

积极布局燃料电池，铅回收产能扩张带动业绩复苏

——南都电源年报及一季报点评

年报点评报告

开文明(分析师)

021-68865582

kaiwenming@xsdzq.cn

证书编号: S0280517100002

孟可(联系人)

mengke@xsdzq.cn

证书编号: S0280118090006

● 2018年公司业绩表现大幅下滑，归母净利润为2.42亿元：

公司发布2018年年报及2019年一季报：2018全年实现营业收入80.63亿元(YOY-6.64%)，归母净利润2.42亿元(YOY-36.46%)，扣非后归母净利润1.22亿元(YOY-54.22%)；其中，2019年一季度单季实现收入17.89亿元(YOY-5.16%)，归母净利润2.05亿元(YOY+52.00%)，其他收益2.03亿元。民用电动自行车动力电池业务业绩亏损、计提资产减值0.6亿元和管理费用提升使得2018年业绩同比下滑。我们认为，公司再生铅二期产能逐步释放，储能业务保持优势地位，预计公司2019-2021年归母净利润为5.58/7.32/8.81亿元，对应EPS为0.64/0.83/1.00元，维持“推荐”评级。

● 再生铅业务产能逐步扩张，储能优势地位保持稳固：

子公司华铂科技2017和2018年分别完成了扣非后净利润4.08和4.41亿元，根据对赌协议2019年业绩承诺为扣非后净利润7亿元。华铂科技二期项目设计处理废旧铅酸蓄电池能力为60万吨/年，投产后再生铅总产能预计将达到70余万吨，产能扩张有助于实现2019年业绩目标。根据CNESA，2018年中国电化学储能新增投运规模为0.6GW，同比增长414%。2018Q4新增投运电化学储能项目装机规模为286.5MW，同比增长399%。公司在装机规模和功率规模上均排名国内第一，分别达350MWh和45MW，市场优势地位稳固。

● 携手中广核成立氢能产业基金，5G和IDC发展推动通信业务快速增长：

公司与中广核资本以及中广核产业投资基金成立氢能产业基金，总规模拟定为5-10亿元人民币，投资于氢能及燃料电池领域。公司在燃料电池领域已于2001年投资参股新源动力，目前已实现燃料电池的产业化。该基金的设立将加快公司氢能及燃料电池产业战略布局深化落地。根据公司公告，公司被确认为阿里巴巴数据中心蓄电池设备招标项目的中标单位，合计中标总金额约2.6亿元，表明了公司后备电源产品的竞争力。根据国资委数据，2019年一季度5G的固定资产投资同比增长39.5%，5G的投资也将带动通信业务增长。

风险提示：铅价波动对于铅蓄电池毛利率影响；环保政策风险；国内储能市场发展不及预期；5G发展不及预期；增值税退税政策变动。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8637	8,063	11,896	15,632	18,552
增长率(%)	20.9	-6.6	47.5	31.4	18.7
净利润(百万元)	380.9	242	558	732	881
增长率(%)	15.7	-36.5	130.5	31.2	20.4
毛利率(%)	14.7	14.1	14.9	15.1	15.1
净利率(%)	4.4	3.0	4.7	4.7	4.8
ROE(%)	6.8	2.0	8.7	10.4	11.2
EPS(摊薄/元)	0.43	0.28	0.64	0.83	1.00
P/E(倍)	39.49	62.1	27.0	20.6	17.1
P/B(倍)	2.48	2.4	2.2	2.0	1.8

推荐(维持评级)

市场数据	时间 2019.04.19
收盘价(元):	17.14
一年最低/最高(元):	10.94/19.28
总股本(亿股):	8.78
总市值(亿元):	150.4
流通股本(亿股):	6.21
流通市值(亿元):	106.45
近3月换手率:	198.2%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.35	-9.61	5.04
绝对	6.13	20.45	13.14

相关报告

《业绩基本符合预期，再生铅业务盈利能力大幅增长》2018-10-27

《储能行业领先，铅回收助力公司业绩高速增长》2018-08-20

《储能领导者，全封闭产业链已经成型》2018-02-22

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6682	6793	14550	15545	18398	营业收入	8637	8063	11896	15632	18552
现金	1324	899	4282	5628	6679	营业成本	7364	6923	10123	13269	15745
应收账款	2018	1861	3426	2827	2473	营业税金及附加	262	228	333	406	482
其他应收款	59	0	238	75	296	营业费用	427	540	595	782	928
预付账款	182	173	351	338	480	管理费用	338	231	476	594	705
存货	2738	3279	5520	6014	7673	财务费用	120	128	212	343	347
其他流动资产	361	581	732	665	798	资产减值损失	-1	60	44	87	85
非流动资产	4212	5888	6722	7403	7763	公允价值变动收益	0	-1	-0	-1	-1
长期投资	413	456	479	502	525	投资净收益	-0	-32	-20	-20	-20
固定资产	2176	2357	3454	4369	4954	营业利润	412	98	594	781	939
无形资产	283	286	273	259	246	营业外收入	11	1	6	3	4
其他非流动资产	1341	2788	2515	2272	2037	营业外支出	6	7	6	6	6
资产总计	10894	12681	21272	22948	26161	利润总额	418	92	593	778	937
流动负债	3460	5195	13295	14450	17030	所得税	-1	-30	6	8	9
短期借款	1418	2257	9056	10027	11349	净利润	419	122	587	770	928
应付账款	1098	1580	2336	2797	3295	少数股东损益	38	-120	29	39	46
其他流动负债	943	1358	1903	1627	2386	归属母公司净利润	381	242	558	732	881
非流动负债	1270	1332	1235	1074	824	EBITDA	755	538	1168	1620	1888
长期借款	1194	1224	1128	966	716	EPS(元)	0.43	0.28	0.64	0.83	1.00
其他非流动负债	76	108	108	108	108						
负债合计	4730	6527	14530	15524	17853	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	93	-22	8	46	93	成长能力					
股本	874	878	878	878	878	营业收入(%)	20.9	-6.6	47.5	31.4	18.7
资本公积	3914	3947	3947	3947	3947	营业利润(%)	45.0	-76.2	504.9	31.6	20.2
留存收益	1285	1352	1805	2487	3255	归属于母公司净利润(%)	15.7	-36.5	130.5	31.2	20.4
归属母公司股东权益	6071	6176	6734	7378	8215	获利能力					
负债和股东权益	10894	12681	21272	22948	26161	毛利率(%)	14.7	14.1	14.9	15.1	15.1
						净利率(%)	4.4	3.0	4.7	4.7	4.8
						ROE(%)	6.8	2.0	8.7	10.4	11.2
						ROIC(%)	6.2	3.6	5.1	6.5	6.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	43.4	51.5	68.3	67.6	68.2
						净负债比率(%)	20.9	51.7	91.7	76.5	68.8
						流动比率	1.9	1.3	1.1	1.1	1.1
						速动比率	1.1	0.7	0.7	0.7	0.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.7	0.8
						应收账款周转率	4.0	4.2	4.5	5.0	7.0
						应付账款周转率	7.4	5.2	5.2	5.2	5.2
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.43	0.28	0.64	0.83	1.00
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.29	-1.90	2.30	1.36
						每股净资产(最新摊薄)	6.92	7.04	7.67	8.41	9.36
						估值比率					
						P/E	39.49	62.14	26.96	20.55	17.07
						P/B	2.48	2.44	2.23	2.04	1.83
						EV/EBITDA	21.86	34.0	18.3	12.9	11.1

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>