东兴证券
DONGXING SECURITIES

再生铅业务贡献业绩增长 储能打开未来发展空间

——南都电源（300068）三季报点评

2018 年 10 月 30 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	
贺朝晖	研究助理	
	hezh@dxzq.net.cn 010-66554024	

事件：

公司发布三季度业绩公告称，前三季度归属于母公司所有者的净利润为 4.34 亿元，较上年同期增 18.35%；营业收入为 65.89 亿元，较上年同期增 3.70%；基本每股收益为 0.5 元，较上年同期增 8.70%。公司第三季度归属于母公司所有者的净利润为 1.33 亿元，较上年同期减 37.00%；营业收入为 24.59 亿元，较上年同期减 6.67%；基本每股收益为 0.15 元，较上年同期减 42.31%。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	1878.57	1840.67	2634.37	2283.2	1886.09	2243.88	2458.68
增长率（%）	28.00%	24.52%	33.30%	2.88%	0.40%	21.91%	-6.67%
毛利率（%）	14.26%	12.42%	17.17%	14.20%	13.53%	15.41%	15.24%
期间费用率（%）	9.08%	8.86%	5.48%	17.82%	10.58%	9.11%	4.52%
营业利润率（%）	2.14%	5.15%	5.90%	5.34%	7.06%	6.27%	4.59%
净利润（百万元）	125.64	104.33	185.83	2.74	132.71	137.29	105.66
增长率（%）	58.92%	-03.68%	21.75%	-98.00%	05.63%	31.58%	-43.14%
每股盈利（季度，元）	0.08	0.11	0.24	0.02	0.15	0.19	0.15
资产负债率（%）	29.86%	31.30%	42.32%	43.41%	48.81%	51.15%	51.15%
净资产收益率（%）	1.94%	1.62%	3.03%	0.04%	2.11%	2.19%	1.65%
总资产收益率（%）	1.36%	1.12%	1.75%	0.03%	1.08%	1.07%	0.81%

观点：

1. 其他收益及经营性现金流大幅改善

2018前三季度公司归母净利润同比增长18.35%，主要来源于列入其他收益的增值税即征即退以及政府补助的大幅增长，前三季度其他收益总额同比增长130%，达到2.85亿元，占归母净利润的66%。公司从事的电池回收业务属于环保产业，有望长期获得政策及资金支持。

2018Q3经营性现金流为5亿元，较2018Q2的500万元大幅提升，根据公司历史数据，第四季度现金流状况往往较好，在三季度已有良好现金流的基础上，今年现金流有望实现大幅改善。

2. 再生铅业务持续贡献公司业绩

电池回收是公司主营业务，再生铅业务公司业绩提升的最大驱动力。负责铅回收业务的是子公司华铂科技，再生铅价格在今年从17年底的1.8万元/吨上涨到2万元/吨，极大提升了铅回收业务的盈利能力，2018Q3再生铅价格维持在1.8万元/吨附近。报告期内，华铂科技“废旧铅蓄电池高效绿色处理暨综合回收再利用示范项目”完成建设，项目采用行业先进环保的铅回收工艺和装备，实现全过程无害化处理，大幅提升了公司的铅资源综合回收利用率及回收产能，形成了更强的规模效应，进一步增强了盈利能力。

废旧电池回收以及电池梯级利用政策力度不断在加大，生态环境部、工信部分别出台了再生铅行业规范以及新能源车废旧电池回收方案，这些政策的出台提高了环保要求，使得行业准入门槛提高，公司凭借着先发和规模优势，将受益于行业集中度提升。

3. 储能业务先发优势奠定未来发展基础

公司在储能领域已具备先发优势，根据彭博新能源财经（BNEF）及中关村储能产业技术联盟统计，公司在2017年储能项目投运规模上分别列全球第二、全国第一。在发展国内储能电站业务的同时，国际市场也取得突破，公司与德国Upside已签署总容量超过50MW的调频服务储能系统项目，目前10MW项目已竣工。

国家对于储能政策支持力度不断加大，发改委发布了《关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见》，鼓励利用峰谷电价差、辅助服务补偿等市场化机制，促进储能产业发展。储能业务虽然目前在公司总营收中占比仍较低，但在先发规模优势以及政策支持下，具有非常大的发展空间，而且储能业务高毛利率将显著提升公司利润率中枢。

4. 后备电源产品多元化发展

公司传统优势是铅蓄电池，在国内处于领先地位。公司积极开展应用领域研究，与上海核工程研究设计院共同开发研制核电用蓄电池、移动式储能系统、调峰调频储能电站等，实现产业技术升级，双方合作开发了“CAP1400超大容量1E级铅酸蓄电池自主化研制项目”，为铅蓄电池高端应用打开了空间。

在锂电池替代传统铅蓄电池趋势下，公司进一步优化产品结构，加大锂电池占比。随着锂电池产业链价格下降、竞争力进一步增强，锂电池将是支撑公司未来发展的主要方向。

针对后备电源业务，公司对后端市场进行了更广泛挖掘，将应用场景从通信基站逐步拓展至数据中心、地铁等，通过市场拓展实现销量增长。

结论：

公司是国内铅蓄电池龙头，积极发展锂电池、储能、废旧电池回收业务，在具备先发优势以及政策支持的情况下，拥有非常广阔的发展前景。我们预计公司2018年-2020年的营业收入分别为94.2亿元、111.6亿元和132.4亿元，归属于上市公司股东净利润分别为5.46亿元、6.55亿元和7.82亿元，每股收益分别为0.62元、0.75元和0.89元，对应PE分别为19、16、13。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

储能政策支持力度不足、再生铅价格出现大幅下跌、锂电池业务发展不及预期

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	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	6359	6682	7328	8679	10295	**营业收入**	7141	8637	9420	11158	13241
货币资金	1587	1324	1444	1710	2030	**营业成本**	5882	7364	8030	9504	11267
应收账款	2267	2018	2201	2607	3094	营业税金及附加	208	262	286	338	402
其他应收款	88	59	64	76	90	营业费用	369	427	466	535	616
预付款项	110	182	261	354	465	管理费用	287	338	368	423	487
存货	2102	2738	2986	3534	4190	财务费用	78	120	119	135	162
其他流动资产	130	238	238	238	238	资产减值损失	25.96	-0.86	39.28	39.28	39.28
非流动资产合计	2830	4212	4194	3996	3800	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	38	413	413	413	413	投资净收益	-6.58	-0.25	0.00	0.00	0.00
固定资产	1628.2	2175.5	2673.0	2492.3	2311.6	**营业利润**	284	412	112	182	268
无形资产	223	283	378	363	349	营业外收入	235.89	10.81	380.00	418.00	459.80
其他非流动资产	69	287	287	287	287	营业外支出	10.42	5.62	5.00	5.00	5.00
资产总计	9189	10894	11522	12675	14095	**利润总额**	510	418	487	595	723
流动负债合计	2454	3460	3462	3857	4364	所得税	33	-1	-1	-1	-2
短期借款	650	1418	1265	1241	1247	**净利润**	477	419	488	597	724
应付账款	886	1098	1181	1398	1658	少数股东损益	148	38	-58	-58	-58
预收款项	60	130	206	296	404	归属母公司净利润	329	381	546	655	782
一年内到期的非流	100	0	0	0	0	EBITDA	746	1003	440	536	647
非流动负债合计	386	1270	1581	1949	2386	**EPS（元）**	0.48	0.47	0.62	0.75	0.89
长期借款	15	300	611	979	1416	**主要财务比率**					
应付债券	298	894	894	894	894		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	2840	4730	5043	5806	6750	**成长能力**					
少数股东权益	454	93	35	-23	-81	营业收入增长	38.58%	20.94%	9.07%	18.45%	18.66%
实收资本(或股本)	787	874	874	874	874	营业利润增长	152.47	45.03%	-72.85	62.89%	46.90%
资本公积	4047	3914	3914	3914	3914	归属于母公司净利润	43.35%	19.90%	43.35%	19.90%	19.49%
未分配利润	958	1182	1406	1675	1996	**获利能力**					
归属母公司股东权	5896	6071	6446	6893	7428	毛利率(%)	17.63%	14.74%	14.76%	14.83%	14.91%
负债和所有者权	9189	10894	11522	12675	14095	净利率(%)	6.68%	4.85%	5.18%	5.35%	5.47%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	3.58%	3.50%	4.74%	5.17%	5.55%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	5.59%	6.27%	8.47%	9.50%	10.53%
经营活动现金流	5	304	509	328	348	**偿债能力**					
净利润	477	419	488	597	724	资产负债率(%)	31%	43%	44%	46%	48%
折旧摊销	383.62	470.55	0.00	180.74	180.74	流动比率	2.59	1.93	2.12	2.25	2.36
财务费用	78	120	119	135	162	速动比率	1.73	1.14	1.25	1.33	1.40
应收账款减少	0	0	-183	-406	-487	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	76	90	107	总资产周转率	0.89	0.86	0.84	0.92	0.99
投资活动现金流	-466	-1496	-233	-62	-62	应收账款周转率	4	4	4	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.40	8.71	8.26	8.65	8.67
长期股权投资减少	0	0	11	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	-7	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.48	0.47	0.62	0.75	0.89
筹资活动现金流	1083	842	-156	1	33	每股净现金流(最新	0.79	-0.40	0.14	0.30	0.37
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	7.49	6.95	7.37	7.89	8.50
长期借款增加	0	0	311	368	437	**估值比率**					
普通股增加	182	87	0	0	0	P/E	25.15	25.68	19.32	16.12	13.49
资本公积增加	2340	-133	0	0	0	P/B	1.61	1.74	1.64	1.53	1.42
现金净增加额	622	-350	120	266	319	EV/EBITDA	12.02	11.81	27.00	22.29	18.68

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。

研究助理简介

贺朝晖

清华大学机械工程学士，核科学与技术专业硕士，4 年核电行业工作经验，3 年国际能源工程企业工作经验，2018 年加入东兴证券从事电力设备与新能源研究。

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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。