

铅回收助推业绩高增长，开启2017商业化储能之年

——南都电源（300068）2016年年度报告点评

2017年03月12日

强烈推荐/维持

南都电源

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	
林劼	联系人		
	linjie_@dxzq.net.cn	010-66554034	
史鑫	联系人		
	shixin@dxzq.net.cn	010-60554044	
王革	联系人		
	wangge@dxzq.net.cn	010-66554043	

事件：

3月10日，公司发布2016年年度报告，全年实现营业收入71.41亿元，同比增长38.58%，实现归母净利润3.29亿元，同比增长62.00%，EPS为0.47元。同时，公司发布2017年一季度业绩预告，预计一季度业绩同比增长0%~30%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入（百万元）	1167.81	1426.67	1680.03	1467.59	1478.18	1976.31	2219.35
增长率（%）	26.30%	27.34%	78.48%	67.03%	26.58%	38.53%	32.10%
毛利率（%）	17.34%	12.51%	16.09%	16.33%	15.52%	15.60%	21.71%
期间费用率（%）	10.85%	10.05%	13.55%	10.52%	9.14%	8.89%	12.10%
营业利润率（%）	5.65%	1.52%	0.02%	3.37%	3.33%	4.15%	4.68%
净利润（百万元）	61.27	89.11	105.87	79.05	108.32	152.63	137.24
增长率（%）	86.90%	122.63%	-639.48%	242.98%	76.79%	71.28%	29.64%
每股盈利（季度，元）	0.09	0.10	0.10	0.10	0.15	0.12	0.11
资产负债率（%）	45.01%	50.42%	51.53%	51.77%	38.81%	32.57%	30.90%
净资产收益率（%）	2.01%	2.77%	3.15%	2.31%	1.82%	2.50%	2.16%
总资产收益率（%）	1.11%	1.37%	1.53%	1.11%	1.11%	1.68%	1.49%

观点：

➤ **三驾马车并驾齐驱，业绩增速符合预期。**公司目前业绩主要来自后备电源、动力电池和资源再生三方面贡献：

1) 传统主业后备电源业务方面，尽管海外后备电源业务同比下降3.98%，但受益于中国铁塔基建投资

扩大，全年实现营业收入26.78亿元，同比增长15.30%，毛利率上升3.04个百分点至23.65%。随着全球IDC、4G、甚至5G通讯等领域快速发展，以及传统后备电源锂电化以及配套系统配套应用市场迅速拓展，公司后备电源业务仍将保持稳定增长。

- 2) 动力电池方面，受电动自行车用动力电池价格战持续和新能源汽车产业政策调整影响，实现营收15.2亿元，同比下降5.27%，但其中新能源汽车用动力锂电池实现营收2.22亿，同比增长80.68%。2016年来公司在新能源汽车产业链不断进行资源整合，先后参股孔辉汽车、智行鸿远等优秀汽车核心部件开发商，同时与多家车厂签订战略合作协议，持续加码动力电池及其衍生业务。随着国内新能源汽车行业再迎健康发展以及公司动力锂电产能跟进，预计2017年公司动力电池业务将重回快速增长。
 - 3) 资源回收方面，公司子公司华铂科技全年回收合处理废旧电池35万吨以上，同时，收益2016年下半年来铅价格快速上涨，毛利率同比上升5.34个百分点，盈利能力大幅增强，全年实现营收32.98亿元，净利润3.79亿元，高出此前2.3亿元的业绩承诺64.73%，为公司贡献业绩1.93亿元。同时，华铂正积极研发对多种有色金属再回收加工技术，进一步增强盈利能力。目前公司启动资产重组对华铂剩余49%股权进行收购，使华铂成为其全资子公司增厚业绩，并与其他业务形成深度协同。
- **商业储能项目迅速落地，2017年将迎来业绩兑现期。**在“投资+运营”商业模式下，公司积极推广铅炭电池储能电站项目，2016年储能电站签约容量以接近1GW，其中在建量150MWh，待建量150MWh，投运量近30MWh。经测算，公司每1MWh电站年运营收入将在10万元左右，毛利率高达40%，现有规模储备将为后续实现业绩兑现奠定良好基础。另外，公司成立专门运营公司进行运营平台和投资架构设计，并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3~4GWh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。我们认为公司在商业化储能领域已达全球领先水平，峰谷电价差套利的发展模式清晰成熟，未来还可通过削峰填谷、电能管理、参与需求响应等多种辅助服务获得增值收益，随着储能行业风口到来，爆发增长势不可挡。

结论：

在不考虑未来进一步收购华铂并表的情况下，我们预计公司2017 - 2019年的营业收入分别为90.5亿元、113.4亿元和133.3亿元；归母净利润分别为5.2亿元、7.6亿元和9.2亿元；EPS分别为0.66元、0.97元和1.17元，对应PE分别为30.4、20.9和17.2，维持公司“**强烈推荐**”评级。

风险提示：

储能电站建设进度不及预期，后备电源需求下降，动力电池市场竞争加剧，铅价下跌导致铅回收利润下滑。

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		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	4381	6359	8997	11343	13423	营业收入	5153	7141	9047	11341	13339
货币资金	971	1587	2714	3402	4002	营业成本	4375	5882	7411	9183	10750
应收账款	1783	2267	2974	3728	4386	营业税金及附加	39	208	262	318	360
其他应收款	58	88	111	140	164	营业费用	287	369	461	567	654
预付款项	49	110	184	276	383	管理费用	231	287	362	454	534
存货	1199	2102	2640	3271	3829	财务费用	72	78	15	39	95
其他流动资产	182	130	225	340	439	资产减值损失	34.57	25.96	25.00	25.00	25.00
非流动资产合计	2551	2830	2755	2675	2587	公允价值变动收益	2.75	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	38	38	38	38	投资净收益	-4.21	-6.58	-10.00	-10.00	-10.00
固定资产	1523.8	1628.2	#####	1666.4	1606.2	营业利润	113	284	500	745	912
无形资产	236	223	215	209	203	营业外收入	206.53	235.89	250.00	270.00	290.00
其他非流动资产	61	69	70	75	80	营业外支出	10.93	10.42	10.00	10.00	10.00
资产总计	6932	9189	11752	14017	16010	利润总额	308	510	740	1005	1192
流动负债合计	3396	2454	2630	4309	5607	所得税	29	33	48	65	77
短期借款	1877	650	569	1799	2685	净利润	279	477	692	940	1114
应付账款	634	886	1076	1333	1561	少数股东损益	76	148	170	180	190
预收款项	32	60	96	142	195	归属母公司净利润	203	329	522	760	924
一年内到期的非流	148	100	100	100	100	EBITDA	554	746	707	992	1220
非流动负债合计	176	386	38	-12	-62	BPS (元)	0.34	0.48	0.66	0.97	1.17
长期借款	100	15	-35	-85	-135	主要财务比率					
应付债券	0	298	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	3572	2840	2667	4296	5544	成长能力					
少数股东权益	317	454	624	804	994	营业收入增长	36.10%	38.58%	26.68%	25.35%	17.63%
实收资本(或股本)	605	787	787	787	787	营业利润增长	-11.95	152.47	75.81%	49.03%	22.33%
资本公积	1707	4047	6299	6299	6299	归属于母公司净利润	58.46%	45.58%	58.46%	45.58%	21.62%
未分配利润	641	958	1089	1278	1510	获利能力					
归属母公司股东权	3043	5896	8461	8917	9471	毛利率(%)	15.09%	17.63%	18.08%	19.02%	19.41%
负债和所有者权	6932	9189	11752	14017	16010	净利率(%)	5.42%	6.68%	7.65%	8.29%	8.35%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	2.93%	3.58%	4.44%	5.42%	5.77%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	6.68%	5.59%	6.17%	8.52%	9.76%
经营活动现金流	42	5	-318	16	393	偿债能力					
净利润	279	477	692	940	1114	资产负债率(%)	52%	31%	23%	31%	
折旧摊销	369.27	383.62	0.00	185.90	192.51	流动比率	1.29	2.59	3.42	2.63	2.39
财务费用	72	78	15	39	95	速动比率	0.94	1.73	2.42	1.87	1.71
应收账款减少	0	0	-707	-754	-657	营运能力					
预收帐款增加	0	0	36	45	53	总资产周转率	0.87	0.89	0.86	0.88	0.89
投资活动现金流	-873	-466	-154	-165	-165	应收账款周转率	3	4	3	3	3
公允价值变动收益	3	0	0	0	0	应付账款周转率	11.87	9.40	9.22	9.41	9.22
长期股权投资减少	0	0	1	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-4	-7	-10	-10	-10	每股收益(最新摊薄)	0.34	0.48	0.66	0.97	1.17
筹资活动现金流	943	1083	1599	837	371	每股净现金流(最新)	0.19	0.79	1.43	0.87	0.76
应付债券增加	0	0	-298	0	0	每股净资产(最新摊)	5.03	7.49	10.75	11.33	12.04
长期借款增加	0	0	-50	-50	-50	估值比率					
普通股增加	0	182	0	0	0	P/E	59.24	41.96	30.37	20.86	17.15
资本公积增加	34	2340	2252	0	0	P/B	4.00	2.69	1.87	1.78	1.67
现金净增加额	112	622	1127	688	600	EV/EBITDA	24.06	20.53	19.46	14.38	11.88

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

林昶

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法律责任。

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。