

华铂回头客，再谋铅回收

——南都电源（300068）事件点评

2017年04月12日

强烈推荐/维持

南都电源 | 事件点评

事件：

公司发布公告，拟通过向朱保义非公开发行股份和支付现金相结合的方式购买其持有华铂科技 49%的股权。本次交易的总对价为 19.6 亿元，公司将以非公开发行股份方式支付 14.7 亿元，以现金方式支付 4.9 亿元，同时拟募集配套资金 5 亿元。交易完成后，公司将直接持有华铂科技 100%股权。

主要观点：

加大铅回收布局，增厚公司业绩。2015 年 6 月，公司以 3.16 亿元收购了华铂科技 51%的股权，正式进军铅回收产业。目前华铂科技具备含铅废物年处理能力 42.9 万吨，再生铅产能约 30 万吨，2018 年二期规划项目达产后预计将新增约 60 万吨废旧铅酸蓄电池处理能力及约 46 万吨再生铅产能。在环保监察趋严，铅价维持高位震荡，再生铅行业集中度提升的背景下，公司本次再次收购华铂 49%股权，进一步加大资源回收产业布局力度，显著增厚公司业绩，并有助于缓解上游铅价上涨带来的成本压力，增强公司铅蓄电池产业链盈利能力。

高承诺低估值，业绩有望显著增厚。公司本次对华铂科技 49%股权交易定价为 19.6 亿元，与上次收购 51%股权定价 3.16 亿元相比估值显著提高，这主要是由于在铅价走高带动下华铂铅回收产品量价齐升，盈利能力增强，同时二期项目开展建设，大幅提升未来销售规模预期。华铂科技 2017-2019 年承诺业绩分别不低于 4.0、5.5 和 7.0 亿元，对应市盈率分别为 10 倍、7.3 倍和 5.7 倍，仍远低于公司及行业目前估值，相应将增厚公司业绩 1.96、2.70 和 3.43 亿元。

投资建议：如不考虑本次收购，预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 5.6、7.5、8.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.71、0.95、1.10 元，PE 分别为 28.5、21.2、18.4 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：收购进度低于预期，铅价走势低于预期，华铂产能释放低于预期。

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

王革

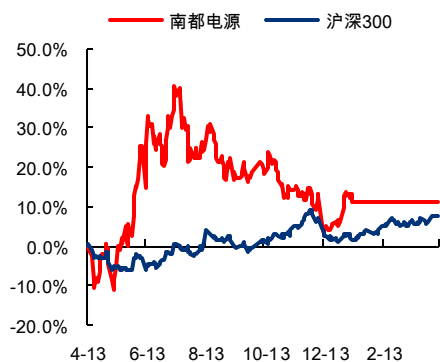
010-66554043

wangge@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	20.17-17.72
总市值（亿元）	158.73
流通市值（亿元）	117.6
总股本/流通 A 股（万股）	78694/58307
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.04

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

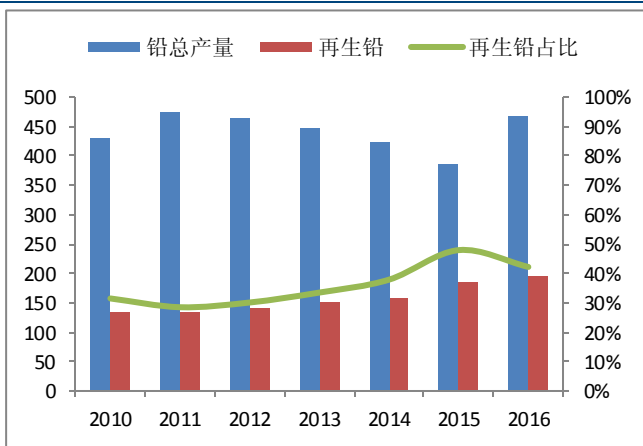
相关研究报告

- 1、《南都电源（300068）：铅回收助推业绩高速增长，开启 2017 商业化储能之年》2017-03-13
- 2、《南都电源（300068）：电站基金如虎添翼，储能爆发势不可挡》2017-01-10
- 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

1、国内再生铅市场有翻倍空间

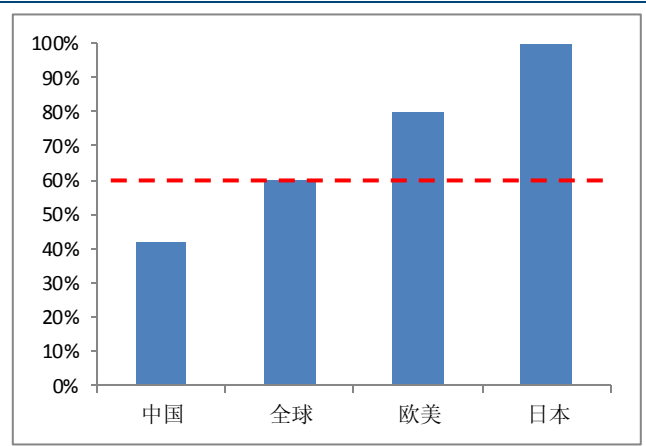
我国原生铅行业受环保督查趋严和淘汰落后产能力度加大影响，大量铅矿被限产或关停，原生铅产量自 2013 年以来持续下滑。而再生铅企业则享受国家各类退税政策优惠，逐步对原生铅进行产能替代，再生铅行业逐步回暖。目前，国际上再生铅使用占比已超过 60%，其中，美国已达到 70%，欧洲达到 80%，日本更是接近 100%，而中国再生铅使用比例仅 40% 左右，低于国际平均水平。根据《控制危险废物越境转移及其处置巴塞尔公约》要求，成员国不允许进出口含铅废料，原料均来自国内产生的含铅废料。作为公约缔约国，中国再生铅产业具有翻倍空间。

图 1：我国铅产量情况（单位：万吨）



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

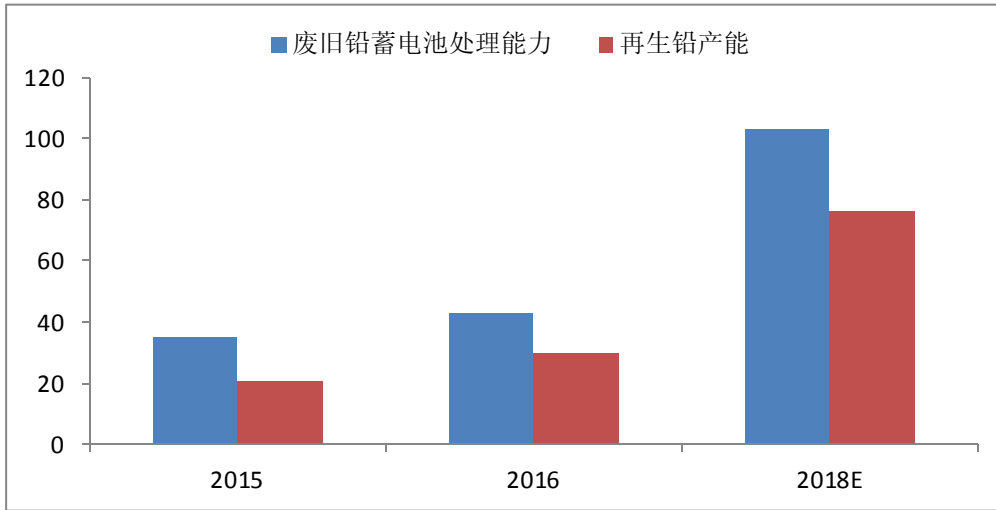
图 2：我国再生铅使用占比低于全球平均水平



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

另外，环保督查趋严和《再生铅行业规范条件》的出台也不断加快再生铅行业整合，大量中小型再生铅企业逐步被淘汰出局，产业整合持续深化，再生铅企业数量将从之前的 200 多家缩减到 30 家左右，未来还可能进一步缩减至 10 家以内，产业集中度将大幅提高。

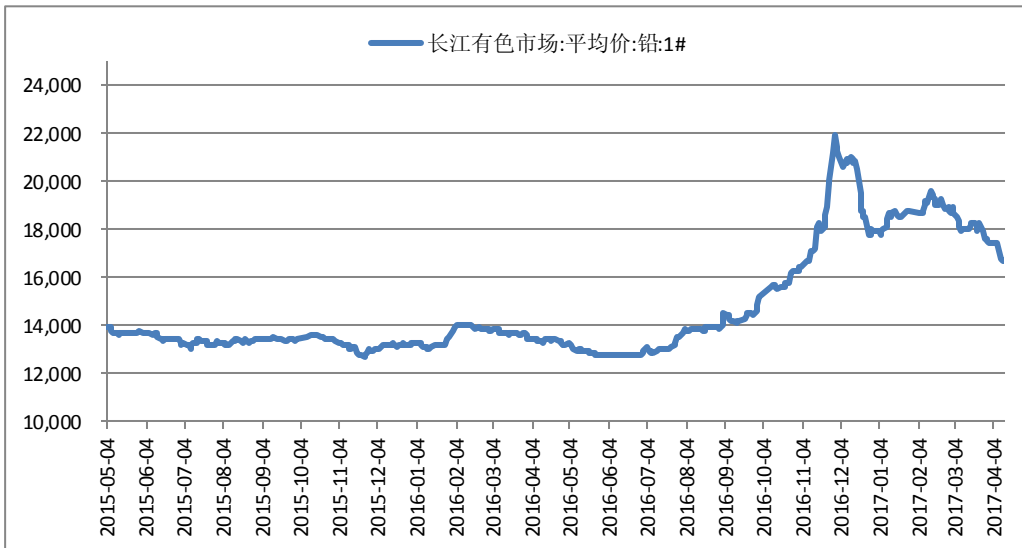
2015、2016 年全国再生铅产量分别约为 185 万吨、197 万吨，华铂科技铅产量分别为 16.78 万吨和 27.11 万吨，市占率分别为 9% 和 14%，成为我国再生铅行业龙头企业。随着公司产能利用率进一步提升和未来二期工程投产，公司市占率将进一步提高。目前华铂科技具备含铅废物年处理能力 42.9 万吨，再生铅产能约 30 万吨，2018 年二期规划项目达产后预计将新增约 60 万吨废旧铅酸蓄电池处理能力及约 46 万吨再生铅产能。

图 3：华铂科技再生铅产能规划（万吨）


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2、铅价高位震荡推高铅回收毛利率

在国内铅矿供应紧张、环保要求不断提高以及下游铅蓄电池需求逐步向好的影响下，2016年下半年其铅价出现大幅上涨，预计2017年铅价将继续在高位运行。

图 4：2016年下半年铅价大涨，2017年有望高位震荡（元/吨）


资料来源：Wind，东兴证券研究所

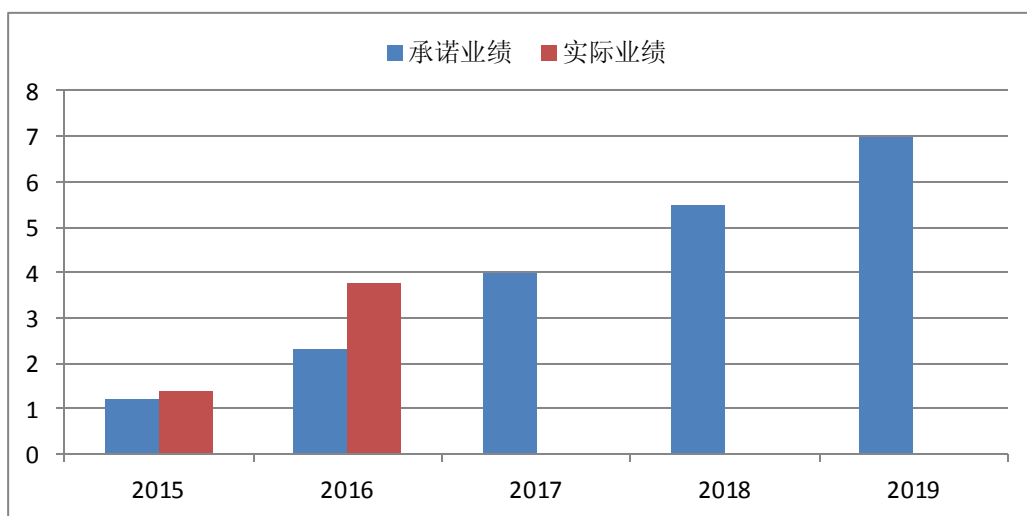
受益于铅价大涨，2016年华铂电解铅及和金钱产品平均售价分别上涨8.13%和14.58%。而由于上游废旧铅蓄电池主要供应商大多为从事废旧电池回收业务的自然人，华铂科技作为大型企业具备较强议价能力，且由于大量中小再生铅企业被迫关停，再生铅原材料市场供大于求，因此电解铅及合金铅产品的单位成本仅分别上涨0.12%和3.99%，远低于平均售价涨幅，华铂科技毛利率出现大幅上涨。

3、高承诺低估值，将显著增厚公司业绩

2015年6月，公司以3.16亿元收购了华铂科技51%的股权，正式进军铅回收领域。华铂2015、2016年分别实现净利润1.38和3.79亿元，超额完成其1.2和2.3亿元的承诺业绩。

公司本次再次对华铂科技49%的剩余股权进行收购，交易定价为19.6亿元，其中现金支付4.9亿元，发行股份支付14.7亿元，发行价17.93元/股。与上次收购51%股权定价3.16亿元相比，本次收购估值显著提高，这主要是由于在铅价走高带动下华铂铅回收产品量价齐升，盈利能力增强，同时二期项目开展建设，显著提升未来销售规模预期。华铂科技2017-2019年承诺业绩分别不低于4.0、5.5和7.0亿元，对应市盈率分别为10倍、7.3倍和5.7倍，仍远低于公司及行业目前估值，相应将增厚公司业绩1.96、2.70和3.43亿元。

图 5：华铂科技业绩情况（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4、打造循环经济产业链，有效控制铅电成本

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。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。

公司每年的铅及铅制品需求量占采购总额的70%以上，随着公司从单一铅蓄电池产品销售逐步向提供系统解决方案和运营服务转型升级，特别是铅炭电池储能电站项目建设规模急剧放量，在铅回收和使用上面临双重需求。通过收购安徽华铂，公司将逐步完善铅蓄电池产业链，在充分保障废旧电池来源的基础上，缩短回收链条，提高产业循环效率，有助于规避降上游铅价上涨带来的影响，降低生产成本，保障铅蓄电池产品利润空间。

结论：

在不考虑本次收购的情况下，我们预计公司 2017-2019 年营收分别为 92.5、121.9 和 147.0 亿元，归母净利润分别为 5.6、7.5 和 8.6 亿元，EPS 分别为 0.71、0.95 和 1.10 元，对应 PE 分别为 28.5、21.2 和 18.4 倍。若考虑本次收购及增发（下半年 49%股权并表），则预计公司 2017-2019 年规模净利润分别为 6.8、10.1 和 12.0 亿元，EPS 分别为 0.79、1.16 和 1.38 元，对应 PE 分别为 25.6、17.4 和 14.6 倍，维持公司“**强烈推荐**”评级。

风险提示：

收购进度低于预期，铅价走势低于预期，华铂产能释放低于预期。

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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	4381	6359	8731	11586	14074	营业收入	5153	7141	9252	12187	14700
货币资金	971	1587	2313	3047	3675	营业成本	4375	5882	7608	10009	12086
应收账款	1783	2267	3042	4007	4833	营业税金及附加	39	208	259	329	382
其他应收款	58	88	114	150	181	营业费用	287	369	472	597	691
预付款项	49	110	186	286	407	管理费用	231	287	370	475	559
存货	1199	2102	2710	3565	4305	财务费用	72	78	9	38	112
其他流动资产	182	130	214	331	432	资产减值损失	34.57	25.96	20.00	20.00	20.00
非流动资产合计	2551	2830	2857	2869	2869	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	-6.58	-6.58	-6.58
固定资产	1523.81	1628.26	#####	1732.32	1739.77	营业利润	113	284	508	712	843
无形资产	236	223	220	218	217	营业外收入	206.53	235.89	300.00	365.00	430.00
其他非流动资产	61	69	69	69	69	营业外支出	10.93	10.42	11.00	12.00	13.00
资产总计	6932	9189	11588	14455	16942	利润总额	308	510	797	1065	1260
流动负债合计	3396	2454	2424	4612	6261	所得税	29	33	50	66	77
短期借款	1877	650	298	1889	3004	净利润	279	477	747	999	1183
应付账款	634	886	1105	1453	1755	少数股东损益	76	148	190	250	320
预收款项	32	60	97	146	205	归属母公司净利润	203	329	557	749	863
一年内到期的	148	100	100	100	100	EBITDA	554	746	710	965	1181
非流动负债合计	176	386	38	18	18	EPS (元)	0.34	0.48	0.71	0.95	1.10
长期借款	100	15	-35	-55	-55	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	2462	4629	6279	成长能力					
少数股东权益	317	454	644	894	1214	营业收入增长	36.10%	38.58%	29.56%	31.72%	20.61%
实收资本(或股	605	787	787	787	787	营业利润增长	-11.95%	152.47%	78.57%	40.21%	18.41%
资本公积	1707	4047	6299	6299	6299	归属于母公司净利	69.02%	34.56%	69.02%	34.56%	15.26%
未分配利润	641	958	1097	1284	1500	获利能力					
归属母公司股	3043	5896	8482	8932	9450	毛利率(%)	15.09%	17.63%	17.77%	17.87%	17.78%
负债和所有者	6932	9189	11588	14455	16942	净利率(%)	5.42%	6.68%	8.07%	8.20%	8.05%
现金流量表						总资产净利润(%)	2.93%	3.58%	4.80%	5.18%	5.10%
						ROE(%)	6.68%	5.59%	6.56%	8.39%	9.14%
经营活动现金	42	5	-346	-243	227	偿债能力					
净利润	279	477	747	999	1183	资产负债率(%)	52%	31%	21%	32%	
折旧摊销	369.27	383.62	0.00	193.40	203.97	流动比率	1.29	2.59	3.60	2.51	2.25
财务费用	72	78	9	38	112	速动比率	0.94	1.73	2.48	1.74	1.56
应收账款减少	0	0	-774	-965	-826	营运能力					
预收帐款增加	0	0	37	49	59	总资产周转率	0.87	0.89	0.89	0.94	0.94
投资活动现金	-873	-466	-249	-257	-257	应收账款周转率	3	4	3	3	3
公允价值变动	3	0	0	0	0	应付账款周转率	11.87	9.40	9.30	9.53	9.16
长期股权投资	0	0	1	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-4	-7	-7	-7	-7	每股收益(最新摊	0.34	0.48	0.71	0.95	1.10
筹资活动现金	943	1083	1321	1233	658	每股净现金流(最新	0.19	0.79	0.92	0.93	0.80
应付债券增加	0	0	-298	0	0	每股净资产(最新摊	5.03	7.49	10.78	11.35	12.00
长期借款增加	0	0	-50	-20	0	估值比率					
普通股增加	0	182	0	0	0	P/E	59.32	42.02	28.52	21.20	18.39
资本公积增加	34	2340	2252	0	0	P/B	4.01	2.69	1.87	1.78	1.68
现金净增加额	112	622	726	734	628	EV/EBITDA	24.09	20.57	19.62	15.29	12.91

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。

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。