释每股收益(元/股)	0.12	20.00	0.37	60.87

资料来源：公司公告，中银证券

2. **补贴政策拖累公司动力锂电池业务放量，后期业务放量可期。**“骗补”调查引发的补贴政策难产直接导致公司今年动力锂电池业务迟迟未能放量，3季度相比上半年动力锂电池销售额仅仅增长4,500万左右。尽管如此，公司在新能源汽车领域积极布局，参股孔辉汽车（国内汽车底盘设计先驱，郭孔辉院士是国内汽车底盘设计领域的唯一一名院士）布局汽车设计及三电系统集成；投资年产2.3GWh动力电池技改项目，项目投产后总产能将达3.5GWh，其中三元电池产能达到1.6GWh。公司与东方神宇签订三年合作协议同时和河北长安汽车签订了供货合同，补贴政策出来后会继续受益新能源汽车产业的快速发展。
3. **安徽华铂表现惊艳，三季度基本完成年度业绩承诺。**安徽华铂1-9月份实现收入20.14亿元，为公司贡献净利润11,050.73万元（全年业绩承诺11,730万元）。未来依托安徽华铂的产业平台，公司将进行相关资源回收产业的延伸，进一步打造循环经济的完整产业模式，看好其未来发展。
4. **传统主业稳定增长，储能实现超前布局。**报告期内公司通讯用后备电源业务实现营收18.74亿元，同比增长7.10%，中国铁塔作为公司新进大客户，公司对其实现销售6.09亿元，同比增长205.60%。储能领域，公司已经签订了300MWh的储能电站合同，为中能硅业设计建造的12MWh储能电站已经正式运行。分析可知，南都储能电站在生命周期内预计盈利水平显著，未来将成为公司重要的业绩增长点。

图表 2. 中能硅业 12MWh 储能电站度电成本核算

初始投资(万元)	循环寿命(次)	电池残值(%)	储能度电成本(元)	度电峰谷电价差(元)	毛利率(%)
840+240	3,000	15	0.39	0.75	48
840+240	4,000	15	0.29	0.75	61
840+240	3,000	25	0.35	0.75	53
840+240	4,000	25	0.26	0.75	65

其中：初始投资包括储能电池+BMS+PCS的费用总和，循环寿命和电池残值分别按照行业平均水平和南都技术指标进行测算

储能收益率的计算公式：

储能度电成本=[(PCS双向变流器+BMS成本)/(PCS+BMS)与电池寿命比+(电池成本-电池残值)]/电池额定容量/DOD/循环次数/充电器效率/逆变器效率/电池充放电效率

资料来源：中银证券

5. **投资建议：**我们认为，公司传统业务增长稳定，大客户粘性强；储能业务已经实现超前布局，盈利水平优异；动力电池业务待政策落地后增长迅速，同时布局车辆底盘设计及三电系统集成，发展前景广阔；安徽华铂对公司业绩增厚明显，未来依托该平台公司可以拓展电池及资源回收业务。看好公司未来的发展，维持**买入**评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	3,786	5,153	7,575	8,726	9,957
销售成本	(3,249)	(4,414)	(6,473)	(7,452)	(8,517)
经营费用	(239)	(404)	(503)	(493)	(548)
息税折旧前利润	298	334	600	781	892
折旧及摊销	(116)	(148)	(191)	(261)	(355)
经营利润(息税前利润)	182	187	408	520	536
净利息收入/(费用)	(41)	(72)	(196)	(138)	(74)
其他收益/(损失)	1	194	306	403	461
税前利润	142	308	518	786	923
所得税	(39)	(29)	(49)	(122)	(105)
少数股东权益	(3)	76	128	181	222
净利润	106	203	342	483	595
核心净利润	104	374	623	890	1,075
每股收益(人民币)	0.175	0.336	0.437	0.617	0.760
核心每股收益(人民币)	0.172	0.618	0.796	1.136	1.373
每股股息(人民币)	0.199	0.000	0.233	0.344	0.276
收入增长(%)	8	36	47	15	14
息税前利润增长(%)	(11)	3	119	27	3
息税折旧前利润增长(%)	2	12	79	30	14
每股收益增长(%)	(20)	93	30	41	23
核心每股收益增长(%)	(42)	259	29	43	21

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	142	308	518	786	923
折旧与摊销	116	148	191	261	355
净利息费用	41	72	196	138	74
运营资本变动	(101)	(349)	(695)	1,570	(1,154)
税金	(42)	47	(49)	(122)	(105)
其他经营现金流	(116)	(185)	(785)	325	(1,003)
经营活动产生的现金流	40	42	(624)	2,957	(910)
购买固定资产净值	(13)	44	716	530	423
投资减少/增加	11	(226)	30	110	150
其他投资现金流	(290)	(692)	(1,425)	(1,064)	(844)
投资活动产生的现金流	(292)	(873)	(680)	(425)	(271)
净增权益	(120)	0	(182)	(269)	(216)
净增债务	443	1,104	1,605	(2,557)	396
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(85)	(187)	2,238	(236)	(296)
融资活动产生的现金流	237	943	3,713	(2,959)	104
现金变动	(15)	112	2,410	(427)	(1,077)
期初现金	763	844	971	3,381	2,954
公司自由现金流	(252)	(831)	(1,303)	2,532	(1,181)
权益自由现金流	232	345	497	113	(711)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	895	1,153	3,473	2,957	1,878
应收帐款	1,341	1,980	2,729	1,408	2,778
库存	828	1,199	2,021	1,684	2,547
其他流动资产	84	49	156	92	178
流动资产总计	3,148	4,381	8,380	6,140	7,381
固定资产	1,270	1,801	2,326	2,584	2,649
无形资产	191	236	235	246	249
其他长期资产	78	94	72	81	82
长期资产总计	1,539	2,130	2,633	2,911	2,980
总资产	4,868	6,932	11,416	9,453	10,763
应付帐款	697	905	1,255	1,342	1,624
短期债务	488	1,877	2,279	500	814
其他流动负债	349	615	357	507	515
流动负债总计	1,534	3,396	3,891	2,349	2,953
长期借款	293	100	1,321	500	604
其他长期负债	77	76	73	75	75
股本	605	605	783	783	783
储备	2,202	2,439	4,903	5,121	5,500
股东权益	2,807	3,044	5,686	5,904	6,283
少数股东权益	160	317	444	625	847
总负债及权益	4,868	6,932	11,416	9,453	10,763
每股帐面价值(人民币)	4.64	5.03	7.26	7.54	8.02
每股有形资产(人民币)	4.32	4.64	6.96	7.23	7.71
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.11)	1.66	0.28	(2.50)	(0.59)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	7.9	6.5	7.9	8.9	9.0
息税前利润率(%)	4.8	3.6	5.4	6.0	5.4
税前利润率(%)	3.8	6.0	6.8	9.0	9.3
净利率(%)	2.8	3.9	4.5	5.5	6.0
流动性					
流动比率(倍)	2.1	1.3	2.2	2.6	2.5
利息覆盖率(倍)	4.5	2.6	2.1	3.8	7.2
净权益负债率(%)	净现金	29.9	3.6	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.5	0.9	1.6	1.9	1.6
估值					
市盈率(倍)	123.5	64.2	49.4	34.9	28.4
核心业务市盈率(倍)	125.4	34.9	27.1	19.0	15.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	157.0	43.7	33.9	23.8	19.7
市净率(倍)	4.6	4.3	3.0	2.9	2.7
价格/现金流(倍)	324.3	311.8	(27.1)	5.7	(18.6)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	56.6	53.6	28.6	19.2	18.4
周转率					
存货周转天数	85.0	83.8	90.8	90.7	90.7
应收帐款周转天数	116.8	117.6	113.4	86.5	76.7
应付帐款周转天数	54.7	56.7	52.0	54.3	54.4
回报率					
股息支付率(%)	113.9	0.0	53.3	55.8	36.4
净资产收益率(%)	3.7	6.9	7.8	8.3	9.8
资产收益率(%)	2.9	2.9	4.0	4.2	4.7
已运用资本收益率(%)	0.7	1.1	1.1	1.4	1.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371