

电气部件与设备

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

南都电源

300068

强烈推荐

超募资金项目彰显在新能源领域的信心和野心

公司公告超募资金使用方案: 投资 13 亿元, 到 2013 年建成年产 800MWh 动力型锂离子电池、1000MWh 动力高能阀控蓄电池、2000MWh 储能用高能阀控蓄电池、400MWh 储能用锂离子电池生产线。

6-12 个月目标价: 48.00 元

当前股价: 35.86 元

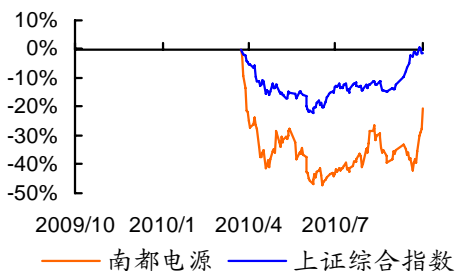
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2992.58
总股本(百万)	248
流通股本(百万)	62
流通市值(亿)	22
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	2.03
资产负债率	57.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
南都电源	22.89	39.86	1.64
上证综合指数	14.60	13.63	3.18



相关报告

《南都电源 300068-三季报点评: 单季业绩环比回升, 新能源业务可以期待-推荐》

投资要点:

- **超募资金投向布局深远, 以动力锂电和阀控蓄电池涉足新能源汽车和储能系统, 中长期业绩令人期待。** 方案中动力锂电未来将主要面向新能源汽车用及储能电站用电池, 阀控蓄电池主要以铅-碳电池进入电动车用市场, 以及储能电站/企业级储能站领域。公司此次一举布局动力电池和储能电池两大领域, 我们认为并非盲目进入, 在技术和市场方面早有布置: 技术层面, 公司旗下上海南都能源科技在锂电池行业有十多年积累, 具有锂电池产品的一系列国际认证; 公司募投项目以小锂电切入通信市场, 我们认为动力锂电并非一日之功可成, 以小锂电积累逐步介入动力锂电是明智且务实的做法。市场层面, 公司募投项目以小锂电进入通信市场如 UPS 电源为切入点, 我们认为公司结合自身市场切入新能源电池领域的亮点; 后期随着新能源汽车市场的逐步打开, 公司动力电池项目亦能成熟进入; 此外, 公司在海外已经以蓄电池介入可再生能源的储能项目, 目前来说储能电池的技术路线未有定论, 铅酸、锂电均有机会, 考虑到公司本身在蓄电池行业的优势, 公司此次布局未来前景可期。
- **超募方案增厚 13-15 年 EPS 0.81/1.54/1.69, 以 40、35、30 倍 PE 计市值空间近 81/133/126 亿。** 公司在动力及储能锂电池方面, 规划产能共 1200MWh, 对应 3.75 亿 Ah, 以公司公告 2015 年 6.7 元/Ah 计算; 在阀控蓄电池方面, 规划产能共 2000MWh, 对应 15 亿 Ah, 以公司公告 2015 年 0.54 元/Ah 计算; 全部销售收入可达到 40.1 亿, 净利润 4.2 亿, 平均净利率 10.46%, 我们认为价格及利润率假设均较为合理, 若以 2.48 亿股本计, 增厚 13-15 年 EPS 0.81/1.54/1.69, 以 40、35、30 倍 PE 计市值空间近 81/133/126 亿。
- **上调至强烈推荐的投资评级。** 公司前期股权激励方案可支撑未来 2 年业绩高增长, 预测公司 10-12 年 EPS 0.38/0.64/0.83 元, 考虑超募项目的短期刺激及长期对公司业绩的增厚, 未来 6-12 月的目标价格为 48-55 元, 上调至强烈推荐的投资评级。

**风险提示:** 募投和锂电池技改项目低于预期, 产品成本进一步升高导致利润下滑, 国内外市场开拓进展缓慢。新能源汽车市场、储能电站市场启动时点不定。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1304	1946	2960	3830
同比(%)	-17%	49%	52%	29%
归属母公司净利润(百万元)	161	94	159	207
同比(%)	38%	-41%	69%	30%
毛利率(%)	27.9%	17.3%	17.3%	18.1%
ROE(%)	31.9%	3.7%	5.9%	7.1%
每股收益(元)	0.65	0.38	0.64	0.83
P/E	48.65	83.02	49.10	37.85
P/B	15.52	3.08	2.90	2.69
EV/EBITDA	40	65	40	28

资料来源: 中投证券研究所

**表 1 锂离子电池未来产品价格及收入预测:**

项目	2013 年	2014 年	2015 年
产能 (MWh)	1200	1200	1200
产能利用率 (%)	40%	80%	95%
产量 (MWh)	480	960	1140
电压 (v)	3.2	3.2	3.2
产量 (MAh)	150	300	356.25
平均价格 (万元/MWh)	245	230	210
平均价格 (元/Ah)	7.84	7.36	6.72
销售收入 (万元)	117600	220800	239400

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

**表 2 新型高能阀控蓄电池未来产品价格及收入预测:**

项目	2013 年	2014 年	2015 年
产能 (MWh)	3000	3000	3000
产能利用率 (%)	40%	80%	95%
产量 (MAh)	1200	2400	2850
电压 (v)	2	2	2
产量 (MAh)	600	1200	1425
价格 (万元/MWh)	59	58	57
平均价格 (元/Ah)	1.18	1.16	1.14
销售收入 (万元)	70800	139200	162450

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

**表 3 超募项目利润及增厚业绩测算**

项目 (万元)	2013 年	2014 年	2015 年
销售额	227448	426816	470164.5
销售收入	194400	364800	401850
变动成本	141468	260496	284301.8
管理费用	7923.5	14887	16369
销售费用	10692	20064	22101.8
折旧 (生产)	3728.8	7457.5	7457.5
财务费用	1253.9	3955.6	4561.4
利润总额	23773.5	44981.9	49429.6
销售利润率	12.23%	12.33%	12.30%
所得税	3566	6747.3	7414.4
净利润	20207.5	38234.7	42015.2
净利润率	10.39%	10.48%	10.46%
应缴税金	15874.4	30791.8	34405.7

总股本 (万股)	24800	24800	24800
增厚 EPS (元/股)	0.81	1.54	1.69
PE (倍)	40.00	35.00	30.00
超募项目估算市值 (亿元)	80.83	133.82	126.05

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	873	2391	2287	2260	<b>营业收入</b>	1304	1946	2960	3830
现金	204	1445	962	623	营业成本	941	1610	2447	3137
应收账款	460	658	888	1072	营业税金及附加	6	10	15	19
其它应收款	10	13	20	26	营业费用	97	143	217	282
预付账款	5	29	40	47	管理费用	63	78	122	161
存货	192	242	367	471	财务费用	22	-4	-26	-9
其他	3	4	10	21	资产减值损失	-3	3	1	1
<b>非流动资产</b>	319	729	1096	1448	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	5	6	6	6	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	232	617	1001	1358	<b>营业利润</b>	179	107	184	240
无形资产	46	46	46	46	营业外收入	11	8	8	9
其他	36	61	43	38	营业外支出	4	5	5	5
<b>资产总计</b>	1192	3120	3384	3708	<b>利润总额</b>	187	110	187	243
<b>流动负债</b>	530	415	520	638	所得税	26	15	28	36
短期借款	287	100	100	100	<b>净利润</b>	161	94	159	207
应付账款	147	203	316	416	少数股东损益	0	0	0	0
其他	95	113	104	122	<b>归属母公司净利润</b>	161	94	159	207
<b>非流动负债</b>	159	163	162	162	EBITDA	201	125	201	294
长期借款	155	155	155	155	EPS (元)	0.86	0.38	0.64	0.83
其他	4	8	7	7					
<b>负债合计</b>	689	578	682	800	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	186	248	248	248	<b>成长能力</b>				
资本公积	39	1921	1921	1921	营业收入	-16.8%	49.2%	52.1%	29.4%
留存收益	279	373	533	739	营业利润	20.5%	-40.2%	72.1%	29.9%
归属母公司股东权益	504	2542	2701	2908	归属于母公司净利润	38.2%	-41.4%	69.1%	29.7%
<b>负债和股东权益</b>	1192	3120	3384	3708	<b>获利能力</b>				
					毛利率	27.9%	17.3%	17.3%	18.1%
					净利率	12.3%	4.8%	5.4%	5.4%
					ROE	31.9%	3.7%	5.9%	7.1%
					ROIC	21.9%	6.7%	6.8%	7.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	57.7%	18.5%	20.2%	21.6%
					净负债比率	71.45	44.11%	37.37	31.87%
					流动比率	1.65	5.75	4.40	3.54
					速动比率	1.29	5.17	3.69	2.80
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.20	0.90	0.91	1.08
					应收账款周转率	3	3	4	4
					应付账款周转率	7.57	9.19	9.43	8.56
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.65	0.38	0.64	0.83
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	-0.21	-0.37	0.26
					每股净资产(最新摊薄)	2.03	10.25	10.89	11.72
					<b>估值比率</b>				
					P/E	48.65	83.02	49.10	37.85
					P/B	15.52	3.08	2.90	2.69
					EV/EBITDA	40	65	40	28

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席分析师, 清华大学经济管理学院 MBA, 连续三年荣获新财富有色金属行业最佳分析师。

马箭, 中投证券研究所新能源行业研究员。三年相关行业工作经验。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434