

南都电源（300068）点评报告

2017年07月04日

成立 20 亿合伙企业，加速储能商用拓展

买入（维持）

投资要点：

- 成立 20 亿储能投资合伙企业：**公司公告与三峡建信、梵域投资、三峡清洁能源股权投资基金共同成立三峡南都储能投资（天津）合伙企业。合伙企业一起募集资金总规模 20 亿元，目前认缴出资总额 6 亿元。其中梵域投资、三峡建信作为普通合伙人各出资现金 100 万元；三峡清洁能源基金、南都电源作为有限合伙人分别出资劣后级资金 3 亿元、2.98 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。
- 加速储能商用拓展：**本次设立的储能投资合伙企业主要投资于国内外商用储能电站项目。南都电源近两年在国内外积极推广商用储能系统，目前已形成较强的项目基础，同时项目规模在今后几年将持续高速增长。在此基础上，南都电源通过参与构筑金融平台，以自有资金作为劣后资金，让渡长期的约定收益给社会资金，将拉动更多社会资金参与储能电站投资，使电站投资建设规模迅速扩大，加速公司“投资+运营”储能商用拓展进程，进一步提高综合竞争力，优化公司资产结构，推动公司在储能产业的战略落地。合伙企业成立后，将持续开展资金募集及项目投资，从而满足储能电站业务拓展过程的资金需求。
- 储能商用拓展先锋：**截至 2016 年底，公司“投资+运营”商用储能系统客户规模迅速增长，累计签约容量达 1500MWh。公司正加快推进签约项目的实施和运营，预计年内将迎来更大规模商用储能电站的投运，并对公司盈利能力持续产生积极影响。公司目前已投运储能电站容量超过 100MWh，在建容量约 300MWh，已建成江苏艾科、无锡新加坡工业园区等多个储能电站并投入运营，运行情况良好。同时，公司积极布局全球储能市场，目前已与德国从事电池调频服务的储能系统运营商 Upside Consulting GmbH 和 Upside Invest GmbH & Co.,KG 两家公司就共同在德国建设、运营和出售用于一次调频服务的储能系统项目签署了《储能项目合作框架合同》。项目初期建设总容量为 50 兆瓦，预计 2018 年底前完成全部项目建设，未来各方将在此基础上扩展更大规模的合作。该项目的合作将为公司带来储能系统销售及参与调频服务的稳定收益，同时也是公司进入欧美主流电力辅助服务市场的标杆性项目，为公司在未来储能市场的全球布局打下坚实基础。
- 再生资源回收领域将显著增厚业绩：**华铂科技铅回收经营情况良好，将显著贡献业绩。华铂科技将投入 10.60 亿元建设废旧电池高效绿色处理暨综合回收再利用示范项目，提升废旧电池产能，该项目回收完成后，华铂科技将新增年处理废旧铅酸电池 60 万吨的产能，年处理废旧铅酸电池产能将达到 96 万吨。华铂科技 17-19 年业绩承诺是 4、5.5、7 亿元，剩余 49% 股权收购完成后将显著增厚公司业绩至少 1.96、2.70、3.43 亿元。

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：S0600516080001
zengdh@dwzq.com.cn
021-60199798

研究助理 曹越

caoyue@dwzq.com.cn
021-60199587

股价走势



市场数据

收盘价（元）	16.92
一年最低价/最高价	15.35/21.70
市净率（倍）	2.23
流通 A 股市值（百万元）	9871.27

基础数据

每股净资产（元）	8.22
资本负债率（%）	29.86%
总股本（百万股）	787.28
流通 A 股（百万股）	583.41

相关研究

- 业绩稳定增长，储能业务加速布局（2017-7-3）
- 加码铅回收增厚利润，储能业绩将逐步兑现（2017-4-11）
- 成立储能电站基金，探索“轻资产”新模式（2017-1-9）
- 全年预增 6-9 成，铅回收及动力锂电业务发展较快（2017-1-3）
- 近翻倍增长符合预期，储能及动力业务取得新突破（2016-8-9）

- **投资建议：**不考虑收购及增发，预计公司 2017-2019 年的归属母公司净利润分别为 5.61、7.62、9.29 亿元，对应 EPS 分别为 0.71 元、0.97 元和 1.18 元，增速为 70.5%、35.8%、21.9%。考虑收购及增发，预计公司 17-19 年的归属母公司净利润分别为 7.57、10.32、12.72 亿元，对应 EPS 为 0.85、1.16、1.42 元，增速分别为 129.97%、36.32%、23.21%。给予公司 2017 年收购及增发完成前 35 倍 PE（对应收购及交易完成后的 29.2 倍 PE），对应目标价为 24.9 元，维持买入评级。
- **风险提示：**布局存在试错风险，推进或不达预期。

图表 1: 南都电源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	6359.0	7546.1	9554.6	10849.0	营业收入	7141.4	9479.1	12111.7	14044.8
现金	1587.4	1500.0	1500.0	1500.0	营业成本	5882.4	7901.8	10089.1	11726.2
应收款项	2430.4	3116.4	4313.8	5002.2	营业税金及附加	208.3	284.4	387.6	477.5
存货	2101.6	2597.9	3316.9	3855.2	营业费用	369.1	492.9	581.4	660.1
其他	239.5	331.8	423.9	491.6	管理费用	301.8	386.6	467.7	513.0
非流动资产	2830.4	3245.3	3630.3	4008.0	财务费用	78.0	31.0	86.4	137.7
长期股权投资	37.7	75.4	113.0	150.7	投资净收益	-6.6	-6.0	-6.0	-6.0
固定资产	2042.7	2427.4	2782.2	3129.6	其他	-11.0	-17.6	-17.6	-17.6
无形资产	222.8	215.3	207.9	200.5	营业利润	284.4	358.9	476.1	506.6
其他	527.2	527.2	527.2	527.2	营业外净收支	225.5	250.0	350.0	500.0
资产总计	9189.4	10791.3	13184.9	14857.0	利润总额	509.9	608.9	826.1	1006.6
流动负债	2454.3	3684.5	5573.6	6131.1	所得税费用	32.6	39.0	52.0	63.4
短期借款	750.0	1341.3	2585.0	2659.6	少数股东损益	147.9	8.5	11.6	14.1
应付账款	1415.4	1948.4	2487.7	2891.4	归属母公司净利润	329.3	561.4	762.4	929.0
其他	288.8	394.8	500.9	580.1	EBIT	395.0	420.9	593.5	675.4
非流动负债	385.6	386.6	387.6	888.6	EBITDA	570.8	527.3	730.3	839.8
长期借款	15.0	15.0	15.0	15.0					
其他	370.6	371.6	372.6	873.6	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	2839.9	4071.1	5961.2	7019.7	每股收益(元)	0.42	0.71	0.97	1.18
少数股东权益	453.9	459.7	467.7	477.3	每股净资产(元)	7.49	7.96	8.59	9.35
归属母公司股东权益	5895.6	6260.5	6756.1	7360.0	发行在外股份(百万股)	786.7	786.9	786.9	786.9
负债和股东权益总计	9189.4	10791.3	13184.9	14857.0	ROIC(%)	5.7%	5.0%	6.1%	6.0%
					ROE(%)	5.6%	9.0%	11.3%	12.6%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	14.7%	13.6%	13.5%	13.1%
经营活动现金流	5.2	38.2	-430.1	317.7	EBIT Margin(%)	5.5%	4.4%	4.9%	4.8%
投资活动现金流	-466.0	-520.4	-546.8	-567.1	销售净利率(%)	4.6%	5.9%	6.3%	6.6%
筹资活动现金流	1083.1	394.8	976.9	249.4	资产负债率(%)	30.9%	37.7%	45.2%	47.2%
现金净增加额	641.1	-87.4	0.0	0.0	收入增长率(%)	38.6%	32.7%	27.8%	16.0%
折旧和摊销	175.8	106.5	136.8	164.4	净利润增长率(%)	62.0%	70.5%	35.8%	21.9%
资本开支	-368.2	-482.7	-509.2	-529.4	P/E	35.26	20.69	15.23	12.50
营运资本变动	-1053.8	-660.5	-1362.2	-810.4	P/B	1.97	1.85	1.72	1.58
企业自由现金流	-862.8	-642.8	-1178.5	-542.7	EV/EBITDA	25.32	29.74	24.06	22.19

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

