

**证券研究报告—深度报告**

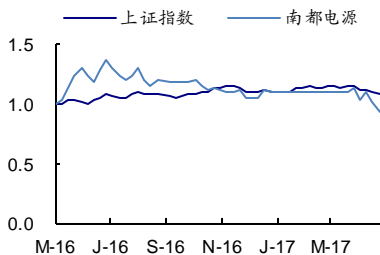
电气设备新能源

新能源

**南都电源(300068)**
**买入**

合理估值: 24.8 元 昨收盘: 17.23 元 (首次评级)

2017年05月22日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	787/583
总市值/流通(百万元)	13,744/10,184
上证综指/深圳成指	3,090/9,974
12个月最高/最低(元)	26.60/15.88

**证券分析师: 杨敬梅**

 电话: 021-60933160  
 E-MAIL: yangjimei@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511030001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**深度报告**

# 聚焦储能, 全力打造闭环产业链

**● 聚焦储能, 全力打造闭环产业链**

公司主要提供以先进阀控密封电池、锂离子电池、燃料电池为核心的系统化产品、解决方案及运营服务。

公司在稳定其核心电池产品竞争优势的基础上, 通过整合产业基金, 切入“投资+运营”的商业模式, 并快速实现市场布局, 做大产业规模。

同时公司在铅资源回收领域进行产业布局, 打通上下游产业链, 形成从产品设计、制造、应用到回收全过程的绿色生态链。

**● 储能拐点已现, 公司龙头地位凸显**

我国的储能市场发展起始于2000年, 经历了验证、示范、商业化运用等发展阶段, 目前, 商业化应用的时代已经开启。

储能在发电侧的新能源并网、输配侧的调峰调频和用户侧的电费管理等各个领域都拥有着非常重要的作用。据测算, 我国储能市场在未来几年约有超过1000倍的发展空间。

相比较而言, 铅炭电池是所有的化学储能路线中性价比最高的技术, 其成本略高于铅酸电池, 但循环次数可媲美锂电池, 成组方便, 目前在用户侧的电费管理领域已经获得了经济性。

**● 华铂科技在完善公司产业链的同时大幅提高公司盈利能力和成长性**

华铂科技未来三年业绩承诺分别是4亿/5.5亿/7亿(扣非后), 考虑到铅资源回收行业尚有一倍的成长空间以及公司的行业地位, 且公司尚在扩大产能, 业绩承诺兑现的可能性很大, 从而将进一步增厚公司的业绩。

**● 给予“买入”评级**

我们预计2017/2018/2019年, 公司将分别实现营业收入96.20/130.49/168.78亿元, 同比增长34.7%/35.6%/29.3%; 净利润4.89/6.12/7.76亿元, 同比增长48.5%/25.0%/26.9%; 每股收益0.62/0.78/0.99元。合理估值24.8元, 给予“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,153	7,141	9,620	13,049	16,878
(+/-%)	36.1%	38.6%	34.7%	35.6%	29.3%
净利润(百万元)	203	329	489.14	611.56	775.87
(+/-%)	92.5%	62.0%	48.5%	25.0%	26.9%
摊薄每股收益(元)	0.26	0.42	0.62	0.78	0.99
EBITMargin	7.4%	8.2%	4.3%	4.6%	4.6%
净资产收益率(ROE)	6.7%	5.6%	7.9%	9.2%	10.8%
市盈率(PE)	67.6	41.7	27.3	21.9	17.2
EV/EBITDA	32.5	21.6	28.9	23.6	21.5
市净率(PB)	4.5	2.3	2.15	2.01	1.86

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

我们预计 2017/2018/2019 年,公司将分别实现营业收入 96.20 /130.49 /168.78 亿元,同比增长 34.7%/35.6%/29.3%; 净利润 4.89 /6.12 /7.76 亿元,同比增长 48.5%/25.0%/26.9%; 每股收益 0.62 /0.78 /0.99 元。如果考虑到华铂科技剩余股权注入后业绩的增厚, 2017 年备考净利润或在 6 亿元以上。

市场上尚没有与公司业务相似的上市公司,考虑到公司的成长性和业绩增厚,我们给予公司 2017 年 40 倍 PE (按照备考增厚以后的业绩测试, PE 在 35 倍以下),合理估值 24.8 元,给予“买入”评级。

### 核心假设或逻辑

(1) 因今年公司储能项目会有大规模投运,我们预计这块收入保守会有 40% 的增长。华铂科技收入和政府补助预计近两年会有 20-30% 的增长;(2) 各产品的毛利率将维持稳定,但考虑到铅价波动的影响,华铂科技毛利率会有下降。期间费用会维持相对稳定。

### 与市场预期的差异之处

市场认为储能尚处于市场培育期,行业空间不会很快放出来,我们认为储能市场已经进入商业化应用的初期,行业拐点已经初步显现。

市场认为公司铅回收业务的利润会受铅价的影响比较大,我们认为虽然铅价的涨跌对公司利润率有一定影响,但公司可以通过调节废旧电池的回收价格来平滑。

### 股价变化的催化因素

如果国家对储能的产业政策尤其是补贴政策出台,将大幅推动行业的发展,行业市场容量也有望提升。

公司今年在储能领域的订单进展顺利,如果未来在储能领域有较大进展,公司股价也将有所表现。

### 核心假设或逻辑的主要风险

第一,储能政策迟迟不能推出的风险;

第二,公司订单推进低于预期的风险。

## 内容目录

<b>公司基本情况</b> .....	<b>5</b>
聚焦储能，全力打造闭合产业链 .....	5
股权结构 .....	5
近几年业绩情况 .....	5
<b>储能拐点已现，公司龙头地位凸显</b> .....	<b>6</b>
储能在电力系统中的作用越来越大 .....	6
储能市场规模巨大 .....	7
国家产业政策对储能发展保驾护航 .....	8
成本的下降为储能发展奠定基础 .....	8
铅炭电池最具有经济性 .....	8
公司是铅炭电池龙头企业 .....	11
<b>收购华铂、整合基金，储能产业链闭环经营竞争力突出</b> .....	<b>11</b>
上下游齐发力，产业链闭环初步形成 .....	11
收购华铂科技，铅回收龙头归入帐下 .....	12
整合电站基金，快速做大储能市场 .....	12
<b>华铂科技在完善公司产业链的同时大幅提高公司盈利能力和成长性</b> .....	<b>12</b>
华铂科技是铅回收领域龙头企业 .....	13
铅回收市场空间巨大 .....	13
产能扩充进行时，充分享受市场发展 .....	14
<b>高管兼股东增持彰显信心</b> .....	<b>14</b>
<b>盈利预测与投资评级</b> .....	<b>14</b>
核心假设 .....	14
盈利预测结果 .....	15
给予“买入”评级 .....	15
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>17</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>18</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>18</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>18</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>18</b>

## 图表目录

图 1: 南都电源股权机构图 .....	5
图 2: 营业收入及增长情况 (单位: 亿元) .....	6
图 3: 归属于母公司股东的净利润及增长情况 (单位: 亿元) .....	6
图 4: 盈利情况 (单位: %) .....	6
图 5: 加权平均净资产收益率 (单位: %) .....	6
图 6: 储能装机规模 (单位: MW) .....	7
图 7: 超级电池结构示意图 .....	10
图 8: 高级铅酸电池结构示意图 .....	10
图 9: 公司储能产业链 .....	11
图 10: 我国铅循环体系 .....	12
图 11: 我国铅产量 (单位: 万吨) .....	14
表 1: 南都电源演变 .....	5
表 2: 不同应用领域对储能要求 .....	7
表 3: 国家储能产业政策 .....	8
表 4: 储能技术概况 .....	9
表 5: 储能技术对比 .....	9
表 6: 铅炭电池与铅酸电池技术对比 .....	10
表 7: 华铂科技优势 .....	13
表 8: 分项业务假设 (单位: 万元) .....	15
表 9: 盈利预测及市场重要数据 (单位: 万元) .....	15

## 公司基本情况

### 聚焦储能，全力打造闭环产业链

公司主要提供以先进阀控密封电池、锂离子电池、燃料电池为核心的系统化产品、解决方案及运营服务，主营业务包括全系列备用电源、储能电源、动力电源及系统的研发、制造、销售。公司产品主要涉及通信信息、新能源动力、新能源储能及节能环保领域，

公司在稳定其核心电池产品竞争优势的基础上，通过整合产业基金，切入“投资+运营”的商业模式，并快速实现市场布局，做大产业规模。

同时公司在铅资源回收领域进行产业布局，打通上下游产业链，形成从产品设计、制造、应用到回收全过程的绿色生态链。

### 股权结构

公司全称为浙江南都电源动力股份有限公司，是由其前身浙江南都电源工业有限公司整体改制而来并于 2010 年 4 月 21 日在深圳证券交易所创业板上市。

表 1: 南都电源演变

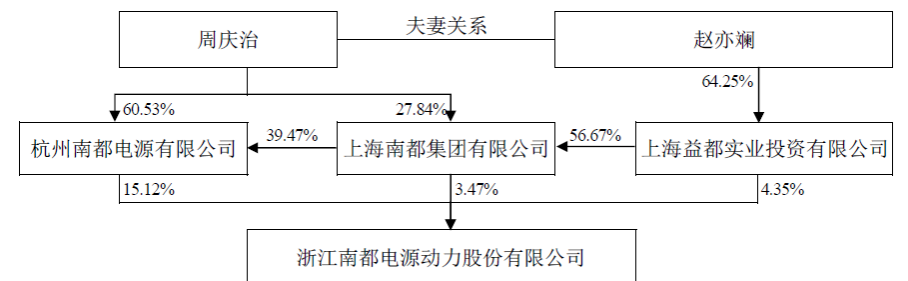
1997.12	南都有限设立
2000.9	南都有限改制为浙江南都电源动力股份有限公司
2010.4	首次公开发行股票并在创业板上市
2016.6	非公开发行股票
2015.6	收购安徽华铂科技 51%，进入再回收领域
2017.4	发行股份及发行股份购买资产募集配套资金草案发布，计划收购华铂科技剩余 49%股权

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

公司联合控股股东为杭州南都、上海益都、上海南都集团，分别持有上市公司 15.12%、4.35%及 3.47%的股份，累计持股比例为 22.95%。

公司实际控制人为周庆治，周庆治及其配偶赵亦斓通过控制杭州南都、上海益都、上海南都集团合计控制公司股权比例为 22.95%。现任公司董事，上海中桥基建（集团）股份有限公司董事长，杭州南都电源有限公司董事，上海南都集团有限公司董事，南都公益基金会名誉会长；拟任公司第六届董事会董事。

图 1: 南都电源股权机构图



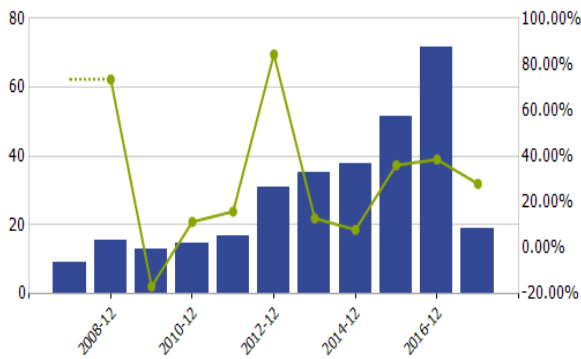
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

### 近几年业绩情况

作为铅酸电池龙头企业，公司在稳定通信备用电源业务的同时，紧紧抓住储能和新能源汽车产业的发展机会，加上再生铅业务爆发，公司总体业绩实现快速增长。2016 年营业总收入 71.41 亿元，同比增长 38.58%，归母净利润 3.29 亿

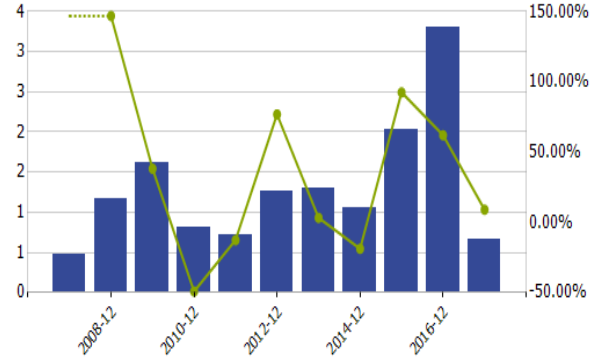
元，同比增长 62.00%。

图 2: 营业收入及增长情况 (单位: 亿元)



资料来源: WIND 国信证券经济研究所整理

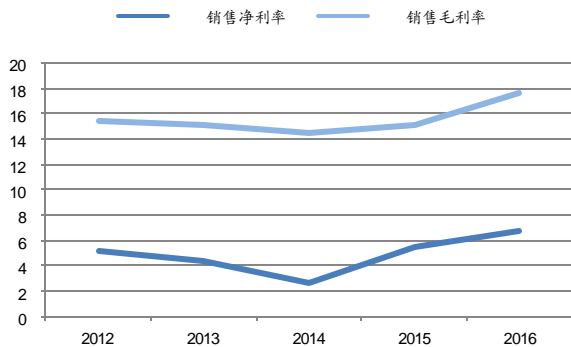
图 3: 归属于母公司股东的净利润及增长情况 (单位: 亿元)



资料来源: WIND 国信证券经济研究所整理

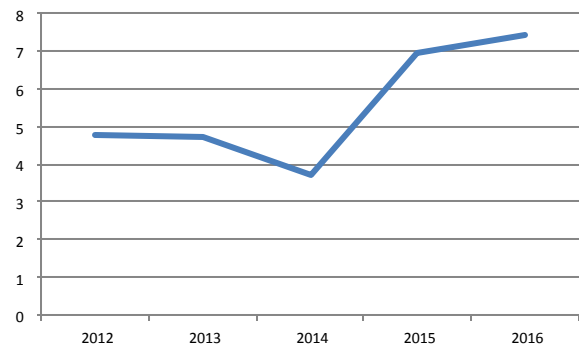
随着公司“投资+运营”商业模式的迅速铺开，未来销售规模或将实现快速增长。公司近两年盈利水平保持稳定，未来随着高毛利产品占比的提高，盈利水平有望进一步提升。

图 4: 盈利情况 (单位: %)



资料来源: WIND 国信证券经济研究所整理

图 5: 加权平均净资产收益率 (单位: %)



资料来源: WIND 国信证券经济研究所整理

## 储能拐点已现，公司龙头地位凸显

### 储能在电力系统中的作用越来越大

发展风电和光伏发电是我国能源发展的重点之一。根据《可再生能源“十三五”规划》的目标，到 2020 年，光伏发电将达到 1.05 亿千瓦（105GW），风电达到 2.1 亿千瓦（210GW）。作为清洁的可再生能源，光伏发电和风电在经历快速发展的同时，也面临着因随机性和不可预测性导致的弃风、弃光等并网消纳问题。大规模的储能建设被认为是解决可再生能源并网消纳的重要手段之一。在用户侧，储能可在分布式发电、微网及普通配网系统中凭借其能量时移的作用，来帮助用户实现电费管理，并在此基础上实现其需求侧响应、电能质量改善、应急备用和无功补偿等附加价值。

在输配侧，储能可与火电机组捆绑参与调频服务，解决火电调频能力不足、煤耗高、机组设备磨损严重等问题，且调频效果远好于火电机组，其最突出优点

为毫秒级响应速度，高于火电数十倍，调节反向、调节偏差以及调节延迟等问题将不会出现。

在发电侧，储能用于大规模风光的并网，可解决其因随机性和不可预测性导致的弃风、弃光等并网消纳问题。其主要工作模式跟踪计划出力、平滑输出等。在此领域，储能系统的大容量、大规模建设和应用是重点。

表 2: 不同应用领域对储能要求

	需求特点	
发电侧	风光电站	响应快速、容量和功率需求较大
用户侧	分布式发电及微网	平滑负荷输出、稳定系统、提高调度灵活性以及作为备用电源
输配电侧	调频辅助业务	响应时间要求较高(毫秒级别)

资料来源：储能技术，国信证券经济研究所整理

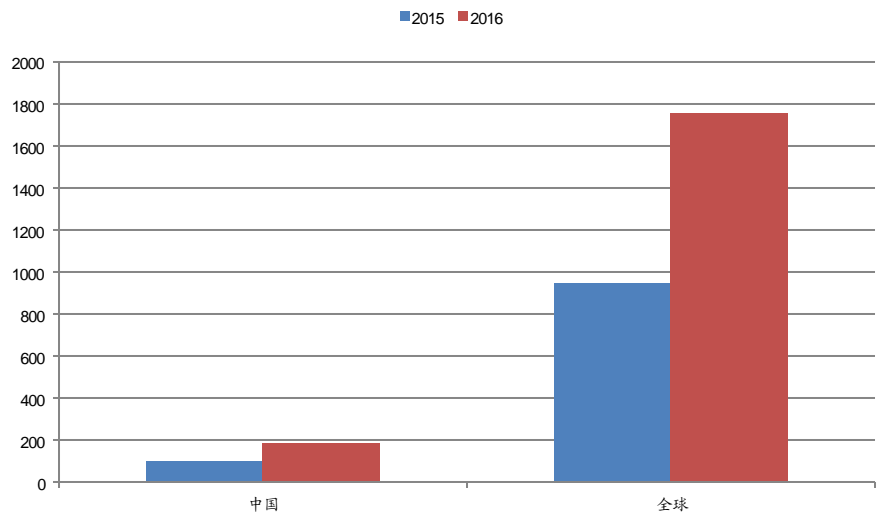
从未来发展看，受我国能源变革和能源结构调整政策、新一轮电力体制改革、可再生能源消纳和电动汽车发展增速的驱动，我国的储能产业将继续快速发展。

### 储能市场规模巨大

我国的储能市场发展起始于 2000 年，经历了验证、示范、商业化运用等发展阶段。

据 CNESA 统计，2000-2016 年我国储能累计装机量为 189.4MW（不包含抽水蓄能和储热），全球占比 11%，年增长率 34%，相较于 15 年的 105.5MW 增长 80%。截至 2016 年底，全球储能的累计装机（不包含抽水蓄能和储热）为 1756.5MW，年增长率为 48%，相较于 2015 年底的 946.8MW 增长 86%。

图 6: 储能装机规模 (单位: MW)



资料来源: CNESA 国信证券经济研究所整理

新增量方面，2015 年 7 月-2016 年 12 月，不包含抽水蓄能和储热，我国新增规划项目总装机量达到 740MW，计划在未来的两三年内建设、投运完成；如果规划全部落实，到 2018 年，我国储能的累计安装量将实现 7-10 倍的增长。储能产业的发展初具规模。

国际储能市场方面。根据 CNESA 统计，2015 年 7 月-2016 年 12 月，全球新增规划储能装机为 2.5GW（不包含抽水蓄能和储热项目），其中已经部署的近



1GW。用户侧储能市场和调峰调频辅助服务市场是两个主要发展领域。其中比较有代表性的是德国、澳大利亚、美国、日本等国家。

目前，用户侧储能在所有储能项目中占比最大。据 CNESA 统计，截止 2016 年底用户侧储能累计装机量为 107.9MW（不包含抽水蓄能和储热项目）占全部装机的比例为 57%。而在峰谷电价差较大的地区，通过储能来为用户进行电费管理的套利模式已经具备较强的经济性。

根据《可再生能源“十三五”规划》的目标，到 2020 年，光伏发电将达到 1.05 亿千瓦（105GW），风电达到 2.1 亿千瓦（210GW）。按照目前配置来看，我们预计储能比例应该在 10% 左右，由此推算我国仅风光电站配套储能的市场空间就有 30GW 以上；加上更大规模的用户侧及调频市场，储能市场规模有望超过 60GW。

### 国家产业政策对储能发展保驾护航

近年来，国家政策制定者已经越来越重视储能在新能源消纳、调峰调频、分布式能源应用方面的重要性，并出台了相关政策来支持储能产业的发展。

**表 3: 国家储能产业政策**

国家层面政策	发布主体	发布时间	侧重点
《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》	中共中央和国务院	2015.3	要求积极发展融合先进储能技术、信息技术的微电网和智能电网技术
《关于推进新能源微电网示范项目建设的指导意见》	能源局	2015.7	储能作为微电网的关键技术，多次被重点提及
《“十三五”规划纲要》	国务院	2016.3	八大重点工程提及储能电站、能源储备设施，重点提出要加快推进大规模储能等技术研发应用
《关于做好“三北”地区可再生能源消纳工作的通知》	能源局	2016.2	鼓励分布式电储能参与调峰辅劣工作
《关于推进“互联网+”智慧能源发展的指导意见》	发改委、能源局、工信部	2016.2	提出“分布式储能与集中式储能协同发展”与“发展储能网络化管理运营模式”
《关于推动电储能参与“三北”地区调峰辅助服务工作的通知》（征求意见稿）	国家能源局	2016.3	明确了储能主体地位，积极鼓励储能设施建设，包括鼓励发电、售电企业等投资、规划新能源发电基地时配路、在用户侧建设分布式储能设施，并强调科学调度运行电储能设施
《能源技术创新行动计划（2016-2030 年）》	国务院办公厅	2016.11	明确了储能技术重点
《能源技术创新“十三五”规划》	国家能源局	2017.1	推动储能技术示范应用列为“十三五”的主要任务，明确提出要积极推进大容量和分布式储能技术的示范应用和推广
《关于促进储能技术产业发展的指导意见》征求意见稿	国家能源局	2017.3	明确储能发展涵盖 5 大主要任务：储能技术装备研发示范工程、可再生能源利用水平提升工程、电力系统灵活性稳定性提升工程、用能智能化水平提升工程和储能多元化应用支撑能源互联网发展工程

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

近期，储能产业补贴政策第一次征求意见结果公布，各相关参与方对补贴方式和补贴价格都提出了各自意见。如储能补贴政策能够到位，储能产业的发展将面临真正爆发期。

### 成本的下降为储能发展奠定基础

随着技术的发展，锂离子电池、铅炭电池、液流电池、钠硫电池、超临界压缩空气储能、超级电容等主流储能技术的成本已经有了大幅降低。

据统计，到 2016 年底，大部分储能技术的建设成本在人民币 2000 元/kWh-3000 元/kWh 之间，较 2013 年已经出现了大幅下降；预计到 2020 年，主流技术的成本区间将降低到人民币 1000 元/kWh-1500 元/kWh 左右。建设成本的大幅下降将为储能未来的广泛应用奠定基础。

### 铅炭电池最具有经济性

储能技术主要分为物理性储能和化学性储能两大类。前者主要包括抽水储能、压缩空气储能、飞轮储能等；后者主要包括蓄电池储能、超级电容器储能等。



蓄电池储能方式包括铅酸电池（包括改性铅炭电池）、锂离子电池、液流电池等技术。

**表 4: 储能技术概况**

	技术概况
抽水储能	大规模储能技术，保障电网稳定，调节电网输出等；具有更高效益、更低成本、更环保，具有调峰、调频、调相、黑启动以及针对特高压电网的无功调节等功能。
压缩空气	一种基于燃气轮机的储能技术，在储能时，用电能驱动压缩机将空气压缩并存储于储气容器内；在释能时，高压空气从储气室释放，进入燃烧室助燃，燃气膨胀驱动涡轮做功发电；使用寿命长、安全性高、成本低、效率较高。
锂电池	锂离子电池是指由两部分可逆嵌入脱嵌锂离子的化合物作为正负极的电池。一般选择可嵌锂过渡金属氧化物作为正极，电位接近锂的材料作为负极。其电压高、能量密度高、自放电率低、大功率性能卓越、高温性能佳、无记忆效应
钠硫电池	正极采用硫，负极采用钠单质、电解液采用陶瓷氧化铝等材料，在一定温度下（350℃），钠离子透过电解质隔膜与硫发生反应，释放或储存能量。
液流电池	能量储存于含有不同价态钒离子氧化物的电解液中，具有不同氧化还原物质的电解液构成电池正负极电解液，被电池中的离子交换膜隔开。在外部水泵的作用下，电解液从储存罐进入电池发生反应，再回到储存罐，如此往复完成储能和释能。
铅酸电池	其原理为将铅与氧化铅作为正负极，浸入稀硫酸电解液中，当运行时，正负极都反应生成硫酸铅，完成充放电过程。

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

我们对不同储能技术进行对比，具体量化了其技术特点。

**表 5: 储能技术对比**

	能量密度 (Wh/kg)	功率密度(W/kg)	持续发电时间	储能期限
铅酸电池	30~50	75~200	秒~小时	分钟~天
铅炭电池	30~50	200~300	秒~小时	分钟~天
胶体铅酸电池	30~50	75~200	秒~小时	分钟~天
锂电池	75~200	150~315	分钟~小时	分钟~天
全钒液流电池	10~30		秒~10小时	小时~月
锌溴液流电池	30~60		秒~10小时	小时~月
钠硫电池	150~240	150~230	秒~小时	秒~小时
系统	能量自耗散率	寿命 (年)	循环次数	环境影响
铅酸电池	0.1%~0.3%	2~5	500~1000	有毒
铅炭电池	0.1%~0.3%	5~10	1000~2000	有毒
胶体铅酸电池	0.1%~0.3%	5~10	1000~2000	有毒
锂电池	0.1%~0.3%	5~15	1000~10000	
全钒液流电池	低	5~10	12000 以上	
锌溴液流电池	低	5~10	2000 以上	
钠硫电池	~20%	10~15	2500	
系统	其他特点			
铅酸电池				
铅炭电池				
胶体铅酸电池				
锂电池	高电压，接近 4V，未来有望到 5V；高温工作性能佳；无记忆效应			
全钒液流电池	功率与容量独立；电解液为水溶液，安全性高；更换电解液即可完成快速充放电			
锌溴液流电池				
钠硫电池				

资料来源：国信证券经济研究所整理

从技术指标上来看，锂电池的能量密度与功率密度都很出众，使用寿命也较长，

属于比较均衡的储能手段，但电源管理系统复杂，成本偏高；

液流电池由于其功率与容量相互独立的特点，其理论功率极大，而容量密度则与电解液浓度直接相关，但也面临着技术不够成熟、成本高等缺点。

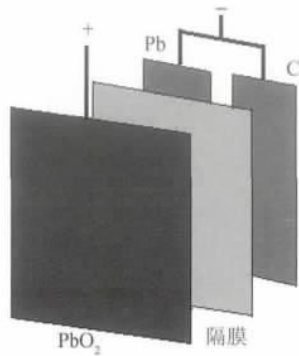
铅酸电池是目前发展最成熟的储能技术之一。其缺点在于寿命短、过充放电影响大等。因此其在储能应用受到一定限制。但是其成本低、安全性好等优点也决定其在短时间内仍是市场上的主力。

技术革新也为铅酸电池提供了新的机遇，铅炭电池是一种改性铅酸电池，旨在改善原有循环寿命短、充放功率小等缺点。该电池在负极加入具有双电层电容性质的炭，将超级电容器与铅酸电池的优势结合。

加入活性炭的方式主要有两种：一种是负极材料分别由铅和活性炭单独制作，然后并联成负极，又称为超级电池；另一种是将活性炭与铅混合制成负极，也称为高级铅酸电池。

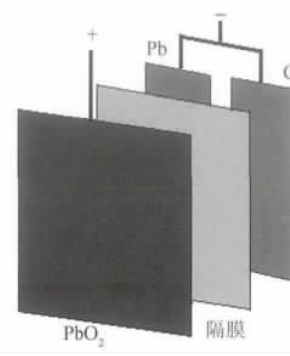
由于在铅炭电池加入了活性炭，一方面缓解了负极硫酸盐化现象，延长了电池寿命；另一方面发挥超级电容器的优势，使电池具备大容量充放电的特性。

图 7: 超级电池结构示意图



资料来源：铅炭电池的性能及其在电力储能中的应用，国信证券经济研究所整理

图 8: 高级铅酸电池结构示意图



资料来源：铅炭电池的性能及其在电力储能中的应用，国信证券经济研究所整理

相较铅酸电池，铅炭电池的最大特点在于更大的比功率与较长的循环寿命，而这两点也是长久以来制约铅酸电池发展的瓶颈。

表 6: 铅炭电池与铅酸电池技术对比

	铅炭电池	铅酸电池
比功率/(W/kg)	240	150
比能量/(Wh/kg)	40	40
80%放电深度循环寿命/次	1600	400
30%放电深度循环寿命/次	3500	1000
快充能力/h	1	12
设计寿命	5	2

资料来源：铅炭电池的性能及其在电力储能中的应用，国信证券经济研究所整理

铅炭电池由于其电极混有导电性能优秀的活性炭材料，其快充能力也提高十倍以上。

随着技术的进步，铅炭电池的循环寿命和容量密度都在提高。优秀公司的铅炭电池在 30-80%SOC 情况下的循环次数可达到 6000 次，40-80%SOC 情况下的循环次数可达到 7000 次。

预计到 2020 年，能量型铅炭电池 80%DOD 情况下的放电次数可达到 5000 次。循环次数的增加可在很大程度上降低电池的使用成本。

### 公司是铅炭电池龙头企业

南都电源是铅炭电池龙头企业，其铅炭电池技术指标及安装量都位居国内领先水平。在重点省份江苏省，公司去年商用储能电站规模是竞争对手之和的 3 倍。

2016 年，基于储能行业开始大发展的状况，公司在原储能电池提供商的基础上提出了“投资+运营”的商业模式。

截止目前，公司储能电站总签约量达到 1.5GWh，预计到年底，签约量将达到 3GWh。

根据统计，南都电源目前已经建成储能电站 48 个，合计容量 242MWh；在建项目 8 个，合计容量 312MWh；待建项目 6 个，合计容量 338MWh；预计到 2017 年年底，公司将新增投运项目容量 800MWh，累计投运项目达 1GWh。

### 收购华铂、整合基金，储能产业链闭环经营竞争力突出

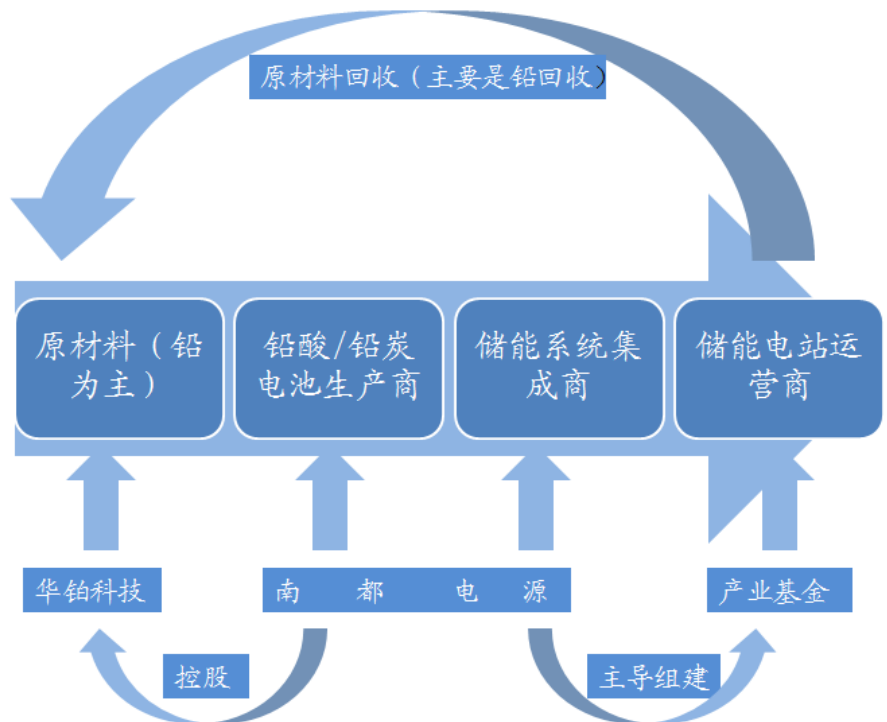
#### 上下游齐发力，产业链闭环初步形成

储能产业链包括上游的原材料、中游的电池生产和系统集成、下游的储能电站运营。

公司作为铅酸/铅炭电池龙头，通过收购上游铅回收龙头企业，迅速进入上游原材料领域。

通过整合储能电站基金，公司又以少量资金撬动下游电站建设，真正实现储能产业链闭环经营。

图 9：公司储能产业链



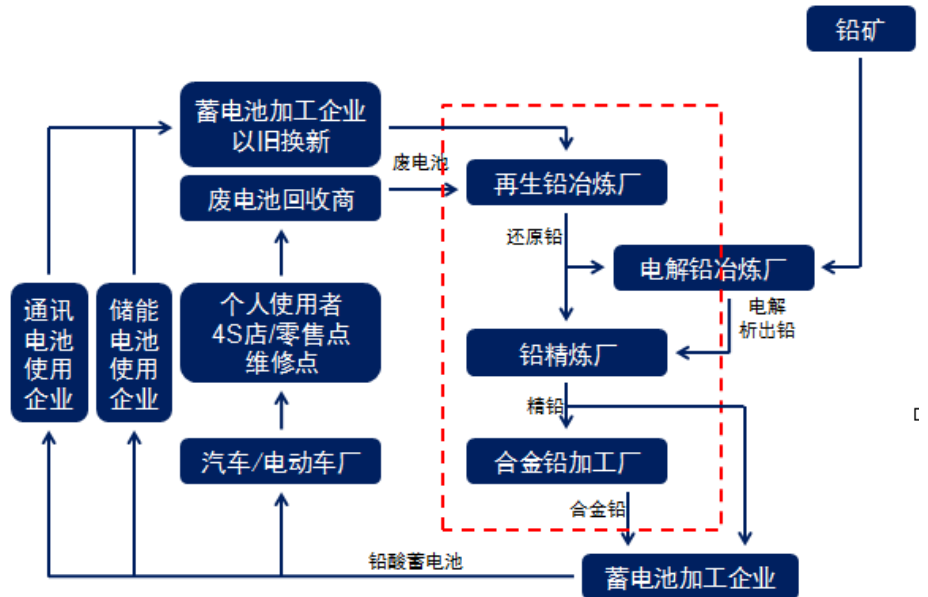
资料来源:公司资料、国信证券经济研究所整理

### 收购华铂科技，铅回收龙头归入帐下

继 2015 年 6 月收购华铂科技 51% 股权之后，2017 年 4 月 12 日，公司又公告了《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》（草案）（修订稿），计划收购华铂科技剩余 49% 股权。

华铂科技主要从事以废旧铅蓄电池为主的铅资源回收、后续处理及再生产业务，主要产品为不同规格的铅锭、以铅锭为原材料加工而得的合金铅及废旧电池拆解产生的塑料。

图 10: 我国铅循环体系



资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

通过收购华铂科技，上市公司向上整合切入铅酸蓄电池的回收处理和再生铅的生产业务，获取了公司主要原材料铅的生产供应能力，形成“铅回收-铅再生还原-铅冶炼-铅酸电池”上下游一体化的产业链格局，同时也形成了原材料-产品应用-运营服务-资源再生-原材料的全封闭产业链以及“产品+应用+资源”的循环经济发展模式，实现产品全寿命周期的最大化。

### 整合电站基金，快速做大储能市场

2017 年 1 月 10 日，公司公告拟与建行浙江分行合作成立储能电站基金，首期出资总规模为 50 亿元，建行作为优先级有限合伙人出资额不超过 80%，南都作为劣后级有限合伙人出资额不超过 20%，基金每年按一定收益向优先方兑付收益。

本次成立的电站基金将被用于投资公司的储能电站建设，可满足公司未来二至三年储能电站的建设需求。

电站基金的成立，减轻了公司运营电站的资金压力，有助于加速公司储能电站商用项目的市场拓展、规模扩张和落地，推动公司商用储能电站迅速发展；另外，通过成立电站基金，公司的电站运营模式也将有重资产转化成轻资产，且可快速回收资金和确认收入。

### 华铂科技在完善公司产业链的同时大幅提高公司盈

## 利能力和成长性

### 华铂科技是铅回收领域龙头企业

华铂科技于 2015 年成为南都电源控股子公司。2017 年 4 月 12 日，公司又公告了《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》(草案) (修订稿)，计划收购华铂科技剩余 49% 股权，从而全资控股华铂科技。

华铂科技成立于 2014 年 4 月，是田营循环经济产业园支柱企业，全国生产规模最大、装备最齐全的再生铅加工企业。年回收废旧电池和含铅废料约 35 万吨，年再生铅能力达 21 万吨。

华铂科技作为铅回收领域龙头企业，在区位、技术、成本和采购渠道等方面都拥有很大的优势，这些优势对于其维持龙头地位及扩大优势都将起到重要作用。

**表 7：华铂科技优势**

园区优势	公司所在的田营循环经济产业园区是全国规模最大、链条最完整的循环利用产业园区，园区拥有四大产业板块：再生铅冶炼、极板蓄电池生产、氧化铝加工和塑料制品等，集中度高、基础好。园区是国家唯一涉铅行业的“城市矿产示范基地”，国家循环经济试点园区、国家废旧铅蓄电池集中利用处理基地、全国有色金属绿色循环利用示范基地、国家动力电池循环利用高新技术产业基地。
地缘优势	园区所在的安徽省界首市处于人口密集度大省安徽和河南的交界处，周边电动自行车保有量较大，废旧电瓶资源量充足，供应商主要选择就近再生铅企业交货；目前以阜阳为中心，500 公里半径辐射人口为 4.6 亿，电动自行车保有量超过 1 亿辆，年回收量可达 200 万吨；园区周边有大量废旧电池回收从业者，供应链完整；园区蓄电池企业多。
行业地位优势	公司 2015 年铅产量 16.78 万吨，市场占有率 9%，2016 年产量 27.11 万吨，市场占有率超过 10%，行业排名第一；目前含铅废料处理能力 35 万吨，二期扩产可处理 66 万吨。
技术装备及成本优势	现有技术与装备国际领先，工艺流程短、能耗低，铅回收率大幅超过同行平均水平，而单位处理成本大幅低于同行；二期技术将使得处理成本在现有基础上降低 30%，并增加了生产废料综合利用技术，大幅提供盈利能力。每吨处理成本可低于行业平均水平 500 元（行业平均 1500 元左右）。
采购渠道优势	供应商群体与华铂的粘度高，在整个区域内，公司的原料采购占到区域收购量的 90% 以上，具备定价权。随着环保督查日趋严格，废旧铅酸电池供应商选择将电池供应给大型规范再生铅企业将是必然趋势，华铂科技作为行业龙头企业将获得更为充足的原材料供应，进一步保障其原材料供应的稳定性。

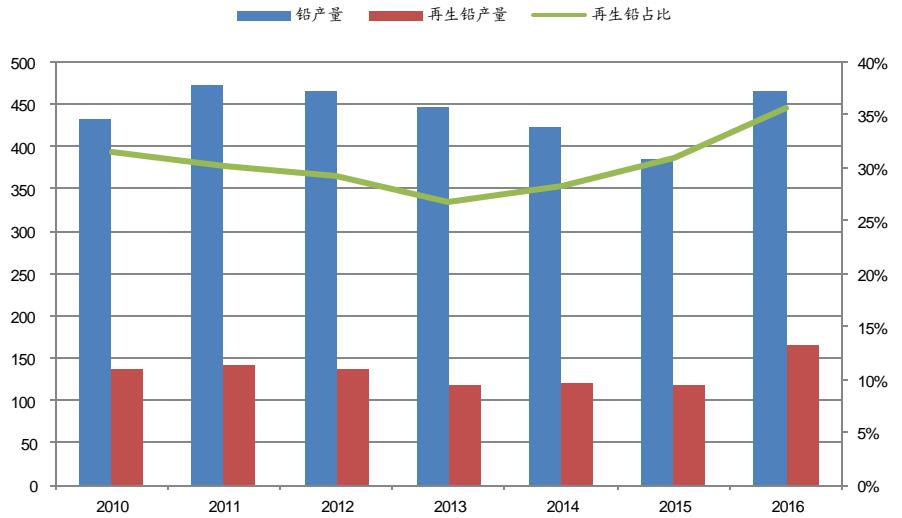
资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

### 铅回收市场空间巨大

2015 年，全球再生铅产量约为 1100 万吨，其中一半以上来自于再生铅；美国、德国、英国、法国等发达国家利用再生铅已经有几十年历史，再生铅消费比例超过 80%，更有的西欧国家达到 100%。

2016 年，我国铅产量 467 万吨，再生铅产量 467 万吨，再生铅产量占比 36%。相对于全球平均一半以上的再生铅使用，我国铅回收比例还很低。即使未来铅需求量维持稳定，铅回收行业尚有一倍以上的成长空间。

图 11: 我国铅产量 (单位: 万吨)



资料来源:国家统计局、国信证券经济研究所整理

### 产能扩充进行时, 充分享受市场发展

华铂科技 2015 年及 2016 年分别实现净利润 11484.02 万元和 37880.80 万元, 实现扣除非经常性损益后的净利润 6238.19 万元和 31235.94 万元。

华铂科技承诺, 2017 年、2018 年、2019 年合并报表口径下的净利润 (扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润) 分别不低于人民币 40000 万元、55000 万元、70000 万元, 上市公司收购华铂科技少数股东权益, 将有利于进一步提升上市公司的盈利水平, 增厚公司整体业绩。

公司在现有 35 万吨含铅废料处理能力的基础上, 计划未来再建设二期产能 (含铅废料处理能力为 66 万吨)。

现有产能的充分利用, 加上新增产能扩充, 华铂科技兑现盈利预测将是大概率事件。

另外, 基于锂电市场规模的迅速增大, 公司也积极布局锂电池回收业务, 为公司业务的长期增长打开空间。

### 高管兼股东增持彰显信心

公司于 2017 年 5 月 17 日收到董事长王海光先生关于计划增持公司股份的通知, 王海光董事长计划于 2017 年 5 月 18 日起 3 个月内通过深圳证券交易所证券交易系统增持公司股份, 增持金额不超过 1000 万元人民币。

我们认为, 本次增持显示了公司高管对未来持续稳健发展的信心, 公司的投资价值从另一角度得到显现。

### 盈利预测与投资评级

#### 核心假设

因今年公司储能项目会有大规模投运, 我们预计这块收入保守会有 40% 的增长。华铂科技收入和政府补助预计近两年会有 20-30% 的增长。



各产品的毛利率将维持稳定，但考虑到铅价波动的影响，华铂科技毛利率会有下降。期间费用会维持相对稳定。

**表 8: 分项业务假设 (单位: 万元)**

报告期	2016 年报	2017E	2018E	2019E
<b>阀控密封电池产品</b>				
收入	394,559.87	552,383.82	773,337.35	1,005,338.55
增长率	3%	40%	40%	30%
成本	304,250.08	428,097.46	599,336.44	779,137.38
毛利	90,309.79	124,286.36	174,000.90	226,201.17
毛利率 (%)	23%	23%	23%	23%
<b>再生铅产品</b>				
收入	268,241.67	348,714.17	453,328.42	589,326.95
增长率	182%	30%	30%	30%
成本	243,818.92	329,534.89	428,395.36	556,913.97
毛利	24,422.75	19,179.28	24,933.06	32,412.98
毛利率 (%)	9%	6%	6%	6%
<b>锂电产品</b>				
收入	47,970.76	57,564.91	74,834.39	89,801.26
增长率	60%	20%	30%	20%
成本	37,753.49	45,303.59	58,894.66	70,673.59
毛利	10,217.26	12,261.33	15,939.72	19,127.67
毛利率 (%)	21%	21%	21%	21%
<b>其他业务</b>				
收入	3,369.88	3,369.88	3,369.88	3,369.88
增长率	-49%	0%	0%	0%
成本	2,412.91	2,412.83	2,412.83	2,412.83
毛利	956.96	957.05	957.05	957.05
毛利率 (%)	28%	28%	28%	28%
<b>合计</b>				
收入	714,142.18	962,032.78	1,304,870.03	1,687,836.64
增长率	39%	35%	36%	29%
成本	588,235.40	805,348.77	1,089,039.30	1,409,137.77
毛利	125,906.76	156,684.01	215,830.74	278,698.87
毛利率 (%)	18%	16%	17%	17%

资料来源:WIND 国信证券经济研究所预测

## 盈利预测结果

**表 9: 盈利预测及市场重要数据 (单位: 万元)**

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,141	9,620	13,049	16,878
(+/-%)	38.6%	34.7%	35.6%	29.3%
净利润(百万元)	329	489.14	611.56	775.87
(+/-%)	62.0%	48.5%	25.0%	26.9%
每股收益 (元)	0.42	0.62	0.78	0.99
EBIT Margin	5.5%	4.3%	4.6%	4.6%
净资产收益率 (ROE)	5.6%	7.9%	9.2%	10.8%
市盈率 (PE)	40.6	27.3	21.9	17.2
EV/EBITDA	28.4	28.9	23.6	21.5
市净率 (PB)	2.27	2.15	2.01	1.86

资料来源:WIND 国信证券经济研究所预测

## 给予“买入”评级

我们预计 2017/2018/2019 年,公司将分别实现营业收入 96.20 /130.49 /168.78 亿元,同比增长 34.7%/35.6%/29.3%; 净利润 4.89 /6.12 /7.76 亿元,同比增



长 48.5%/25.0%/26.9%；每股收益 0.62 /0.78 /0.99 元。如果考虑到华铂科技剩余股权注入后业绩的增厚，2017 年备考净利润或在 6 亿元以上。

市场上尚没有与公司业务相似的上市公司，考虑到公司的成长性和业绩增厚，我们给予公司 2017 年 40 倍 PE（按照备考增厚以后的业绩测试，PE 在 35 倍以下），合理估值 24.8 元，给予“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1587	1924	1957	2532	营业收入	7141	9620	13049	16878
应收款项	2430	3426	4647	6011	营业成本	5882	8053	10890	14091
存货净额	2102	2458	3338	4336	营业税金及附加	208	281	381	492
其他流动资产	240	385	522	675	销售费用	369	497	674	872
<b>流动资产合计</b>	<b>6359</b>	<b>8193</b>	<b>10465</b>	<b>13554</b>	管理费用	287	375	506	651
固定资产	2043	1876	1699	1519	财务费用	78	(53)	30	63
无形资产及其他	223	214	205	196	投资收益	(7)	0	0	0
投资性房地产	527	527	527	527	资产减值及公允价值变动	(26)	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	38	38	38	38	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>9189</b>	<b>10848</b>	<b>12934</b>	<b>15834</b>	营业利润	284	464	566	706
短期借款及交易性金融负债	750	1367	2036	3251	营业外净收支	225	293	381	495
应付款项	1415	1719	2335	3033	<b>利润总额</b>	<b>510</b>	<b>757</b>	<b>947</b>	<b>1201</b>
其他流动负债	289	541	735	954	所得税费用	33	48	61	77
<b>流动负债合计</b>	<b>2454</b>	<b>3627</b>	<b>5107</b>	<b>7238</b>	少数股东损益	148	220	275	348
长期借款及应付债券	313	313	313	313	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>329</b>	<b>489</b>	<b>612</b>	<b>776</b>
其他长期负债	73	74	76	77					
<b>长期负债合计</b>	<b>386</b>	<b>387</b>	<b>389</b>	<b>390</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>2840</b>	<b>4014</b>	<b>5495</b>	<b>7628</b>	净利润	329	489	612	776
少数股东权益	454	604	791	1029	资产减值准备	(9)	3	(2)	(3)
股东权益	5896	6230	6647	7177	折旧摊销	176	187	202	206
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9189</b>	<b>10848</b>	<b>12934</b>	<b>15834</b>	公允价值变动损失	26	3	3	3
					财务费用	78	(53)	30	63
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1054)	(937)	(1429)	(1599)
每股收益	0.42	0.62	0.78	0.99	其它	110	147	189	241
每股红利	0.13	0.20	0.25	0.31	<b>经营活动现金流</b>	<b>(422)</b>	<b>(108)</b>	<b>(426)</b>	<b>(377)</b>
每股净资产	7.49	7.92	8.45	9.12	资本开支	(368)	(17)	(17)	(17)
ROIC	6%	5%	6%	7%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	6%	8%	9%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(406)</b>	<b>(17)</b>	<b>(17)</b>	<b>(17)</b>
毛利率	18%	16%	17%	17%	权益性融资	2499	0	0	0
EBIT Margin	6%	4%	5%	5%	负债净变化	(85)	0	0	0
EBITDA Margin	8%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(104)	(155)	(194)	(246)
收入增长	39%	35%	36%	29%	其它融资现金流	(676)	617	670	1214
净利润增长率	62%	49%	25%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1444</b>	<b>462</b>	<b>476</b>	<b>968</b>
资产负债率	36%	43%	49%	55%	<b>现金净变动</b>	<b>616</b>	<b>337</b>	<b>33</b>	<b>574</b>
息率	0.8%	1.2%	1.5%	1.8%	货币资金的期初余额	971	1587	1924	1957
P/E	40.6	27.3	21.9	17.2	货币资金的期末余额	1587	1924	1957	2532
P/B	2.3	2.1	2.0	1.9	企业自由现金流	(877)	(379)	(685)	(688)
EV/EBITDA	28.4	28.9	23.6	21.5	权益自由现金流	(1637)	287	(43)	467

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
<b>李文英</b> 13910793700 liwying@guosen.com.cn	<b>汤静文</b> 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b> 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	<b>赵冰童</b> 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
<b>王玮</b> 13726685252	<b>吴国</b> 15800476582	<b>赵晓曦</b> 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	<b>梁佳</b> 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
<b>许婧</b> 18600319171	<b>梁轶聪</b> 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	<b>颜小燕</b> 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	<b>程可欣</b> 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
<b>边祎维</b> 13726685252	<b>倪婧</b> 18616741177	<b>刘紫微</b> 13828854899	<b>夏雪</b> 18682071096
<b>王艺汀</b> 13726685252	<b>林若</b> 13726685252	<b>简洁</b> 13726685252	<b>吴翰文</b> 13726685252
<b>詹云</b> 13901062999	<b>张南威</b> 13726685252	<b>欧子炜</b> 18150530525	
<b>陈雪庆</b> 18150530525	<b>周鑫</b> 13726685252		
<b>杨云崧</b> 18150530525	<b>张欣慰</b> 13726685252		

**赵海英**  
13810917275  
zhaohy@guosen.com.cn