

证券研究报告

公司研究——中报点评

南都电源 (300068.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2017.07.18

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

《华铂在手, 铅碳我有》2017.07

《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

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

储能电站逐步落地, 铅回收量价齐升

2017 年 09 月 08 日

事件: 公司于 2017 年 8 月 25 日发布 2017 年半年度报告。2017 年上半年公司实现营业收入 37.19 亿元; 同比增长 26.26%; 实现归属于上市公司股东的净利润为 1.56 亿元, 同比增长 1.35%; 实现扣非后归属于母公司股东的净利润 8911 万元, 同比下降 22.6%, 基本每股收益 0.2 元/股, 同比下降 13.04%。

点评:

- **储能业务逐步落地, 板块业务有望爆发。** 公司上半年储能电源业务实现收入 13,337.45 万元, 同比增长 77.77%, 其中整体销售储能电站 72MWh, 收入为 7,938.46 万元。目前公司签约电站量 1.9GWh, 建设量 300MWh, 其中中移动 120MWh 储能项目作为储能标杆项目使得多方面建设要求达到新的高度。我们认为随着中移动项目建设完成, 后期签约量将快速转化为落地电站, 从而带动储能业务板块的爆发。此外, 公司 60 亿元储能基金已经正式投运, 为公司储能业务提供充足的配套资金, 使得“投资+运营”模式得到充分保障, 同时前期储能项目的示范效应逐步体现, 也因此吸引了大批客户。德国调频项目方面公司已经完成选址, 项目将逐步落地。
- **再生铅回收销售良好, 全年利润贡献巨大。** 公司控股子公司控股子公司华铂科技再生铅业务本期实现净销售收入 139,958.97 万元, 同比增长 28.52%; 实现利润 17,071.73 万元, 对公司利润贡献为 8,706.58 万元, 同比增长 78.84%, 占公司归母净利润 55.8%, 随着公司 100%控股华铂, 华铂利润贡献率将进一步上升, 2017 年全年利润有望达到近 4 亿。由于环保政策趋严, 下半年铅价预计仍将保持在 18000~19000 元/吨的高价位, 这将使华铂继续维持 9%左右的高毛利率, 华铂总体将实现量价齐升的良好态势。
- **新能源汽车下半年形势较好, 新能源电池项目进展良好。** 新能源汽车行业渗透率已经超过 1%, 我们认为, 从 1 到 10 的发展是行业最好的成长期, 将带来巨大的成长机会。在物流车方面, 电动物流应该聚焦于城市集散地到各分发点。城市物流 (<150km) 以日常的生活用品运输、快递和小件货运最为普遍。多为短途且路线相对固定, 倾向于小体积、小批量、多批次运输, 是新能源物流车适用的领域。由于补贴政策的支持、优越的用电成本以及不受城市限行政策的影响, 电动物流车正成为新能源汽车发展的一大突破口。从今年下半年开始, 物流车的产销量将逐步抬升, 同时将拉动产业链向上发展。在动力领域, 公司通过自主开发及与北京智行鸿远等的深入融合, 共同开发多款三元电芯产品, 目前公司已经配套长安两款物流车、东风一款物流车, 预计 9 月份将开始出货, 业务总体发展态势良好。新能源电池项目方面, 武汉南都年产 1000 万 kVAh 新能源电池建设项目, 一期项目的主要建设工作已完成并开始试生产, 目前项目推进情况良好, 我

们预计项目明年将达产。

- **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 84.02 亿元、116.81 亿元、153.37 亿元，归母净利润分别为 5.51 亿元、7.10 亿元、8.15 亿元，EPS 分别为 0.63、0.81、0.94 元，对应 9 月 7 日收盘价（18.20 元）的市盈率分别为 29、22 和 19 倍，考虑到公司动力、储能业务的持续落地，公司业绩有望持续增长，我们维持公司评级为“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	8,402.47	11,681.03	15,336.81
增长率 YoY %	36.10%	38.58%	17.66%	39.02%	31.30%
归属母公司净利润(百万元)	203.30	329.34	550.61	709.64	815.08
增长率 YoY%	92.52%	62.00%	67.18%	28.88%	14.86%
毛利率%	15.09%	17.63%	14.86%	14.39%	13.96%
净资产收益率 ROE%	6.95%	7.37%	8.10%	8.81%	9.25%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.23	0.38	0.63	0.81	0.94
市盈率 P/E(倍)	78	48	29	22	19
市净率 P/B(倍)	4.7	2.4	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 09 月 07 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	7,384.72	8,329.65	10,425.78
货币资金	971.23	1,587.44	1,722.39	546.28	228.04
应收票据	138.68	75.10	88.36	122.84	161.28
应收账款	1,783.19	2,267.47	2,667.86	3,708.83	4,869.58
预付账款	48.94	109.99	132.85	161.52	234.98
存货	1,199.43	2,101.57	2,555.85	3,572.77	4,714.49
其他	239.84	217.41	217.41	217.41	217.41
非流动资产	2,550.87	2,830.38	3,510.30	4,029.58	4,589.55
长期投资	0.00	37.68	37.68	37.68	37.68
固定资产	1,523.81	1,628.26	2,070.75	2,674.30	3,232.56
无形资产	235.57	222.77	223.86	230.47	226.92
其他	791.48	941.67	1,178.01	1,087.14	1,092.39
资产总计	6,932.19	9,189.36	10,895.02	12,359.23	15,015.32
流动负债	3,396.47	2,454.27	2,776.81	3,531.38	4,872.39
短期借款	1,876.80	650.00	650.00	650.00	1,150.00
应付账款	634.21	885.83	1,077.32	1,505.96	1,987.20
其他	885.46	918.44	1,049.49	1,375.42	1,735.18
非流动负债	176.01	385.58	385.58	385.58	885.58
长期借款	100.00	15.00	15.00	15.00	515.00
其他	76.01	370.58	370.58	370.58	370.58
负债合计	3,572.47	2,839.85	3,162.39	3,916.96	5,757.97
少数股东权益	316.57	453.91	36.35	36.35	36.35
归属母公司股东权益	3,043.14	5,895.60	7,696.28	8,405.92	9,221.00
负债和股东权益	6932.19	9189.36	10895.02	12359.23	15015.32

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	8,402.47	11,681.03	15,336.81
同比	36.10%	38.58%	17.66%	39.02%	31.30%
归属母公司净利润	203.30	329.34	550.61	709.64	815.08
同比	92.52%	62.00%	67.18%	28.88%	14.86%
毛利率	15.09%	17.63%	14.86%	14.39%	13.96%
ROE	6.95%	7.37%	8.10%	8.81%	9.25%
摊薄每股收益(元)	0.23	0.38	0.63	0.81	0.94
P/E	78	48	29	22	19
P/B	4.7	2.4	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	24.61	19.92	21.58	17.19	15.30

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	8,402.47	11,681.03	15,336.81
营业成本	4,375.33	5,882.35	7,153.90	10,000.27	13,195.97
营业税金及附加	39.11	208.28	109.56	152.31	199.98
营业费用	286.65	369.05	420.12	593.85	773.27
管理费用	230.86	286.77	337.41	469.07	615.87
财务费用	72.49	78.02	48.46	51.31	114.14
资产减值损失	34.57	25.96	22.14	30.78	40.41
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	-6.23	0.35	0.35
营业利润	112.65	284.40	304.64	383.80	397.52
营业外收入	206.53	235.89	308.50	405.83	507.61
营业外支出	10.93	10.42	8.08	9.81	9.43
利润总额	308.25	509.87	605.07	779.82	895.70
所得税	28.95	32.62	54.46	70.18	80.61
净利润	279.30	477.25	550.61	709.64	815.08
少数股东损益	76.00	147.91	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	203.30	329.34	550.61	709.64	815.08
EBITDA	533.71	771.94	784.21	984.62	1,171.74
EPS (摊薄)	0.23	0.38	0.63	0.81	0.94

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	167.73	-452.26	-483.54
净利润	279.30	477.25	550.61	709.64	815.08
折旧摊销	152.79	180.76	120.22	145.87	176.44
财务费用	72.68	81.30	58.92	58.92	99.60
投资损失	4.21	6.58	6.23	-0.35	-0.35
营运资金变动	-485.29	-772.71	-590.39	-1,397.25	-1,613.77
其它	18.14	31.99	22.12	30.92	39.46
投资活动现金流	-873.17	-466.03	-1,306.36	-664.93	-735.10
资本支出	-561.37	-417.90	-800.13	-665.29	-735.45
长期投资	-297.26	0.00	-506.23	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	1,254.18	-78.33	880.99
吸收投资	0.00	2,498.62	1,489.95	0.00	0.00
借款	996.50	-1,359.50	0.00	0.00	1,000.00
支付利息或股息	99.49	104.45	235.76	78.33	119.01
现金净增加额	120.73	641.14	134.95	-1176.12	-318.24

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	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@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。