

# 铅回收助力业绩大增, 储能与锂电奠定未来成长基础

## ——南都电源（300068）事件点评

2017年02月28日

强烈推荐/维持

南都电源

事件点评

### 事件:

2月27日, 公司发布2016年年度业绩快报, 全年实现营收71.49亿元, 同比增长38.73%; 实现归母净利润3.30亿元, 同比增长62.35%。

### 主要观点:

#### 1. 铅回收业务快速增长, 未来表现值得期待

公司业绩最大增量来自子公司华铂科技的铅回收业务。随着2016年下半年国内铅价格快速上涨, 华铂再生铅产品毛利率大幅提升, 实现净利润3.8亿元, 同比大涨230%, 为公司贡献并表业绩1.9亿元, 同比增长175%。在环保压力下国内外大量铅产能关停, 而铅蓄电池需求旺盛不衰, 我们判断供需收紧将维持铅价的高位震荡格局, 华铂铅回收产品的高毛利率具备持续性, 为未来业绩提供稳定基础支撑。同时, 公司通过铅回收打通铅蓄电池产业链, 有利于锁定原材料成本, 构筑起循环经济的发展模式。目前华铂正积极推进产能提升, 同时公司对华铂剩余49%股权进行收购, 若收购成功, 华铂将成为其全资子公司, 进一步增厚业绩, 并与公司传统主业形成深度协同。

#### 2. 商用储能加速推广, 将迎业绩兑现期

公司积极推广铅炭电池储能电站项目, 创新开展“投资+运营”的商业模式, 全年商用储能电站签约规模接近1GW, 开工建设量150MWh, 项目规模国内领先, 为下一年度实现业绩贡献奠定良好基础。另外, 公司与建行浙江分行携手成立50亿元储能电站基金, 在未来二至三年可满足约3.5GWh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。我们测算公司每1MWh电站年运营收入将在10万元左右, 毛利率高达40%, 另外还可通过削峰填谷、电能管理、参与需求响应等多种增值辅助服务获得稳定的高额收益, 爆发增长势不可挡。

### 杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480510120014

### 联系人:

#### 林劼

010-66554034

linjie\_@dxzq.net.cn

#### 史鑫

010-60554044

shixin@dxzq.net.cn

#### 王革

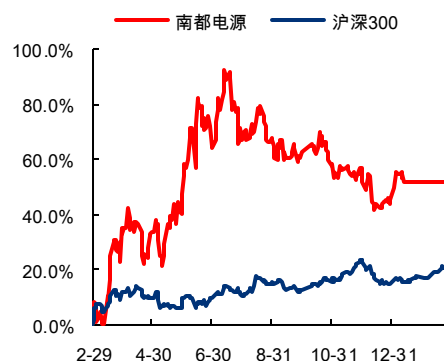
010-66554043

wangge@dxzq.net.cn

### 交易数据

52周股价区间(元)	20.14-14.23
总市值(亿元)	157.95
流通市值(亿元)	117.04
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	2.61

### 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）：电站基金如虎添翼，储能爆发势不可挡》2017-01-10
- 2、《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
- 3、《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、后备电源稳定增长，动力锂电值得期待

受益于中国铁塔 4G 网络基础设施投资的不断扩大，公司后备电源业务保持稳定增长，同比增幅约 8%。其中，通信锂电业务增速显著，同比增长 34%。动力电池方面，受 2016 年新能源汽车骗补调查和补贴调整等方面影响，动力锂电业务增长 60%略低于预期。但随着新能源汽车行业进入健康发展期，公司产能跟进并拓展三元布局，动力锂电高增长前景值得期待。

#### 结论：

在不考虑未来进一步收购华铂并表的情况下，预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 71.5 亿元、91.1 亿元和 114.7 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 3.3 亿元、5.1 亿元和 7.1 亿元，EPS 分别为 0.42 元 0.64 元和 0.91 元，对应 PE 分别为 47.6、31.3 和 22.2，维持公司“**强烈推荐**”评级。

#### 风险提示：

铅回收业务毛利率下降，新能源汽车动力电池市场竞争加剧，储能电站建设进度不达预期。

**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
<b>流动资产合计</b>	3148	4381	5833	7739	9421	<b>营业收入</b>	3786	5153	7149	9573	11771
货币资金	844	971	1501	2010	2472	<b>营业成本</b>	3240	4375	6040	8015	9695
应收账款	1275	1783	2350	3147	3870	营业税金及附加	9	39	114	144	165
其他应收款	27	58	80	107	132	营业费用	183	287	343	479	589
预付款项	84	49	49	49	49	管理费用	160	231	300	402	494
存货	828	1199	1572	2086	2523	财务费用	41	72	57	35	77
其他流动资产	44	182	182	182	182	资产减值损失	12.41	34.57	20.00	25.00	30.00
<b>非流动资产合计</b>	1720	2551	2518	2404	2239	公允价值变动收益	-2.75	2.75	6.64	5.00	5.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	-10.22	-4.21	5.00	0.00	0.00
固定资产	1219.94	1523.81	#####	1530.33	1431.74	<b>营业利润</b>	128	113	286	478	727
无形资产	191	236	212	191	172	营业外收入	20.32	206.53	237.46	270.00	300.00
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
<b>资产总计</b>	4868	6932	8351	10143	11660	<b>利润总额</b>	142	308	511	734	1011
<b>流动负债合计</b>	1534	3396	2056	3396	4307	所得税	39	29	51	73	101
短期借款	488	1877	361	1325	1908	<b>净利润</b>	103	279	460	661	910
应付账款	234	634	662	878	1062	少数股东损益	-3	76	130	140	150
预收款项	11	32	46	66	89	归属母公司净利润	106	203	330	521	760
一年内到期的	240	148	148	148	148	EBITDA	463	554	512	690	981
<b>非流动负债合计</b>	369	176	176	176	176	<b>EPS (元)</b>	0.18	0.34	0.42	0.66	0.97
长期借款	293	100	100	100	100	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	1903	3572	2232	3572	4483	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	160	317	446	586	736	营业收入增长	7.95%	36.10%	38.73%	33.91%	22.96%
实收资本(或股	605	605	784	784	784	营业利润增长	-27.88%	-11.95%	153.52%	67.54%	51.96%
资本公积	1673	1707	3959	3959	3959	归属于母公司净利	62.35%	57.85%	62.35%	57.85%	45.86%
未分配利润	447	641	674	726	802	<b>获利能力</b>					
归属母公司股	2805	3043	5674	5987	6443	毛利率(%)	14.42%	15.09%	15.51%	16.27%	17.64%
<b>负债和所有者</b>	4868	6932	8351	10143	11660	净利率(%)	2.72%	5.42%	6.43%	6.90%	7.73%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
						<b>ROE(%)</b>					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2.17%	2.93%	3.95%	5.14%	6.52%
<b>经营活动现金</b>	40	42	-47	-127	298	<b>偿债能力</b>					
净利润	103	279	460	661	910	资产负债率(%)	39%	52%	27%	35%	
折旧摊销	294.22	369.27	0.00	155.68	158.22	流动比率	2.05	1.29	2.84	2.28	2.19
财务费用	41	72	57	35	77	速动比率	1.51	0.94	2.07	1.66	1.60
应收账款减少	0	0	-567	-797	-723	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	14	19	24	总资产周转率	0.83	0.87	0.94	1.04	1.08
<b>投资活动现金</b>	-292	-873	-146	-84	-39	应收账款周转率	3	3	3	3	3
公允价值变动	-3	3	7	5	5	应付账款周转率	12.80	11.87	11.03	12.43	12.13
长期股权投资	0	0	-30	-5	-5	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	-10	-4	5	0	0	每股收益(最新摊	0.18	0.34	0.42	0.66	0.97
<b>筹资活动现金</b>	237	943	723	720	203	每股净现金流(最	-0.02	0.19	0.68	0.65	0.59
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	4.64	5.03	7.23	7.63	8.21
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	6	0	179	0	0	P/E	111.89	59.24	47.86	30.32	20.78
资本公积增加	49	34	2252	0	0	P/B	4.34	4.00	2.78	2.64	2.45
<b>现金净增加额</b>	-15	112	530	509	462	EV/EBITDA	26.70	24.06	29.13	22.24	15.78

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 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。