

证券研究报告

公司研究——事项点评

南都电源 (300068.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2017.03.22

郭荆璞 首席分析师

执业编号: S1500510120013
联系电话: +86 10 83326789
邮箱: guojingpu@cindasc.com

刘强 分析师

执业编号: S1500514070005
联系电话: +86 10 83326707
邮箱: liuqiang1@cindasc.com

马步芳 研究助理

联系电话: +86 10 83326702
邮箱: mabufang@cindasc.com

相关研究

《资源再生领域业绩亮眼, 动力、储能未来空间巨大》2017.03

《动力锂电营收大幅增长, 后续储能是亮点》2016.11

《动力锂电实现重大突破, 产品毛利率大幅提升》

2016.08
信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

华铂在手, 铅碳我有

2017年07月19日

事件: 公司于2017年6月27日发布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)。公司拟通过向朱保义以非公开发行股份和支付现金相结合的方式购买其持有华铂科技49%的股权,并向不超过5名(含5名)符合条件的特定对象发行股份募集配套资金,本次交易的总对价确定为196,000万元,其中,公司将以非公开发行股份方式支付147,000万元,以现金方式支付49,000万元。本次交易完成后,上市公司将直接持有华铂科技100%股权。该交易事项于2017年7月14日获得中国证监会上市公司并购重组委员会审核通过。

点评:

- **100%控股华铂科技, 逐步成长为资源回收龙头。**公司拟通过向朱保义以非公开发行股份和支付现金相结合的方式购买其持有华铂科技49%的股权,本次交易完成后,上市公司将直接持有华铂科技100%股权。2015年,全球铅金属产量约为1,089.8万吨,主要产地是中国、欧洲和美国;其中一半以上产量来自再生铅行业。2015年,我国再生铅产量约185万吨,同比增长约15.6%。但我国同期原生铅产量明显下降,导致铅总产量仅约为386万吨,同比下降约15.6%。2002年至2015年期间,我国再生铅产量增长约10倍以上,在铅总产量中的占比由约13.8%提升至约47.9%,但是与国外发达国家均超过80%的比例相比,我国的再生铅比例还有较大的上涨空间。根据中国产业研究信息网,2014年,行业排名前五位的企业产量合计占到全国产量的52%以上,但是与其他冶金行业相比,市场集中度还有提升空间。2015年华铂产量约为16.78万吨,占再生铅产量的9%,2016年随着设备满负荷运行,公司再生铅产量达到25.50万吨,已成为再生铅行业的龙头企业,华铂未来有望随着再生铅行业的向上发展而享受行业龙头带来的溢价。

再生铅的原料主要来自于铅酸蓄电池,由于铅蓄电池属危险废料不得进出口,因此伴随着我国铅蓄电池产量、需求量的逐步增长,再生铅原料的总供给量也随之增长。随着《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》于2016年度再次修订、《再生铅行业规范条件》的出台,各地再一次提高了对铅回收的标准,行业进入门槛的提升有望加深再生铅企业的护城河,同时受政策影响再生铅行业将迎来新一轮的洗牌,大量无证的非法铅冶炼小企业将面临整改的风险,行业集中度有望进一步提升。公司在完全控股华铂科技之后,将充分享受再生铅行业向上发展带来的红利,从而进一步增厚业绩。

- **募集20亿, 加码储能项目商业化。**公司与三峡建信(北京)投资基金管理有限公司、杭州梵域投资管理有限公司及三峡清洁能源股权投资基金(天津)合伙企业共同成立三峡南都储能投资(天津)合伙企业(有限合伙)(以下简称“合伙企业”)。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,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。

合伙企业主要投资于国内外商用储能电站项目，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。

截至 2017 年 6 月底，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 1,600MWh，已投运超过 100MWh。公司基于在国内外新能源储能领域领先的技术与市场优势，近期与德国 Upside Consulting GmbH（以下简称“Upside”或“UC”）及 Upside Invest GmbH & Co., KG（以下简称“UI”）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《储能项目合作框架合同》。在未来 2 年内，建设总容量超过 50MW 的调频储能电站用于参与德国一次调频市场服务（PCR），投资总金额约为 4200 万欧元。

我们坚定地看好调频辅助服务市场，由于电网能量不平衡是其固有特性，调频始终伴随着电网而存在。由于海外发达国家已经建立了相对成熟的电力市场，因此具有更高的可操作性。德国一次调频市场采用每周竞价的方式参与服务，过去 8 年平均收益为 3000 欧元/MW/周，体现了非常好的经济性。同时我们对华北区域调频项目进行测算，其投资回收期在 5 年左右，显著优于削峰填谷，因此我们认为非常适合各类投资者进行投资。

- **盈利预测及评级：**我们预计公司 17 年、18 年、19 年营业收入分别为 92.43 亿元、119.96 亿元、150.05 亿元，归母净利润分别为 5.29 亿元、6.89 亿元、8.28 亿元，EPS 分别为 0.67、0.88、1.05 元，对应 7 月 18 日收盘价（16.55 元）的市盈率分别为 25、19 和 16 倍，考虑到，行业层面，动力、储能的市场空间有望在未来 2 年持续打开；公司动力、储能业务未来有望持续落地，业绩有望持续增长，目前估值处于合理区间的较低位置，我们上调公司评级为“买入”。
- **股价催化剂：**储能产品市场打开；动力电池产品提价；铅价维持稳定；新业务顺利拓展。
- **风险因素：**储能市场增长低于预期；动力电池毛利率维持较低水平；铅价大幅下跌。

公司报告首页财务数据

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,153.13	7,141.42	9,243.45	11,995.95	15,005.16
增长率 YoY %	36.10%	38.58%	29.43%	29.78%	25.09%
归属母公司净利润(百万元)	203.30	329.34	529.12	688.89	827.72
增长率 YoY%	92.52%	62.00%	60.66%	30.20%	20.15%
毛利率%	15.09%	17.63%	16.30%	16.94%	17.00%

净资产收益率 ROE%	6.95%	7.37%	8.70%	10.42%	11.23%
每股收益 EPS(元)	0.34	0.42	0.67	0.88	1.05
市盈率 P/E(倍)	64	40	25	19	16
市净率 P/B(倍)	4.3	2.2	2.1	1.9	1.7

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2017 年 07 月 18 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,381.31	6,358.98	7,005.05	8,113.59	9,438.99
货币资金	971.23	1,587.44	1,324.49	1,110.13	714.97
应收票据	138.68	75.10	97.20	126.15	157.79
应收账款	1,783.19	2,267.47	2,934.88	3,808.82	4,764.28
预付账款	48.94	109.99	143.68	160.93	221.78
存货	1,199.43	2,101.57	2,287.39	2,690.15	3,362.76
其他	239.84	217.41	217.41	217.41	217.41
非流动资产	2,550.87	2,830.38	3,157.96	3,509.64	3,868.70
长期投资	0.00	37.68	37.68	37.68	37.68
固定资产	1,523.81	1,628.26	1,966.48	2,349.21	2,711.15
无形资产	235.57	222.77	223.86	230.47	226.92
其他	791.48	941.67	929.94	892.28	892.95
资产总计	6,932.19	9,189.36	10,163.01	11,623.23	13,307.69
流动负债	3,396.47	2,454.27	2,928.88	3,534.39	4,191.90
短期借款	1,876.80	650.00	650.00	650.00	650.00
应付账款	634.21	885.83	1,165.13	1,500.42	1,875.57
其他	885.46	918.44	1,113.74	1,383.97	1,666.33
非流动负债	176.01	385.58	385.58	385.58	385.58
长期借款	100.00	15.00	15.00	15.00	15.00
其他	76.01	370.58	370.58	370.58	370.58
负债合计	3,572.47	2,839.85	3,314.46	3,919.97	4,577.48
少数股东权益	316.57	453.91	581.27	747.08	946.31
归属母公司股东权益	3,043.14	5,895.60	6,267.28	6,956.17	7,783.90
负债和股东权益	6932.19	9189.36	10163.01	11623.23	13307.69

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,153.13	7,141.42	9,243.45	11,995.95	15,005.16
同比	36.10%	38.58%	29.43%	29.78%	25.09%
归属母公司净利润	203.30	329.34	529.12	688.89	827.72
同比	92.52%	62.00%	60.66%	30.20%	20.15%
毛利率	15.09%	17.63%	16.30%	16.94%	17.00%
ROE	6.95%	7.37%	8.70%	10.42%	11.23%
每股收益(元)	0.34	0.42	0.67	0.88	1.05
P/E	64	40	25	19	16
P/B	4.3	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	22.74	18.24	15.69	12.41	10.47

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,153.13	7,141.42	9,243.45	11,995.95	15,005.16
营业成本	4,375.33	5,882.35	7,737.05	9,963.52	12,454.68
营业税金及附加	39.11	208.28	120.53	156.42	195.65
营业费用	286.65	369.05	477.68	619.92	775.43
管理费用	230.86	286.77	371.18	481.71	602.55
财务费用	72.49	78.02	49.69	57.46	64.92
资产减值损失	34.57	25.96	24.31	31.52	39.43
公允价值变动收益	2.75	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-4.21	-6.58	0.35	0.35	0.35
营业利润	112.65	284.40	463.37	685.75	872.86
营业外收入	206.53	235.89	265.89	263.22	265.00
营业外支出	10.93	10.42	7.85	9.73	9.34
利润总额	308.25	509.87	721.40	939.24	1,128.52
所得税	28.95	32.62	64.93	84.53	101.57
净利润	279.30	477.25	656.48	854.71	1,026.96
少数股东损益	76.00	147.91	127.36	165.82	199.23
归属母公司净利润	203.30	329.34	529.12	688.89	827.72
EBITDA	533.71	771.94	898.42	1,135.17	1,346.13
EPS (摊薄)	0.26	0.42	0.67	0.88	1.05

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	41.83	5.18	398.52	332.96	180.29
净利润	279.30	477.25	656.48	854.71	1,026.96
折旧摊销	152.79	180.76	118.10	137.01	158.68
财务费用	72.68	81.30	58.92	58.92	58.92
投资损失	4.21	6.58	-0.35	-0.35	-0.35
营运资金变动	-485.29	-772.71	-458.72	-748.92	-1,102.48
其它	18.14	31.99	24.10	31.59	38.56
投资活动现金流	-873.17	-466.03	-445.11	-488.40	-516.53
资本支出	-561.37	-417.90	-445.47	-488.76	-516.88
长期投资	-297.26	0.00	0.35	0.35	0.35
其他	-14.54	-48.13	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	943.48	1,083.09	-235.76	-78.33	-78.33
吸收投资	0.00	2,498.62	0.00	0.00	0.00
借款	996.50	-1,359.50	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	99.49	104.45	235.76	78.33	78.33
现金净增加额	120.73	641.14	-262.95	-214.36	-395.16

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下的信达证券，任研究开发中心副总经理、首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

刘强，新能源与电力设备行业首席研究员，工程师，武汉大学理学学士，浙江大学金融学硕士，6年新能源实业工作经验，7年金融经验；实业时的团队在国内最早从事动力电池、光伏电站等新能源产业的开拓工作，对产业链、行业发展理解透彻，资源丰富；擅长从市场和产业发展中挖掘投资机会，兼顾周期与成长。

马步芳，研究助理，清华大学硕士，2016年7月加入信达证券研发中心，从事能源行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com
国际	王小乐	010-63081122	18301418636	wangxiaole@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。