

## 证券研究报告

## 公司研究——中报点评

## 南都电源（300068.sz）



上次评级：买入，2018.05.11

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 83326842

邮箱：mabufang@cindasc.com

陈磊 研究助理

联系电话：+86 10 83326706

邮箱：chenleia@cindasc.com

## 相关研究

《后备电源锂电是亮点，再生铅业务符合预期》

2018.05

《锂电布局逐步落地》2017.11

《盈利模式受到认可，后期项目增速可期》2017.09

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

## 储能业务逐步起量，再生铅项目扩产有望提升盈利能力

2018年09月07日

**事件：**公司发布2018年半年度报告。2018年上半年公司实现营业收入41.3亿元，同比增长11.0%，归属母公司净利润3.0亿元，同比增长93.1%，归属母公司扣非净利润1.79亿元，同比增长100.53%，基本每股收益0.34元/股，同比增长70.00%。

**点评：**

- **主营业务放量拉动公司业绩提升。**上半年公司业绩增长主要得益于再生铅业务拉动，再生铅业务实现营收16.21亿元，同比增长15.85%，毛利率13.39%，同比增长8.11个百分点；受益海外锂电产品销售收入大幅增长影响，公司后备电源业务营收同比增长4.61%至13.47亿元，但毛利率同比下降5.76ppt至14.65%；动力电池产品销量持续放量，营收同比增长11.24%至9.36亿元，毛利率同比下降1.83ppt至12.37%；新能源储能业务拓展迅速，上半年毛利率同比增长10.34ppt至25.31%，营收同比下降5.83%至1.26亿元。整体来看，公司毛利率同比提升1.20ppt至14.55%。由于政府补助增加导致其他收益增长，公司实现归母净利3.01亿元，同比增长93.11%。此外，公司经营活动现金流同比出现一定程度下滑，主要是由于华铂科技二期备货导致的存货与预付款增加等原因所致。
- **再生铅回收业绩大幅增长，二期技改项目投产有望大幅提升盈利能力。**公司依托子公司华铂科技开展再生铅回收业务。上半年，得益于铅价维持相对高位，公司再生铅业务业绩大幅增长。华铂科技目前再生铅产能为21万吨，扩产的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计今年下半年投产，目前已完成主体工程及主要设备的建设安装工作，项目实施后华铂科技再生铅产能将提升至120万吨，经营规模和盈利能力将大幅提升。
- **储能业务迅速拓展，积极局部全球市场。**公司在2017年储能项目投运规模上位列全球第二、全国第一，目前累计投运及在建项目容量超过1,000MWh，上半年已投运项目实现电费收入2,061.68万元。公司布局电网侧及用户侧分布式储能电站项目实现突破，中标的“河南电网100兆瓦电池储能示范工程——9.6MW河南信阳龙山110KV变电站电池储能示范工程”，已实现交付并通过验收；与镇江新区多家重点企业集中签约储能电站项目，目前已基本建设完成。电力增值服务上，无锡新加坡工业园160MWh电力储能电站项目参与江苏省电力需求侧响应服务，填入负荷降低园区电力需求。公司积极拓展全球储能市场，与德国Upside公司签署了建设总容量超过50MW的调频服务储能系统项目，其中一期10MW项目已竣工，下半年公司将继续完成后续40MW项目的建设。该项目是公司进入欧美主流电力辅助服务市场的标杆性项目，为公司未来在全球储能市场的布局打下基础。
- **动力电源业务市场拓展成效显著，业务竞争力不断提升。**公司针对重点客户优化动力电源系统解决方案并陆续发货，销

量持续放量；启停电池已在二级市场形成一定销售规模，将进一步推进与主流汽车的合作。公司拓展动力电源海外市场顺利，目前已为荷兰某公司的纯电动卡车产品供应磷酸铁锂动力电池包，并与英国某物流公司签订电动卡车用动力电池包订单，同时在德国及泰国动力电池项目上取得开发成果。

- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2018 年、2019 年和 2020 年营业收入分别为 116.46 亿元、140.98 亿元和 171.64 亿元，归母净利润分别为 5.78 亿元、6.62 亿元和 7.23 亿元，EPS 分别为 0.66、0.75 和 0.82 元/股，对应 9 月 6 日收盘价（12.03 元）的市盈率分别为 18、16 和 15 倍，考虑到华铂科技二期项目逐步投产增厚公司业绩，以及公司储能业务有序落地，公司业绩有望持续增长，我们维持对公司“买入”评级。
- **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。

### 公司财务数据

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7,141.42	8,636.81	11,645.74	14,097.71	17,163.55
增长率 YoY%	38.58%	20.94%	34.84%	21.05%	21.75%
归属母公司净利润(百万元)	329.34	380.89	577.87	662.07	722.50
增长率 YoY%	62.00%	15.65%	51.72%	14.57%	9.13%
毛利率%	17.63%	14.74%	14.73%	14.60%	13.86%
净资产收益率 ROE%	7.37%	6.37%	9.20%	9.71%	9.62%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.38	0.43	0.66	0.75	0.82
市盈率 P/E(倍)	32	28	18	16	15
市净率 P/B(倍)	1.79	1.74	1.63	1.48	1.34

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 09 月 06 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	6,358.98	6,682.08	8,138.22	10,757.78	12,569.87
货币资金	1,587.44	1,323.86	1,015.90	2,191.25	2,154.49
应收票据	75.10	122.98	165.83	200.74	244.40
应收账款	2,267.47	2,018.14	2,721.23	3,294.17	4,010.56
预付账款	109.99	182.31	245.86	298.07	366.03
存货	2,101.57	2,738.35	3,692.96	4,477.11	5,497.95
其他	217.41	296.44	296.44	296.44	296.44
<b>非流动资产</b>	2,830.38	4,212.40	4,876.85	5,518.81	6,192.81
长期投资	37.68	413.45	413.45	413.45	413.45
固定资产	1,628.26	2,175.59	2,454.05	3,313.73	3,923.72
无形资产	222.77	282.78	308.97	328.63	358.95
其他	941.67	1,340.58	1,700.37	1,463.01	1,496.68
<b>资产总计</b>	9,189.36	10,894.49	13,015.07	16,276.59	18,762.68
<b>流动负债</b>	2,454.27	3,459.61	4,110.25	4,644.24	5,336.40
短期借款	650.00	1,417.67	1,417.67	1,417.67	1,417.67
应付账款	885.83	1,098.46	1,481.38	1,795.93	2,205.43
其他	918.44	943.48	1,211.20	1,430.64	1,713.29
<b>非流动负债</b>	385.58	1,270.03	2,270.03	4,270.03	5,270.03
长期借款	15.00	300.00	1,300.00	3,300.00	4,300.00
其他	370.58	970.03	970.03	970.03	970.03
<b>负债合计</b>	2,839.85	4,729.64	6,380.29	8,914.28	10,606.43
少数股东权益	453.91	93.41	150.55	216.01	287.44
归属母公司股东权益	5,895.60	6,071.43	6,484.24	7,146.31	7,868.81
<b>负债和股东权益</b>	9189.36	10894.49	13015.07	16276.59	18762.68

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,141.42	8,636.81	11,645.74	14,097.71	17,163.55
同比	38.58%	20.94%	34.84%	21.05%	21.75%
归属母公司净利润	329.34	380.89	577.87	662.07	722.50
同比	62.00%	15.65%	51.72%	14.57%	9.13%
毛利率	17.63%	14.74%	14.73%	14.60%	13.86%
ROE	7.37%	6.37%	9.20%	9.71%	9.62%
摊薄每股收益(摊薄, 元)	0.38	0.43	0.66	0.75	0.82
P/E	32	28	18	16	15
P/B	1.79	1.74	1.63	1.48	1.34
EV/EBITDA	13.64	17.18	13.00	11.75	10.40

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	7,141.42	8,636.81	11,645.74	14,097.71	17,163.55
营业成本	5,882.35	7,363.78	9,930.83	12,039.50	14,784.68
营业税金及附加	208.28	261.96	314.44	352.44	411.93
营业费用	369.05	427.25	465.83	493.42	514.91
管理费用	286.77	337.81	372.66	422.93	480.58
财务费用	78.02	119.67	185.76	318.50	436.99
资产减值损失	25.96	-0.86	22.78	21.33	19.28
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-6.58	-0.25	-2.31	-3.05	-1.87
<b>营业利润</b>	284.40	412.47	351.14	446.53	513.32
营业外收入	235.89	10.81	303.38	303.38	303.38
营业外支出	10.42	5.62	6.55	7.53	6.57
<b>利润总额</b>	509.87	417.65	647.97	742.38	810.14
所得税	32.62	-0.89	12.96	14.85	16.20
<b>净利润</b>	477.25	418.55	635.01	727.53	793.93
少数股东损益	147.91	37.66	57.13	65.46	71.43
<b>归属母公司净利润</b>	329.34	380.89	577.87	662.07	722.50
EBITDA	771.94	763.96	1,090.23	1,375.83	1,650.64
EPS	0.42	0.44	0.66	0.75	0.82

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	5.18	304.15	-34.33	454.62	479.63
净利润	477.25	418.55	635.01	727.53	793.93
折旧摊销	180.76	211.85	250.18	311.17	388.39
财务费用	81.30	134.46	192.08	322.28	452.12
投资损失	6.58	0.25	2.31	3.05	1.87
营运资金变动	-772.71	-465.75	-1,136.22	-931.55	-1,175.98
其它	31.99	4.80	22.32	22.14	19.30
<b>投资活动现金流</b>	-466.03	-1,495.88	-916.48	-956.99	-1,064.27
资本支出	-417.90	-1,163.68	-914.17	-953.95	-1,062.41
长期投资	0.00	0.00	-2.31	-3.05	-1.87
其他	-48.13	-332.20	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	1,083.09	842.17	642.85	1,677.72	547.88
吸收投资	2,498.62	47.56	9.91	0.00	0.00
借款	-1,359.50	952.67	1,000.00	2,000.00	1,000.00
支付利息或股息	104.45	256.34	367.06	322.28	452.12
<b>现金净增加额</b>	641.14	-378.51	-307.95	1175.35	-36.76

## 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。

**陈磊**，研究助理，吉林大学硕士，2018年7月加盟信达证券研发中心，目前从事新能源研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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。