

南都电源 (300068.SZ)

大储业务扩张叠加海外布局深化, 看好公司未来盈利水平

买入 (维持评级)

当前价格: 9.49 元
 目标价格: 18.75 元

投资要点:

2023年: 电力储能持续扩张, 再生铅业务亏损和资产及信用减值造成公司亏损

公司2023年实现营收146.66亿元, 同比+25%, 归母净利润0.36亿元, 同比-89%, 扣非归母净利润0.45亿元, 同比+6%。具体来看: 1) 电力储能板块: 2023年大储收入42亿元, 销量约3.6GWh, 单位净利约为0.08元/Wh, 贡献约3亿净利润。2) 工业储能: 锂电部分2023年贡献收入17亿元, 销量约为1.5GWh, 单位净利约为6分/Wh, 贡献约0.9亿净利润; 铅酸电池2023年贡献营收15亿元, 销量为2.83GWh, 单位净利约为2分/Wh, 对应0.56亿净利润。3) 再生铅: 2023年实现营收63亿元, 实现销量42.5万吨, 受政府退税进度延缓业务出现亏损。公司2023年度扣除非经常性因素后, 盈利能力较好。各种非经因素主要系: 1) 股权激励费用约1.5亿元; 2) 资产及信用减值损失约为1.7亿元。扣除非经常损益后2023年公司业绩表现良好。

2024Q1: 大储业务盈利稳定, 再生铅拖累公司业绩水平

2024Q1实现营收29.83亿元, 同比-29%, 归母净利润0.83亿元, 同比-18%, 扣非归母净利润0.34亿元, 同比-63%。具体来看: 1) 电力储能板块: 预计2024Q1贡献约0.8亿净利润, 销量约0.8GWh, 单位净利约为0.10元/Wh。2) 工业储能: 预计锂电及铅酸业务合计贡献净利4千万, 合计出货达1.2GWh, 对应单位盈利0.03元/W。3) 再生铅: 预计2024Q1受到退税延迟影响仍亏损0.7亿元, 拖累公司业绩。公司取得非经常损益0.48亿元, 主要系: 公司对加拿大子公司电站运营项目进行股权处置盈利了约0.27亿元, 同时处置了参股公司股权约0.18亿元。

海外布局: 澳、美、欧全面发力, 持续深化高盈利市场布局

公司在澳洲布局多年, 澳洲开发商向欧洲、北美进行项目扩展带动公司业务扩张, 目前澳、美、欧为公司海外布局的重点区域。公司目前持有海外在手订单0.5GWh (国内2GWh), 预计2024年将充分享受海外高盈利水平 (毛利率30%+)。

大尺寸电芯: 公司首发690Ah超大储能电池, 预计2024年可实现出货

公司于4月11日发布690Ah超大储能电池, 该电池可兼容650Ah-750Ah容量, 搭载该电池的20寸储能系统容量约为6MWh, 可实现系统五年零衰减。目前公司新签海外订单以314Ah为主, 预计24Q2-Q3实现发货, 690Ah预计9月在全球量产交付, 储能步入大容量时代。

盈利预测与投资建议

我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为10.92/13.45/17.21亿元 (前次预测12.64/17.68/-, 主要考虑到再生铅业务退税延迟拖累业绩水平), CAGR25.53%。我们认为, 公司未来将充分享受大储业务放量及海外市场高盈利, 给予公司一定溢价, 给予2024年15倍PE, 对应目标价18.75元, 维持“买入”评级。

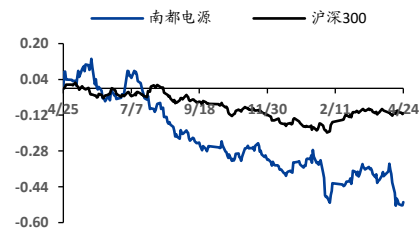
风险提示

储能装机规模不及预期, 海外拓展速度不及预期, 电池回收业务竞争加剧。

基本数据

总股本/流通股(百万股)	872.74/830.28
流通A股市值(百万元)	7,879.39
每股净资产(元)	6.31
资产负债率(%)	73.39
一年内最高/最低价(元)	22.40/8.99

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 邓伟(S0210522050005)
 DW3787@hfzq.com.cn

相关报告

- 【华福电新】南都电源三季报点评: 储能出货持续旺盛, 布局制氢绿色加码——2023.11.03
- 需求持续旺盛, 储能量利双升——2023.08.08
- 大储出货量稳定增长, 回收助力产业一体化——2023.04.24

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,749	14,666	17,780	21,819	26,837
增长率	-1%	25%	21%	23%	23%
净利润(百万元)	331	36	1,092	1,345	1,721
增长率	124%	-89%	2,935%	23%	28%
EPS(元/股)	0.38	0.04	1.25	1.54	1.97
市盈率(P/E)	25.0	230.2	7.4	6.1	4.9
市净率(P/B)	1.6	1.5	1.2	1.2	1.0

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

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,436	3,166	3,716	4,362
应收票据及账款	3,201	3,721	4,371	5,135
预付账款	353	380	435	496
存货	5,129	5,754	6,497	7,319
合同资产	36	44	54	66
其他流动资产	764	696	817	959
流动资产合计	10,884	15,530	17,573	19,848
长期股权投资	224	254	284	314
固定资产	4,504	4,453	4,467	4,540
在建工程	773	873	873	773
无形资产	368	362	350	345
商誉	125	125	125	125
其他非流动资产	1,327	1,389	1,441	1,490
非流动资产合计	7,321	7,455	7,540	7,587
资产合计	18,205	22,985	25,112	27,435
短期借款	3,612	5,394	4,888	4,041
应付票据及账款	4,312	5,023	5,986	7,139
预收款项	0	0	0	0
合同负债	407	494	606	745
其他应付款	107	147	167	177
其他流动负债	1,628	1,648	1,700	1,762
流动负债合计	10,066	13,713	14,417	14,973
长期借款	1,472	1,572	1,672	1,772
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1,368	1,368	1,368	1,368
非流动负债合计	2,839	2,939	3,039	3,139
负债合计	12,906	16,652	17,456	18,113
归属母公司所有者权益	5,422	6,445	7,755	9,405
少数股东权益	-123	-112	-99	-82
所有者权益合计	5,299	6,333	7,656	9,322
负债和股东权益	18,205	22,985	25,112	27,435

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	631	567	1,835	2,221
现金收益	757	1,863	2,129	2,477
存货影响	132	-625	-743	-822
经营性应收影响	-765	-538	-694	-816
经营性应付影响	754	751	982	1,163
其他影响	-247	13	11	0
投资活动现金流	-1,618	-319	-550	-502
资本支出	-884	-568	-530	-502
股权投资	106	-30	-30	-30
其他长期资产变化	-840	279	10	30
融资活动现金流	743	1,491	-700	-1,001
借款增加	1,590	1,783	-457	-797
股利及利息支付	-301	-271	-303	-282
股东融资	98	0	0	0
其他影响	-643	-20	59	78

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	14,666	17,780	21,819	26,837
营业成本	13,330	15,528	18,503	22,067
税金及附加	159	184	215	251
销售费用	335	397	476	573
管理费用	453	451	478	493
研发费用	477	533	655	805
财务费用	272	235	244	204
信用减值损失	-114	-7	-6	-5
资产减值损失	-56	-10	-10	-10
公允价值变动收益	0	10	15	20
投资收益	-32	10	20	30
其他收益	549	500	500	500
营业利润	-8	1,168	1,429	1,817
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	48	50	52	54
利润总额	-54	1,120	1,379	1,764
所得税	-30	17	21	26
净利润	-24	1,103	1,358	1,738
少数股东损益	-60	11	14	17
归属母公司净利润	36	1,092	1,345	1,721
EPS (按最新股本摊薄)	0.04	1.25	1.54	1.97

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	24.8%	21.2%	22.7%	23.0%
EBIT 增长率	-51.1%	523.9%	19.8%	21.3%
归母公司净利润增长率	-89.1%	2,911.5%	21.0%	25.9%
获利能力				
毛利率	9.1%	12.7%	15.2%	17.8%
净利率	-0.2%	5.2%	5.3%	5.7%
ROE	0.7%	19.1%	19.3%	20.0%
ROIC	2.3%	9.7%	11.0%	12.6%
偿债能力				
资产负债率	70.9%	72.4%	69.5%	66.0%
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1
应收账款周转天数	64	66	63	60
存货周转天数	140	126	119	113
每股指标 (元)				
每股收益	0.04	1.25	1.54	1.97
每股经营现金流	0.72	0.65	2.10	2.55
每股净资产	6.21	7.38	8.89	10.78
估值比率				
P/E	230	7	6	5
P/B	2	1	1	1
EV/EBITDA				

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