

南都电源 (300068.SZ)

买入(维持评级)

储能出货持续旺盛，布局制氢绿色加码

当前价格: 13.40 元
目标价格: 21.81 元

投资要点:

事件: 2023年10月24日晚, 南都电源发布2023年三季报, 前三季度南都电源实现营收110.30亿元, 同比+30%; 归母净利润4.58亿元, 同比-25%; 扣非归母净利润4.14亿元, 同比+3276%。其中23Q3实现营收31.35亿元, 同比+10%, 环比-15%; 实现归母净利润1.52亿元, 同比+93%, 环比-26%。

细分各业务板块:

1) 电站储能: 预计Q3大储收入5.5-6亿元, 销量约450MWh, 单Wh净利润约0.1元/Wh, 环比Q2基本持平, 贡献净利润约0.5亿元。销量环比下降主要原因为部分海外项目9月30日并网导致确认收入端规模较小, 三季度大储出货量约900MWh。

2) 工业储能: 预计Q3工业储能收入14-15亿元(锂电及铅酸), 销售量约1.5GWh, 贡献净利润约0.9-1亿元, 平均单Wh净利润约0.06元/wh。

3) 回收业务: 锂回收预计Q3收入1.5-1.6亿元, 贡献净利约0.3-0.4亿元, 再生铅收入约10亿元, 考虑退税收益后, 再生铅业务可实现小幅盈利。

4) 股权激励: 预计Q3股权激励分别摊销约0.4亿元。

储能在手订单旺盛, 布局可再生能源制氢:

1) 海外大储订单持续推进, 23年已接订单超7GWh: 根据10月12日, 公司披露的《储能项目采购合同的公告》, 公司与英国某储能项目公司的《采购合同》, 将向对方交付178MWh储能系统; 2023年以来, 公司已累计中标及签署储能项目合计超7GWh, 支撑2024年业绩持续高增长。

2) 设立氢能子公司, 构建新业务成长曲线: 10月25日, 南都电源发布投资公告, 与杭州氢源、谈一波共同成立南都氢能, 认缴出资5100万元, 占注册资本51%, 并计划吸收公司氢能业务核心经营团队为新股东, 成立南都氢能, 专注于可再生能源制氢技术的研究氢能子公司有望依托公司储能主业, 重点开发氢储能及下游应用项目, 打造公司新增长曲线。

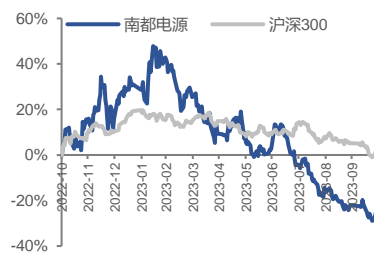
盈利预测及估值: 我们预计公司2023-2025年归母净利润达6.51/12.64/17.68亿元(原值8.26/13.45/18.51), CAGR为75%。当前股价对应市盈率18/9/7倍。综合考虑锂电与铅酸业务, 给予公司2024年15倍PE, 对应目标价21.81元/股, 给予“买入”评级。

风险提示: 储能装机规模不及预期、新增产能释放不及预期、电池回收业务竞争加剧。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	869/827
总市值/流通市值(百万元)	11647/11082
每股净资产(元)	6.62
资产负债率(%)	70.84
一年内最高/最低(元)	27.16/13.06

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 邓伟
执业证书编号: S0210522050005
邮箱: dw3787@hfzq.com.cn
研究助理 柴泽阳
邮箱: czy3900@hfzq.com.cn

相关报告

- 《南都电源 23H1 点评: 需求持续旺盛, 储能量利双升》-2023.08.08
- 《南都电源 23Q1 点评: 大储出货量稳定增长, 回收助力产业一体化》-2023.04.24
- 《南都电源深度: 全面构建产业一体化, 锂电储能量利双升》-2022.12.11

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,848	11,749	15,538	20,710	24,639
增长率	15%	-1%	32%	33%	19%
净利润(百万元)	-1,370	331	651	1,264	1,768
增长率	-387%	124%	96%	94%	40%
EPS(元/股)	-1.58	0.38	0.75	1.45	2.03
市盈率(P/E)	-8.5	35.2	17.9	9.2	6.6
市净率(P/B)	2.5	2.3	2.0	1.6	1.3

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,298	2,331	3,107	3,696	营业收入	11,749	15,538	20,710	24,639
应收票据及账款	2,217	2,791	3,534	3,982	营业成本	10,670	13,514	17,757	21,025
预付账款	517	614	772	892	税金及附加	163	201	257	293
存货	5,261	6,267	8,013	9,092	销售费用	285	361	471	548
合同资产	19	25	33	39	管理费用	336	499	551	569
其他流动资产	356	470	626	744	研发费用	325	352	459	533
流动资产合计	9,649	12,473	16,050	18,406	财务费用	195	206	228	212
长期股权投资	330	360	390	420	信用减值损失	-26	-7	-6	-5
固定资产	3,940	4,139	4,168	4,044	资产减值损失	-61	-10	-10	-10
在建工程	979	979	979	979	公允价值变动收益	2	12	17	22
无形资产	351	366	381	397	投资收益	523	10	20	30
商誉	155	155	155	155	其他收益	439	250	280	310
其他非流动资产	607	647	707	764	营业利润	696	675	1,305	1,824
非流动资产合计	6,363	6,645	6,780	6,759	营业外收入	2	1	2	2
资产合计	16,012	19,118	22,830	25,165	营业外支出	449	9	11	13
短期借款	3,261	4,368	4,837	3,864	利润总额	249	667	1,296	1,813
应付票据及账款	3,629	4,596	6,040	7,151	所得税	-26	9	19	27
预收款项	0	0	0	0	净利润	275	658	1,277	1,786
合同负债	773	1,023	1,364	1,622	少数股东损益	-57	7	13	18
其他应付款	36	76	96	106	归属母公司净利润	332	651	1,264	1,768
其他流动负债	941	927	988	1,031	EPS (按最新股本摊薄)	0.38	0.75	1.45	2.03
流动负债合计	8,641	10,990	13,324	13,773					
长期借款	899	999	1,099	1,199	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	1,432	1,432	1,432	1,432	成长能力				
非流动负债合计	2,332	2,432	2,532	2,632	营业收入增长率	-0.8%	32.3%	33.3%	19.0%
负债合计	10,972	13,421	15,856	16,405	EBIT 增长率	-131.6%	96.9%	74.4%	32.9%
归属母公司所有者权益	5,151	5,802	7,066	8,834	归母公司净利润增长率	-124.2%	96.5%	94.1%	39.9%
少数股东权益	-112	-105	-92	-74	获利能力				
所有者权益合计	5,040	5,697	6,974	8,760	毛利率	9.2%	13.0%	14.3%	14.7%
负债和股东权益	16,012	19,118	22,830	25,165	净利率	2.3%	4.2%	6.2%	7.2%
					ROE	6.6%	11.4%	18.1%	20.2%
					ROIC	8.6%	7.3%	11.1%	13.9%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	68.5%	70.2%	69.5%	65.2%
经营活动现金流	460	821	1,031	2,118	流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3
现金收益	946	1,320	1,988	2,493	速动比率	0.5	0.6	0.6	0.7
存货影响	-2,081	-1,005	-1,746	-1,079	营运能力				
经营性应收影响	-735	-662	-890	-559	总资产周转率	0.7	0.8	0.9	1.0
经营性应付影响	1,423	1,007	1,463	1,121	应收账款周转天数	57	58	55	55
其他影响	908	161	215	142	存货周转天数	142	154	145	146
投资活动现金流	-497	-690	-547	-394	每股指标 (元)				
资本支出	-400	-670	-528	-387	每股收益	0.38	0.75	1.45	2.03
股权投资	-21	-30	-30	-30	每股经营现金流	0.53	0.94	1.19	2.44
其他长期资产变化	-76	10	11	23	每股净资产	5.93	6.68	8.13	10.16
融资活动现金流	-58	901	292	-1,135	估值比率				
借款增加	-346	1,107	519	-923	P/E	35	18	9	7
股利及利息支付	-222	-210	-247	-243	P/B	2	2	2	1
股东融资	90	0	0	0	EV/EBITDA	401	277	184	146
其他影响	420	4	20	31					

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn