

# 南都电源 (300068)

证券研究报告

2017年07月18日

## 定增获批，储能项目大力推进

### 铅资源回收领域潜力大，定向增发获批，华铂业绩或将超出承诺

7月15日，公司发布17年半年度业绩预告，预计净利润同比增长0~30%，增长主要是由于控股子公司华铂科技的再生铅业务销售收入、毛利率、利润贡献均比上年同期实现增长。17年一季度，华铂经营情况良好，实现销售收入7.44亿元，利润为0.51亿元。

随着我国铅蓄电池产业的发展，与之配套的废旧铅蓄电池回收产业规模将继续扩大，现有产能已无法满足未来市场的需求，华铂科技拟投资10.6亿元用于废旧铅蓄电池高效绿色处理暨综合回收再利用示范项目，预期项目完成后将新增年处理废旧铅酸蓄电池60万吨的产能，届时年处理废旧铅酸蓄电池产能将达96万吨。

2017年7月13日，公司发行股份及支付现金购买资产方案获证监会审核通过。公司通过股份支付14.7亿元、发行价格17.73元/股，以及现金支付4.9亿，收购华铂科技剩余的49%股权，使华铂科技成为公司全资子公司。华铂科技承诺2017-2019年扣非净利润分别为4、5.5和7亿，由于地方补贴为非经常性损益项目，预计实际利润将超承诺。

### 携手金融机构募集20亿成立合伙企业，预计大力推动南都储能业务

7月4日，公司公告与三峡建信、梵域投资、三峡清洁能源基金共同成立三峡南都储能投资(天津)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。

新设立的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，“投资+运营”商用储能系统客户规模迅速增长，截止到17年一季度累计签约容量达1500MWh，投运容量超过100MWh，在建容量约300MWh。

公司依靠商用储能系统方面的较强项目基础，通过合伙企业参与构筑金融平台，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，拉动更多社会资金参与储能电站投资，电站投资建设规模有望迅速扩大，加速公司“投资+运营”储能商用拓展进程。我们预计合伙企业的成立将持续推动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，推进南都电源当期及未来几年储能业务的发展。

### 盈利预测和投资评级

预计17年-19年的EPS为0.61元、0.80元和1.02元，对应当前股价估值分别为27倍、21倍和16倍。给予“买入”评级。目标价24元。

**风险提示：**储能电站建设不达预期，铅价下跌导致铅回收利润下滑

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,153.13	7,141.42	8,804.19	11,131.99	13,634.22
增长率(%)	36.10	38.58	23.28	26.44	22.48
EBITDA(百万元)	332.87	538.26	600.10	639.47	692.72
净利润(百万元)	203.30	329.34	478.22	632.64	801.94
增长率(%)	92.52	62.00	45.20	32.29	26.76
EPS(元/股)	0.26	0.42	0.61	0.80	1.02
市盈率(P/E)	64.09	39.56	27.25	20.60	16.25
市净率(P/B)	4.28	2.21	2.12	2.01	1.89
市销率(P/S)	2.53	1.82	1.48	1.17	0.96
EV/EBITDA	40.09	27.77	20.99	21.68	19.60

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	电气设备/电源设备
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	16.55元
目标价格	24元
上次目标价	27.9元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	787.28
流通A股股本(百万股)	583.41
A股总市值(百万元)	13,029.46
流通A股市值(百万元)	9,655.41
每股净资产(元)	7.57
资产负债率(%)	29.86
一年内最高/最低(元)	25.97/15.35

### 作者

李恩国 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517010001  
lienguo@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《南都电源-年报点评报告:通信、动力、储能、再生铅四业务，构筑生态循环》 2017-04-25

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	971.23	1,587.44	1,154.81	890.56	1,090.74
应收账款	1,840.87	2,355.32	2,817.89	3,723.10	4,288.17
预付账款	48.94	109.99	84.78	164.32	142.96
存货	1,199.43	2,101.57	1,943.64	3,229.91	3,151.93
其他	320.83	204.65	320.04	275.01	393.82
<b>流动资产合计</b>	<b>4,381.31</b>	<b>6,358.98</b>	<b>6,321.16</b>	<b>8,282.90</b>	<b>9,067.61</b>
长期股权投资	0.00	37.68	37.68	37.68	37.68
固定资产	1,523.81	1,628.26	1,732.37	1,785.27	1,794.44
在建工程	276.99	358.10	250.86	198.52	149.11
无形资产	235.57	222.77	208.20	193.63	179.06
其他	514.49	583.57	554.51	534.47	519.85
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,550.87</b>	<b>2,830.38</b>	<b>2,783.62</b>	<b>2,749.57</b>	<b>2,680.14</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,932.19</b>	<b>9,189.36</b>	<b>9,104.78</b>	<b>11,032.47</b>	<b>11,747.75</b>
短期借款	1,876.80	650.00	0.00	677.46	424.53
应付账款	910.62	916.25	1,322.48	1,540.71	1,991.19
其他	609.05	888.01	805.78	1,192.68	1,129.18
<b>流动负债合计</b>	<b>3,396.47</b>	<b>2,454.27</b>	<b>2,128.26</b>	<b>3,410.85</b>	<b>3,544.89</b>
长期借款	100.00	15.00	0.00	81.99	0.00
应付债券	0.00	297.96	99.32	132.43	176.57
其他	76.01	72.62	72.62	72.62	72.62
<b>非流动负债合计</b>	<b>176.01</b>	<b>385.58</b>	<b>171.94</b>	<b>287.04</b>	<b>249.19</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,572.47</b>	<b>2,839.85</b>	<b>2,300.21</b>	<b>3,697.89</b>	<b>3,794.09</b>
少数股东权益	316.57	453.91	658.86	858.64	1,059.12
股本	604.98	786.67	787.28	787.28	787.28
资本公积	1,707.10	4,047.09	4,047.09	4,047.09	4,047.09
留存收益	2,439.48	5,108.82	5,358.44	5,688.67	6,107.26
其他	(1,708.42)	(4,046.98)	(4,047.09)	(4,047.09)	(4,047.09)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,359.71</b>	<b>6,349.51</b>	<b>6,804.58</b>	<b>7,334.58</b>	<b>7,953.66</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>6,932.19</b>	<b>9,189.36</b>	<b>9,104.78</b>	<b>11,032.47</b>	<b>11,747.75</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	279.30	477.25	478.22	632.64	801.94
折旧摊销	152.79	180.76	100.25	107.55	112.92
财务费用	72.68	81.30	78.02	78.02	78.02
投资损失	4.21	6.58	6.58	6.58	6.58
营运资金变动	(558.93)	(693.92)	(65.55)	(1,613.53)	(191.18)
其它	91.78	(46.79)	206.98	198.42	200.71
<b>经营活动现金流</b>	<b>41.83</b>	<b>5.18</b>	<b>804.51</b>	<b>(590.33)</b>	<b>1,008.99</b>
资本支出	944.66	446.03	60.00	80.00	50.00
长期投资	0.00	37.68	0.00	0.00	0.00
其他	(1,817.83)	(949.74)	(130.65)	(163.87)	(107.03)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(873.17)</b>	<b>(466.03)</b>	<b>(70.65)</b>	<b>(83.87)</b>	<b>(57.03)</b>
债权融资	2,124.50	1,062.96	199.32	991.88	701.10
股权融资	(37.73)	2,445.10	(74.25)	(76.93)	(76.57)
其他	(1,143.29)	(2,424.97)	(1,291.56)	(505.00)	(1,376.31)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>943.48</b>	<b>1,083.09</b>	<b>(1,166.49)</b>	<b>409.95</b>	<b>(751.78)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>112.14</b>	<b>622.24</b>	<b>(432.63)</b>	<b>(264.25)</b>	<b>200.18</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>5,153.13</b>	<b>7,141.42</b>	<b>8,804.19</b>	<b>11,131.99</b>	<b>13,634.22</b>
营业成本	4,375.33	5,882.35	7,208.53	9,219.21	11,372.37
营业税金及附加	39.11	208.28	256.78	324.67	397.65
营业费用	286.65	369.05	454.98	575.28	704.59
管理费用	230.86	286.77	353.54	447.02	547.50
财务费用	72.49	78.02	78.02	78.02	78.02
资产减值损失	34.57	25.96	25.96	25.96	25.96
公允价值变动收益	2.75	0.00	2.03	(1.36)	0.23
投资净收益	(4.21)	(6.58)	(6.58)	(6.58)	(6.58)
其他	2.93	13.16	9.10	15.87	12.71
<b>营业利润</b>	<b>112.65</b>	<b>284.40</b>	<b>421.83</b>	<b>453.90</b>	<b>501.78</b>
营业外收入	206.53	235.89	318.45	445.83	579.58
营业外支出	10.93	10.42	10.42	10.42	10.42
<b>利润总额</b>	<b>308.25</b>	<b>509.87</b>	<b>729.86</b>	<b>889.32</b>	<b>1,070.94</b>
所得税	28.95	32.62	46.70	56.90	68.52
<b>净利润</b>	<b>279.30</b>	<b>477.25</b>	<b>683.17</b>	<b>832.41</b>	<b>1,002.42</b>
少数股东损益	76.00	147.91	204.95	199.78	200.48
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>203.30</b>	<b>329.34</b>	<b>478.22</b>	<b>632.64</b>	<b>801.94</b>
每股收益(元)	0.26	0.42	0.61	0.80	1.02

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	36.10%	38.58%	23.28%	26.44%	22.48%
营业利润	-11.95%	152.47%	48.32%	7.60%	10.55%
归属于母公司净利润	92.52%	62.00%	45.20%	32.29%	26.76%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.09%	17.63%	18.12%	17.18%	16.59%
净利率	3.95%	4.61%	5.43%	5.68%	5.88%
ROE	6.68%	5.59%	7.78%	9.77%	11.63%
ROIC	5.51%	7.73%	8.23%	8.71%	7.43%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	51.53%	30.90%	25.26%	33.52%	32.30%
净负债率	1.13%	7.51%	2.78%	12.90%	22.83%
流动比率	1.29	2.59	2.97	2.43	2.56
速动比率	0.94	1.73	2.06	1.48	1.67
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.28	3.40	3.40	3.40	3.40
存货周转率	5.08	4.33	4.35	4.30	4.27
总资产周转率	0.87	0.89	0.96	1.11	1.20
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.26	0.42	0.61	0.80	1.02
每股经营现金流	0.05	0.01	1.02	-0.75	1.28
每股净资产	3.87	7.49	7.81	8.23	8.76
<b>估值比率</b>					
市盈率	64.09	39.56	27.25	20.60	16.25
市净率	4.28	2.21	2.12	2.01	1.89
EV/EBITDA	40.09	27.77	20.99	21.68	19.60
EV/EBIT	72.09	41.25	25.20	26.06	23.42

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com