

储能+再生铅助力公司持续增长

——南都电源（300068）2017 半年度报告点评

2017 年 08 月 28 日

强烈推荐/维持

南都电源

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
林劼	联系人	
	linjie_@dxzq.net.cn	010-66554034
王革	联系人	
	wangge@dxzq.net.cn	010-66554043

事件：

公司发布 2017 半年度报告，实现营业收入 37.19 亿元，同比增长 26.26%，实现归母净利润 1.56 亿元，同比增长 1.35%。同时，公司发布前三季度业绩预告，预计前三季度累计净利润为 2.83-3.57 亿元，同比增长 15%-45%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	1680.03	1467.59	1478.18	1976.31	2219.35	1878.57	1840.67
增长率（%）	78.48%	67.03%	26.58%	38.53%	32.10%	28.00%	24.52%
毛利率（%）	16.09%	16.33%	15.52%	15.60%	21.71%	14.26%	12.42%
期间费用率（%）	13.55%	10.52%	9.14%	8.89%	12.10%	9.08%	8.86%
营业利润率（%）	0.02%	3.37%	3.33%	4.15%	4.68%	2.14%	0.61%
净利润（百万元）	105.87	79.05	108.32	152.63	137.24	125.64	104.33
增长率（%）	-639.48%	242.98%	76.79%	71.28%	29.64%	58.92%	-03.68%
每股盈利（季度，元）	0.10	0.10	0.15	0.12	0.11	0.08	0.11
资产负债率（%）	51.53%	51.77%	38.81%	32.57%	30.90%	29.86%	31.30%
净资产收益率（%）	3.15%	2.31%	1.82%	2.50%	2.16%	1.94%	1.62%
总资产收益率（%）	1.53%	1.11%	1.11%	1.68%	1.49%	1.36%	1.12%

观点：

- **储能建设稳步推进，业绩逐步兑现。**公司加速拓展“投资+运营”模式的铅炭电池商用储能电站，截至上半年，公司累计签约电站容量达1900MWh，投运容量达120MWh，在建容量约300MWh，实现整体销售规模72MWh，并与德国两大储能系统运营商签署50MW储能调频项目。同时，为保障储能业务的资金需求和投资架构，公司参与构筑金融平台，积极拉动社会资金参与储能电站投资，推动公司储能产业战略落地。上半年公司储能电源业务实现收入1.33亿元，同比增长77.77%，其中整体销售储能电站收入约7938万元。随着公司储能电站规模不断落地后，业绩将不断释放。

- **铅价推高华铂利润，达成承诺业绩无忧。**铅价在去年下半年持续上涨，在11月底将近2.2万元/吨；今年初铅价在震荡中有所下调，但从5月后再次反弹拉升。收益铅价持续高位，公司子公司华铂科技再生铅业务上半年实现营收将近14亿元，同比增长28.52%，实现利润1.71亿元，对公司贡献业绩8707万元，同比增长高达78.84%，有望超额完成承诺业绩（2017-2019扣非净利分别为4亿元、5.5亿元和7亿元）。目前公司已完成华铂科技剩余49%股权收购，华铂成为公司全资子公司，进一步完善铅蓄电池绿色循环经济的产业链。同时，公司快速推进产能扩张，预计明年扩产项目完全投产后，将新增60万吨/年的废旧铅蓄电池处理能力，总处理能力超过100万吨，对应再生铅产能约76万吨，在量增价涨的背景下，将为公司未来持续快速成长奠定基础。
- **备用电源增收降利，锂电加速替代铅酸。**上半年通信电源业务整体实现营收12.87亿元，同比增长6.76%，锂电池和铅酸电池两种技术路线各自营收分别为2.13亿元和10.74亿元，同比分别增长300.28%和下降6.82%，锂电池加速替代铅酸电池趋势进一步确认。但受到锂电价格下降，以及铅价上涨导致铅酸电池毛利率下降影响，公司后备电源业务业绩出现下滑，短期内承受较大压力。
- **动力电池上半年业绩不佳，下半年有望改善。**公司在铅酸动力电池方面转变经营模式，全面转向自主品牌销售，实现收入和毛利率的大幅上涨，业绩缺口不断缩小。在动力锂电池方面，公司业务受新能源汽车补贴下调及电池目录重新申报影响较大，实现仅营收1271万元，同比降幅达91%。随着下半年新能源汽车市场回暖且长期增长明确，公司动力锂电业务有望迎来明显的业绩修复。

结论：

考虑华铂并表，我们预计公司2017 - 2019年的营业收入分别为92.4亿元、117.7亿元和139.5亿元；归母净利润分别为5.8亿元、8.7亿元和10.1亿元；EPS分别为0.67元、1.00元和1.16元，对应PE分别为26.9、18.0和15.5，维持公司“**强烈推荐**”评级。

风险提示：

储能电站建设进度不及预期，后备电源需求下降，动力电池市场竞争加剧，铅价下跌导致铅回收利润下滑。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	4381	6359	8497	10061	12037	营业收入	5153	7141	9243	11766	13950
货币资金	971	1587	2059	1765	2093	营业成本	4375	5882	7676	9800	11662
应收账款	1783	2267	3039	3868	4586	营业税金及附加	39	208	259	318	363
其他应收款	58	88	114	145	172	营业费用	287	369	471	577	656
预付款项	49	110	187	285	401	管理费用	231	287	370	459	530
存货	1199	2102	2734	3491	4154	财务费用	72	78	1	-5	36
其他流动资产	182	130	214	315	402	资产减值损失	34.57	25.96	20.00	20.00	20.00
非流动资产合计	2551	2830	2857	2869	2869	公允价值变动收益	2.75	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	38	38	38	38	投资净收益	-4.21	-6.58	-6.58	-6.58	-6.58
固定资产	1523.8	1628.2	#####	1732.3	1739.7	营业利润	113	284	440	591	677
无形资产	236	223	220	218	217	营业外收入	206.53	235.89	300.00	365.00	430.00
其他非流动资产	61	69	69	69	69	营业外支出	10.93	10.42	11.00	12.00	13.00
资产总计	6932	9189	11355	12930	14906	利润总额	308	510	729	944	1094
流动负债合计	3396	2454	2183	3241	4594	所得税	29	33	45	59	67
短期借款	1877	650	0	513	1372	净利润	279	477	683	885	1027
应付账款	634	886	1115	1423	1693	少数股东损益	76	148	100	15	15
预收款项	32	60	97	144	200	归属母公司净利润	203	329	583	870	1012
一年内到期的非流	148	100	100	100	100	EBITDA	554	746	634	802	939
非流动负债合计	176	386	38	18	18	BPS (元)	0.34	0.48	0.67	1.00	1.16
长期借款	100	15	-35	-55	-55	主要财务比率					
应付债券	0	298	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	3572	2840	2220	3258	4612	成长能力					
少数股东权益	317	454	554	569	584	营业收入增长	36.10%	38.58%	29.43%	27.30%	18.56%
实收资本(或股本)	605	787	869	869	869	营业利润增长	-11.95	152.47	54.60%	34.40%	14.55%
资本公积	1707	4047	6299	6299	6299	归属于母公司净利润	77.17%	49.17%	77.17%	49.17%	16.29%
未分配利润	641	958	1104	1322	1575	获利能力					
归属母公司股东权	3043	5896	8580	9103	9710	毛利率(%)	15.09%	17.63%	16.96%	16.71%	16.40%
负债和所有者权	6932	9189	11355	12930	14906	净利率(%)	5.42%	6.68%	7.39%	7.52%	7.36%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
经营活动现金流	42	5	-381	-187	166	偿债能力					
净利润	279	477	683	885	1027	资产负债率(%)	52%	31%	20%	25%	
折旧摊销	369.27	383.62	0.00	193.40	203.97	流动比率	1.29	2.59	3.89	3.10	
财务费用	72	78	1	-5	36	速动比率	0.94	1.73	2.64	2.03	
应收账款减少	0	0	-771	-830	-718	营运能力					
预收帐款增加	0	0	37	47	56	总资产周转率	0.87	0.89	0.90	0.97	
投资活动现金流	-873	-466	-249	-257	-257	应收账款周转率	3	4	3	3	
公允价值变动收益	3	0	0	0	0	应付账款周转率	11.87	9.40	9.24	9.27	
长期股权投资减少	0	0	1	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-4	-7	-7	-7	-7	每股收益(最新摊薄)	0.34	0.48	0.67	1.00	
筹资活动现金流	943	1083	1102	149	418	每股净现金流(最新)	0.19	0.79	0.54	-0.34	
应付债券增加	0	0	-298	0	0	每股净资产(最新摊)	5.03	7.49	9.87	10.47	
长期借款增加	0	0	-50	-20	0	估值比率					
普通股增加	0	182	82	0	0	P/E	53.15	37.65	26.92	18.04	
资本公积增加	34	2340	2252	0	0	P/B	3.59	2.41	1.83	1.73	
现金净增加额	112	622	471	-294	328	EV/EBITDA	21.80	18.35	21.62	18.09	

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

林劼

清华大学工学硕士，电力设备与新能源行业研究员，2016年加入东兴证券，目前研究重点主要覆盖光伏、储能、新能源汽车等板块。

王革

中科院电气工程硕士，4年光伏电池研发和产业化经验，1年公司管理经验，2016年加入东兴证券研究所，关注新能源汽车、光伏、风电等领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,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,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。