

南都电源(300068)/电源设备 华铂贡献主要业绩, 储能业务加速布局望迎业绩释放

评级: 买入(维持)

市场价格: 20.06

目标价格: 38.26

分析师: 邵晶鑫

执业证书编号: S0740517010005

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

分析师: 邹玲玲

执业证书编号: S074517040001

Email: zoull@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,158
流通股本(百万股)	293
市价(元)	15.51
市值(百万元)	17,961
流通市值(百万元)	4,546

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 收购华铂剩余股权, 打通电池循环回收产业链, 期待储能业绩迎来释放
- 2 铅回收业绩超预期, “储能+”应用领域打开
- 3 三季报高增长符合预期, 四季度动力锂电有望集中放量

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5153.13	7141.42	10055.89	13017.26	15260.13
增长率 yoy%	36.10%	39%	41%	29%	17%
净利润	203.3	329.3	576.4	709.6	804.5
增长率 yoy%	92.5%	62.0%	75.0%	23.1%	13.4%
每股收益(元)	0.26	0.42	0.73	0.90	1.02
每股现金流量	0.07	0.01	0.33	0.13	1.76
净资产收益率	6.7%	5.6%	8.9%	9.9%	10.1%
P/E	77.7	47.9	27.4	22.2	19.6
PEG	1.6	1.6	0.3	0.4	0.6
P/B	5.2	2.7	2.4	2.2	2.0

备注:

投资要点

- **事件:** ①公司发布 2017 年一季报, 2017 年实现营业收入 18.79 亿元, 同比增长 28.00%; 归母净利润 0.66 亿元, 同比增长 8.96%, 扣非归母净利润 0.46 亿元, 同比减少 5.39%。②公司综合毛利率 14.26%, 同比减少 12.65 个 pct.; 销售/管理/财务费用分别为 0.79/0.70/0.22 亿元, 比上年同期变动 15.98%/26.06%/-29.51%, 相应费率同比变动-0.54/-0.06/-0.96 个 pct., 三项费用控制良好。
- **华铂业绩稳定增长, 全年有望超业绩承诺:** 公司收购华铂科技剩余股权, 打通电池回收循环产业链。目前华铂已成为全国再生铅龙头企业, 二期项目处理能力 60 万吨计划于 2018 年建成, 建成后整体再生铅产能达 90 万吨以上。此外二期项目对铅回收的技术及工艺设备进行提升, 单位处理成本将从现有成本基础上下降 30%。2017-2019 年华铂业绩承诺分别为: 扣非净利润 4 亿元、5.5 亿元、7 亿元。2017 年 Q1 华铂实现营收 7.44 亿元, 净利润 1 亿元, 随着华铂产能的逐步释放, 我们预计, 其今年有望超业绩承诺 4 亿元。
- **通信后备电源稳定增长, “储能+”应用模式打开:** 公司已实现储能无补贴商业化运营, 率先提出储能“投资+运营”商业模式, 并持续研发投入, 目前二代铅炭电池 40%DOD 的循环寿命已超过 7000 次。公司推出 4 大商业创新业务模式: 一次调频服务模式、配网侧“增量配网+”储能模式、“储能+备电”服务模式、“储能+”优质供电服务模式。公司与建行设立 50 亿电站基金已落地, 并引入三峡资本、中信建投证券成立产业基金, 加速储能项目规模扩张。目前公司储能已签约 1.5GWh, 投运超 100MWh, 在建容量 300MWh, 2017 年计划签约 3GWh, 投运目标达 800MWh。当前江苏艾科、无锡新加坡工业园区等多个储能电站已投入运营, 同时探索储能调频服务, 计划在德国建设 50 MW 一次调频储能电站。我们预计今年南都将迎来储能业绩释放。与此同时, 公司通信及后备电源业务保持稳定增长, 2017 年 1 季度实现营业收入 6.37 亿元, 同比增长 17.25%。
- **南都电池进入锂离子电池行业规范目录。** 公司入围《锂离子电池行业规范条件》第一批企业名单, 有利于动力锂电池业务发展。受到新能源汽车补贴政策影响, 一季度行业处于调整期, Q1 锂离子电池业务实现收入 1.2 亿元, 同比下降 34.13%。报告期内, 公司改变经营模式, 电动自行车用动力电池业务实现扭亏为盈, 实现营业收入 4.30 亿元, 同比增长 99.53%。
- **投资建议:** 通信后备电源龙头保持主业稳定, 储能创新性提出的“投资+运营”模式已实现无补贴商业化运营, 未来加速推进储能项目落地并拓展其应用领域积极卡位。铅回收产业链, 带来业绩稳定增长; 布局动力锂电领域, 享新能源汽车景气周期。不考虑华铂 49%股权并表, 预计公司 2017-2019 年净利润分别为 5.76 亿、7.1 亿、8.05 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.73、0.90、1.02 元, 维持买入评级, 12 个月目标价为 38.26 元。
- **风险提示:** 储能政策、技术进步与成本下降不及预期; 动力电池不达预期、铅价大幅波动风险

图表：公司财务预测模型

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,153.1	7,141.4	10,055.9	13,017.3	15,260.1	成长性					
减: 营业成本	4,375.3	5,882.4	8,302.1	10,744.6	12,543.6	营业收入增长率	36.1%	38.6%	40.8%	29.4%	17.2%
营业税费	39.1	208.3	258.4	338.4	396.8	营业利润增长率	-11.9%	152.5%	89.0%	21.5%	8.5%
销售费用	286.7	369.1	502.8	661.6	769.4	净利润增长率	92.5%	62.0%	75.0%	23.1%	13.4%
管理费用	230.9	286.8	392.2	468.6	534.1	EBITDA增长率	16.9%	61.7%	48.0%	45.8%	42.6%
财务费用	72.5	78.0	32.7	122.6	278.6	EBIT增长率	9.8%	95.8%	57.3%	36.1%	27.2%
资产减值损失	34.6	26.0	30.3	28.1	29.2	NOPLAT增长率	37.5%	102.2%	62.5%	35.3%	26.9%
加: 公允价值变动收益	2.7	-	-	-	-	投资资本增长率	44.2%	29.6%	22.7%	52.2%	38.7%
投资和汇兑收益	-4.2	-6.6	-	-	-	净资产增长率	13.3%	89.0%	12.6%	13.2%	13.1%
营业利润	112.6	284.4	537.5	653.1	708.4	利润率					
加: 营业外净收支	195.6	225.5	289.0	338.0	399.0	毛利率	15.1%	17.6%	17.4%	17.5%	17.8%
利润总额	308.2	509.9	826.5	991.1	1,107.4	营业利润率	2.2%	4.0%	5.3%	5.0%	4.6%
减: 所得税	28.9	32.6	36.9	44.9	48.8	净利润率	3.9%	4.6%	5.7%	5.5%	5.3%
净利润	203.3	329.3	576.4	709.6	804.5	EBITDA/营业收入	6.5%	7.5%	7.9%	8.9%	10.9%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	3.6%	5.1%	5.7%	6.0%	6.5%
货币资金	971.2	1,587.4	1,508.4	1,952.6	2,289.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	96	79	63	68	96
应收账款	1,840.9	2,355.3	3,789.9	4,165.1	5,160.6	流动营业资本周转天数	123	129	124	126	131
应收票据	138.7	75.1	249.0	155.6	327.4	流动资产周转天数	263	271	257	246	254
预付账款	48.9	110.0	154.5	165.0	205.5	应收账款周转天数	110	106	110	110	110
存货	1,199.4	2,101.6	2,151.4	3,220.9	3,608.4	存货周转天数	71	83	76	74	81
其他流动资产	182.2	129.6	129.6	147.1	135.4	总资产周转天数	412	406	367	369	427
可供出售金融资产	20.0	10.9	20.0	20.0	20.0	投资资本周转天数	260	254	227	243	299
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	37.7	37.7	37.7	37.7	ROE	6.7%	5.6%	8.9%	9.9%	10.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.0%	5.2%	7.0%	6.1%	5.1%
固定资产	1,523.8	1,628.3	1,894.9	3,015.5	5,123.7	ROIC	5.5%	7.7%	9.7%	10.7%	8.9%
在建工程	277.0	358.1	437.4	1,452.0	2,719.3	费用率					
无形资产	235.6	222.8	395.1	554.4	666.3	销售费用率	5.6%	5.2%	5.0%	5.1%	5.0%
其他非流动资产	494.4	572.7	533.2	512.6	500.6	管理费用率	4.5%	4.0%	3.9%	3.6%	3.5%
资产总额	6,932.2	9,189.4	11,300.9	15,398.4	20,793.9	财务费用率	1.4%	1.1%	0.3%	0.9%	1.8%
短期债务	1,876.8	650.0	694.1	3,818.9	7,160.4	三费/营业收入	11.4%	10.3%	9.2%	9.6%	10.4%
应付账款	910.6	916.3	1,848.2	1,539.7	2,323.8	偿债能力					
应付票据	270.3	529.6	730.5	815.5	989.4	资产负债率	51.5%	30.9%	36.7%	47.4%	56.0%
其他流动负债	338.7	358.4	391.2	408.2	402.0	负债权益比	106.3%	44.7%	58.1%	90.2%	127.2%
长期借款	100.0	15.0	515.0	515.0	515.0	流动比率	1.29	2.59	2.30	1.49	1.08
其他非流动负债	76.0	370.6	173.6	206.7	250.3	速动比率	0.94	1.73	1.68	1.00	0.75
负债总额	3,572.5	2,839.9	4,152.7	7,304.0	11,640.9	利息保障倍数	2.55	4.65	17.46	6.33	3.54
少数股东权益	316.6	453.9	667.1	903.7	1,157.7	分红指标					
股本	605.0	786.7	786.7	786.7	786.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	2,439.5	5,108.8	5,694.4	6,404.0	7,208.6	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	3,359.7	6,349.5	7,148.2	8,094.4	9,152.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	279.3	477.2	576.4	709.6	804.5	EPS(元)	0.26	0.42	0.73	0.90	1.02
加: 折旧和摊销	152.8	180.8	226.6	386.3	669.6	BVPS(元)	3.87	7.49	8.24	9.14	10.16
资产减值准备	34.6	26.0	-	-	-	PE(X)	77.7	47.9	27.4	22.2	19.6
公允价值变动损失	-2.7	-	-	-	-	PB(X)	5.2	2.7	2.4	2.2	2.0
财务费用	72.7	81.3	32.7	122.6	278.6	P/FCF	-434.1	-7.8	-52.0	78.5	203.7
投资收益	4.2	6.6	-	-	-	P/S	3.1	2.2	1.6	1.2	1.0
少数股东损益	76.0	147.9	213.2	236.5	254.1	EV/EBITDA	40.1	27.8	20.4	16.5	13.6
营运资金的变动	-558.9	-693.9	-789.8	-1,351.5	-624.2	CAGR(%)	50.2%	30.4%	97.3%	50.2%	30.4%
经营活动产生现金	41.8	5.2	259.1	103.5	1,382.7	PEG	1.5	1.6	0.3	0.4	0.6
投资活动产生现金	-873.2	-466.0	-725.8	-2,666.7	-4,150.0	ROIC/WACC	0.5	0.8	1.0	1.1	0.9
融资活动产生现金	943.5	1,083.1	387.7	3,007.3	3,103.8	REP	5.6	3.4	2.4	1.7	1.7

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。