



电站基金如虎添翼，储能爆发势不可挡

——南都电源（300068）事件点评

2017年01月10日

强烈推荐/维持

南都电源 事件点评

事件：

1月9日，公司发布公告，与建行浙江分行营业部签署《战略合作协议》，拟合作成立储能电站基金。首期基金总规模暂定为50亿元，其中建行作为优先方出资额不超过80%，公司作为劣后方出资额不超过20%，用于重点支持南都电源在储能领域电站项目的建设运营，基金每年按照一定收益率向优先级投资人兑付收益。

主要观点：

1. 储能电站基金为未来电站建设提供资金保障

公司积极推广铅炭电池技术商业化储能电站项目，创新开展“投资+运营”的商业模式，建立有效的利益分配机制，实现与用户端、资金方利益的深度绑定。在该模式下，储能电站建设需要充足的先期资金投入，预计每1MWh储能电站建设成本约为150万元。本次成立的储能电站基金作为投资方，首期50亿元资金在未来二至三年可满足约3.5GWh的储能电站建设需求，将助力公司储能电站商业化项目快速拓展和落地。

2. 储能电站利润丰厚，金融平台大有可为

公司铅炭电池技术目前正引领储能商业化市场发展潮流，具备显著的经济性优势。经我们测算，在0.9元/kWh的峰谷电价差下，仅通过削峰填谷模式，公司每1MWh储能电站的年运营利润总额约10万元左右，内部收益率高达11%。对于资金方而言，储能电站具有收益率高、稳定性强的特点，将形成安全的固定收益来源。同时，基于储能电站的资产收益，还可通过资产证券化等渠道构建“电站+金融”平台，寻求超额回报，有利于“投资+运营”模式下储能电站项目的进一步推广。我们预计公司2017年储能电站运营规模有望达到900MWh，爆发增长势不可挡。

郑闵钢

010-66554031 zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：S1480510120012

联系人：林劼

010-66554034 linjie_@dxzq.net.cn

联系人：史鑫

010-60554044 shixin@dxzq.net.cn

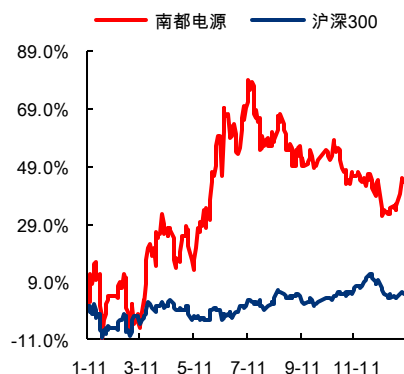
联系人：王革

010-66554043 wangge@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	12.65 -26.91
总市值（亿元）	149.64
流通市值（亿元）	110.88
总股本/流通A股（万股）	78427/58114
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	3.22

52周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《南都电源（300068）：能源互联网运营公司成立，“投资+运营”储能模式加速拓展》2016-12-19
- 2、《南都电源（300068）：“投资+运营”引领商业化储能元年，厚积薄发成就动力锂电新星》2016-11-24
- 3、《南都电源（300068）：基础业务稳定增长，储能、锂电加速放量》2016-10-31

结论:

自 2016 年起公司储能电站“投资+运营”模式进入加速推广期, 客户订单和应用市场不断扩大。此次成立储能电站基金, 将为公司未来储能项目的进一步扩展提供充足的资金保证, 标志着公司商业模式业已成熟, 即将进入业绩集中兑换期。与此同时, 公司业务多点开花, 2016 年度业绩同比预增 60%-90%。其中, 子公司华铂科技资源回收业务得益于产能提升和下半年铅价上涨利润大增; 锂电池产线建设稳步推进, 动力及备用电池业绩放量, 且具有极高的成长性。

我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 72.1 亿元、93.7 亿元和 117.9 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 3.7 亿元、5.6 亿元和 7.8 亿元, EPS 分别为 0.47 元 0.71 元和 0.99 元, 对应 PE 分别为 43.7、29.0 和 20.8。考虑公司储能业务的成长性和竞争优势, 给予公司 55 倍 PE, 六个月目标价 25.9 元, 维持公司“**强烈推荐**”评级。

风险提示:

储能行业发展不达预期, 公司储能电站建设进度不达预期。

附表: 储能电站削峰填谷年收益估测

电站盈利预测	参数条件	估算值
收入测算	电站规模 (MWh)	10
	电池充放深度 / 系统循环效率	80% / 90%
	年使用天数 (天)	330
	峰谷电价差 (元)	0.9
	收益分成比例	85%
	初始投资额 (百万元)	15.97
	电站运营收入 (百万元)	2.52
成本测算	电池成本 + 系统成本 (元/Wh)	0.9 + 0.25
	电池残值 / 系统残值	30% / 15%
	摊销年限 (年)	10
	电池年摊销 + 系统年摊销 (百万元)	0.88 + 0.30
	年运维费用占投资比例	2%
	年运维费用 (百万元)	0.32
利润测算	成本 (百万元)	1.49
	利润 (百万元)	1.03

资料来源: 东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	3148	4381	5868	7262	9043	营业收入	3786	5153	7211	9371	11785
货币资金	844	971	1514	1687	2121	营业成本	3240	4375	6043	7801	9692
应收账款	1275	1783	2371	3081	3875	营业税金及附加	9	39	55	71	90
其他应收款	27	58	81	105	132	营业费用	183	287	397	506	625
预付款项	84	49	49	49	49	管理费用	160	231	317	403	495
存货	828	1199	1573	2030	2523	财务费用	41	72	58	25	59
其他流动资产	44	182	182	182	182	资产减值损失	12.41	34.57	20.00	20.00	20.00
非流动资产合计	1720	2551	2518	2404	2239	公允价值变动收益	-2.75	2.75	3.00	3.00	3.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	-10.22	-4.21	3.00	3.00	3.00
固定资产	1219.94	1523.81	#####	1530.33	1431.74	营业利润	128	113	328	550	811
无形资产	191	236	212	191	172	营业外收入	20.32	206.53	250.00	250.00	250.00
其他非流动资产	62	61	65	70	75	营业外支出	6.06	10.93	12.00	14.00	16.00
资产总计	4868	6932	8387	9666	11282	利润总额	142	308	566	786	1045
流动负债合计	1534	3396	2095	2946	4014	所得税	39	29	57	80	110
短期借款	488	1877	400	914	1617	净利润	103	279	509	706	935
应付账款	234	634	662	855	1062	少数股东损益	-3	76	140	150	160
预收款项	11	32	47	65	89	归属母公司净利润	106	203	369	556	775
一年内到期的	240	148	148	148	148	EBITDA	463	554	555	753	1047
非流动负债合计	369	176	176	176	176	EPS (元)	0.18	0.34	0.47	0.71	0.99
长期借款	293	100	100	100	100	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	1903	3572	2271	3122	4190	成长能力					
少数股东权益	160	317	457	607	767	营业收入增长	7.95%	36.10%	39.94%	29.95%	25.77%
实收资本(或股	605	605	784	784	784	营业利润增长	-27.88%	-11.95%	190.75%	68.04%	47.39%
资本公积	1673	1707	3959	3959	3959	归属于母公司净利	81.49%	50.73%	81.49%	50.73%	39.43%
未分配利润	447	641	641	641	641	获利能力					
归属母公司股	2805	3043	5660	5939	6326	毛利率(%)	14.42%	15.09%	16.20%	16.75%	17.76%
负债和所有者	4868	6932	8387	9666	11282	净利率(%)	2.72%	5.42%	7.06%	7.54%	7.94%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元						总资产净利润(%)	2.17%	2.93%	4.40%	5.75%	6.87%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	3.76%	6.68%	6.52%	9.37%	12.26%
经营活动现金	40	42	-13	40	207	营运能力					
净利润	103	279	509	706	935	总资产周转率	0.83	0.87	0.94	1.04	1.13
折旧摊销	294.22	369.27	0.00	155.68	158.22	应收账款周转率	3	3	3	3	3
财务费用	41	72	58	25	59	应付账款周转率	12.80	11.87	11.12	12.35	12.30
应收账款减少	0	0	-588	-710	-794	每股指标(元)					
预收帐款增加	0	0	14	19	24	每股收益(最新摊	0.18	0.34	0.47	0.71	0.99
投资活动现金	-292	-873	-152	-78	-28	每股净现金流(最	-0.02	0.19	0.69	0.22	0.55
公允价值变动	-3	3	3	3	3	每股净资产(最新	4.64	5.03	7.22	7.57	8.07
长期股权投资	0	0	-30	-5	-5	估值比率					
投资收益	-10	-4	3	3	3	P/E	114.28	60.50	43.72	29.01	20.80
筹资活动现金	237	943	708	211	256	P/B	4.44	4.09	2.85	2.72	2.55
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	27.27	24.53	27.53	20.73	15.16
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	6	0	179	0	0						
资本公积增加	49	34	2252	0	0						
现金净增加额	-15	112	543	172	435						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯2014年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

林劼

清华大学工学硕士，电力设备与新能源行业研究员，2016年加入东兴证券，目前研究重点主要覆盖光伏、储能、新能源汽车等板块。

史鑫

材料学硕士，具备三年以上新能源汽车产业研发经验，两年证券从业经历，目前研究重点覆盖新能源汽车、光伏、光热、充电桩等环节。

王革

中科院电气工程硕士，4年光伏电池研发和产业化经验，1年公司管理经验，2016年加入东兴证券研究所，关注新能源汽车、光伏、风电等领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。