

证券研究报告—动态报告/公司快评
电气设备/新能源
新能源
南都电源（300068）
重大事件快评
买入

（维持评级）

2017 年 07 月 04 日

首支基金正式成立，储能获源源活水

证券分析师： 杨敬梅

021-60933160

yangjimei@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511030001

事项：

南都电源公告：公司（出资劣后级资金 2.98 亿元，占比 49.66%）与三峡建信（北京）投资基金管理有限公司（作为普通合伙人，出资 100 万元，占比 0.17%）、杭州梵域投资管理有限公司（作为普通合伙人，出资 100 万元，占比 0.17%）及三峡清洁能源股权投资基金（天津）合伙企业（出资劣后级资金 3 亿元，占比 50%）共同成立三峡南都储能投资（天津）合伙企业（有限合伙）。合伙企业一期募集资金总规模为 20 亿元，目前认缴出资总额为 6 亿元，同时，招商银行股份有限公司武汉分行的优先级资金已经总行审批通过，授信总额为不超过 21 亿元。

评论：

■ 电站基金得到落实，储能项目建设获得资金支持

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。

此次公告的首支储能电站基金成立，使得前期公司前期工作得到落实。另外，成立电站基金后，公司运营电站的资金压力得到缓解，此事件也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。

■ 储能越来越得到社会资金的支持

随着以南都电源为代表的企业研发的铅炭电池成本的下降，储能在没有补贴的情况下实现经济性利用成为可能，从而能够吸引社会资本投资到储能项目上来，而社会资本的介入又会促进储能项目的建设。

在储能项目建设和资本之间形成良性循环的情况下，越来越多的项目落地将为储能电站建设商、设备制造商尤其是电池制造商提供了很强的需求拉动，南都电源无疑是最大的受益者。

■ 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。

■ 维持“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，维持“买

入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1587	1924	1957	2532
应收款项	2430	3426	4647	6011
存货净额	2102	2458	3338	4336
其他流动资产	240	385	522	675
流动资产合计	6359	8193	10465	13554
固定资产	2043	1876	1699	1519
无形资产及其他	223	214	205	196
投资性房地产	527	527	527	527
长期股权投资	38	38	38	38
资产总计	9189	10848	12934	15834
短期借款及交易性金融负债	750	1367	2036	3251
应付款项	1415	1719	2335	3033
其他流动负债	289	541	735	954
流动负债合计	2454	3627	5107	7238
长期借款及应付债券	313	313	313	313
其他长期负债	73	74	76	77
长期负债合计	386	387	389	390
负债合计	2840	4014	5495	7628
少数股东权益	454	604	791	1029
股东权益	5896	6230	6647	7177
负债和股东权益总计	9189	10848	12934	15834

关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.42	0.62	0.78	0.99
每股红利	0.13	0.20	0.25	0.31
每股净资产	7.49	7.92	8.45	9.12
ROIC	6%	5%	6%	7%
ROE	6%	8%	9%	11%
毛利率	18%	16%	17%	17%
EBIT Margin	6%	4%	5%	5%
EBITDA Margin	8%	6%	6%	6%
收入增长	39%	35%	36%	29%
净利润增长率	62%	49%	25%	27%
资产负债率	36%	43%	49%	55%
息率	0.8%	1.2%	1.5%	1.8%
P/E	40.6	27.3	21.9	17.2
P/B	2.3	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	28.4	28.9	23.6	21.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7141	9620	13049	16878
营业成本	5882	8053	10890	14091
营业税金及附加	208	281	381	492
销售费用	369	497	674	872
管理费用	287	375	506	651
财务费用	78	(53)	30	63
投资收益	(7)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(26)	(3)	(3)	(3)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	284	464	566	706
营业外净收支	225	293	381	495
利润总额	510	757	947	1201
所得税费用	33	48	61	77
少数股东损益	148	220	275	348
归属于母公司净利润	329	489	612	776

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	329	489	612	776
资产减值准备	(9)	3	(2)	(3)
折旧摊销	176	187	202	206
公允价值变动损失	26	3	3	3
财务费用	78	(53)	30	63
营运资本变动	(1054)	(937)	(1429)	(1599)
其它	110	147	189	241
经营活动现金流	(422)	(108)	(426)	(377)
资本开支	(368)	(17)	(17)	(17)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(406)	(17)	(17)	(17)
权益性融资	2499	0	0	0
负债净变化	(85)	0	0	0
支付股利、利息	(104)	(155)	(194)	(246)
其它融资现金流	(676)	617	670	1214
融资活动现金流	1444	462	476	968
现金净变动	616	337	33	574
货币资金的期初余额	971	1587	1924	1957
货币资金的期末余额	1587	1924	1957	2532
企业自由现金流	(877)	(379)	(685)	(688)
权益自由现金流	(1637)	287	(43)	467

相关研究报告

《南都电源-300068-聚焦储能，全力打造闭合产业链》——2017-05-22

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。