

投资评级：推荐（首次）

分析师

杨超 0755-83663214

Email:yichao@cgws.com

执业证书编号:S1070512070001

联系人:

竺艺 0755-83753659

Email:yizhu@cgws.com

从业证书编号:S1070115060007

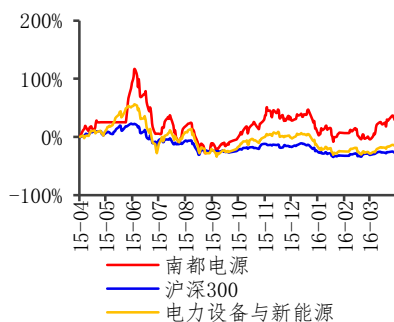
市场数据

目前股价	17.83
总市值(亿元)	107.87
流通市值(亿元)	77.88
总股本(万股)	60,498
流通股本(万股)	43,677
12个月最高/最低	30.94/9.60

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	7472.0	9340.0	10741.0
(+/-%)	45.0%	25.0%	15.0%
净利润	346.1	466.7	574.0
(+/-%)	70.3%	34.8%	23.0%
摊薄 EPS	0.57	0.77	0.95
PE	31.16	23.11	18.79

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

动力锂电、铅炭储能、燃料电池全方位布局

——南都电源（300068）公司深度报告

投资建议

继 2015 年之后，公司 2016 年实现更大幅度增长较为明确。业务布局完善已形成闭合循环，储能行业龙头的地位已经确立。新能源汽车相关及储能电站近期收获不断，燃料电池也有所布局。预计公司 2016 年-2018 年的 EPS 分别为 0.56 元、0.83 元、0.96 元，对应 PE 为 31X、23X、18X。首次覆盖，给予推荐评级。

投资要点

- **2016 年公司业绩提升幅度大：** 获益与华铂科技全年的并表以及动力电池在 2016 年的确定性放量，继 2015 年较大幅度增长后，公司 2016 年的业绩将有大幅度的提升。
- **电池、储能电站、回收业务构成闭合循环：** 公司当前的通讯后备电池、铅炭电池、储能电站运营以及蓄电池回收业务已经布局完善，四大业务已形成闭合循环。
- **储能行业龙头地位明确：** 获益于公司在铅炭电池领域的多年研发投入、储能行业多年的运营经验以及对于储能行业坚定的发展信念，公司当前已经夯实了储能行业的龙头地位。
- **新能源汽车相关、储能电站近期收获不断：** 公司近期在新能源汽车相关领域以及储能电站相关领域，相关订单及合作近期收获不断，预计公司这两个方向 16 年将持续有所斩获。
- **燃料电池领域有所布局：** 公司在新源动力参股 8.12%。新源动力是国内领先的燃料电池公司，大股东为上汽集团，为新源动力未来的发展及产业化提供了巨大的保障。
- **风险提示：** 储能政策不达预期；铅蓄电池回收政策改变；通讯后备电源行业竞争加剧；铅炭电池研发受阻；工业用电电价下降。

目录

1. 公司简介.....	4
1.1 业务板块介绍.....	4
1.2 经营情况介绍.....	4
1.3 股权结构与子公司构成.....	6
2. 2015 年报及 2016 一季报回顾.....	8
2.1 2015 年报回顾.....	8
2.2 2016 年一季报回顾.....	9
3. 四大业务组成闭合循环.....	10
3.1 公司发展规划明确.....	10
3.2 各项业务发展情况.....	10
3.2.1 动力锂电成新亮点.....	10
3.2.2 铅炭电池、储能及启停电池积蓄力量.....	11
3.2.3 铅酸电池回收领域产能放量.....	12
3.2.4 通讯后备电源领域平稳增长.....	12
4. 储能行业龙头已现.....	14
4.1 等待进入成长期的储能行业.....	14
4.2 储能行业投资方向渐显.....	14
4.3 储能龙头已现.....	15
4.4 储能电站经济性预测.....	16
5. 新能源汽车相关、储能电站收获不断.....	19
6. 公司在燃料电池领域亦有所布局.....	20
7. 风险提示.....	21
附：盈利预测表.....	22

图表目录

图 1:	公司历年总收入与归母净利	5
图 2:	公司历年净利率与毛利率	5
图 3:	公司股权结构	6
图 4:	实际控制人股权结构	6
图 5:	公司发展规划	10
图 6:	储能行业所处阶段	14
图 7:	储能系统组成及商业模式	14
图 8:	储能龙头崛起	16
图 9:	公司近期收获不断	19
表 1:	分产品种类划分收入	4
表 2:	分产品用途经营情况	4
表 3:	公司历年收入组成	5
表 4:	主要子公司情况	7
表 5:	分产品经营情况	8
表 6:	公司年报收入拆解	8
表 7:	此在建工程情况	9
表 8:	储能电站收益测算假设	16
表 9:	此处录入标题	16
表 10:	投资成本敏感性分析	17
表 11:	使用天数敏感性分析	18
表 12:	峰谷差敏感性分析	18
表 13:	放电深度敏感性分析	18
表 14:	电池残值敏感性分析	18
表 15:	南都电源股权在新源动力占比	20

1. 公司简介

1.1 业务板块介绍

南都电源的业务划分可由两个维度展开。

第一个维度如表 1 所示，按产品种类可分为铅酸电池、锂电、铅回收以及未来形成收入的铅炭电池，相关营收占比较为明显。

表 1: 分产品种类划分收入

产品种类	2015 年收入 (亿元)	毛利率
阀控密封电池 (铅酸)	39.02 (占比 75.73%)	17.37%
再生铅	9.5 (占比 18.45%)	3.5%
铅炭电池	0	--
锂电产品	2.99 (占比 5.81%)	20.82%

资料来源: 公司年报

第二个维度如表 2 所示，按产品用途可分为通讯(主要为铅酸电池)、动力电源及系统(铅酸电动自行车电源和电动汽车动力锂电电源)、储能电池领域(主要为铅炭或锂电储能系统的销售)以及资源再生(铅回收领域)。

表 2: 分产品用途经营情况

	2015 年营收 (亿)	毛利率 (%)
通讯后备电源	23.23	20.61%
动力电源及系统	16.1	12.91%
储能电源及系统	1.78	21.13%
资源再生领域	9.51	3.95%

资料来源: 公司年报整理, 长城证券

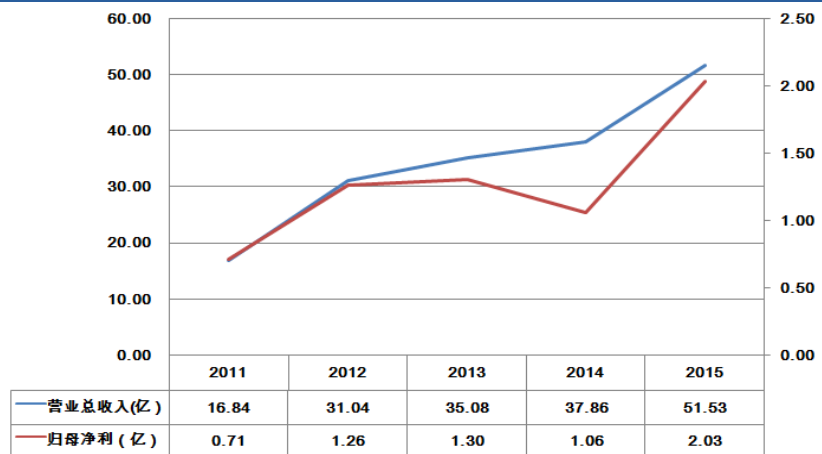
1.2 经营情况介绍

公司历年的收入及净利、毛利率与净利率情况如下表所示。

可以看到公司 2014 年的净利、毛利率及净利率都出现了小幅的下滑，主要是由于公司电动自行车用动力销售收入同比下降 2.03%，同时毛利率同比下降 2.44 个百分点，主要是由于动力自行车用铅酸电池市场竞争激烈造成的。

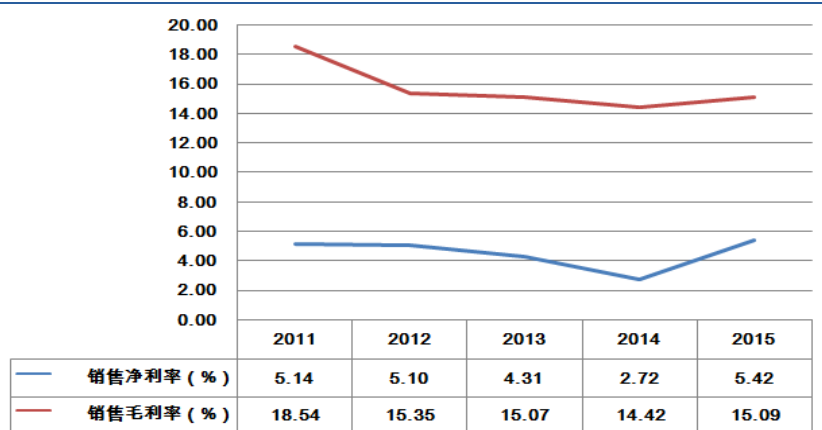
公司 2015 年收入、净利以及净利率都出现了较大幅度的提高，主要是由于公司于 2015 年 7 月并表了主营业务是铅回收的华铂科技。华铂科技 2015 年下半年营收为 13.67 亿，净利 1.37 亿元，对应上市公司 51% 股权的净利为 7021 万元，显著增厚了公司的净利，显著提升了公司的净利率。

图 1: 公司历年总收入与归母净利



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 2: 公司历年净利率与毛利率



资料来源: 长城证券研究所

公司的第一大行业为通信行业后备电源。公司不仅是中国市场通信电源的重要供应商，同时产品远销欧美、东南亚、非洲、南亚等 150 余个国家和地区，通信行业的后备电源始终贡献公司重要的收入组成。

公司当前的第二大产业为动力电池行业，主要构成为电动自行车铅酸电池，仅有少量为电动车锂电。

公司当前的第三大产业为铅回收行业，由于 2015 年只并表了半年，预计 2016 年铅回收产业将成为公司的第二大产业。

公司当前的第四大产业为储能，现阶段主要是储能系统及电池的出售，未来将减少出售，专注做储能电站的运营。

表 3: 公司历年收入组成

项目	2013	2014	2015
储能行业(%)	3.99	4.25	3.45
其他(%)	0.68	0.48	1.78
动力电池行业(%)	48.1	43.98	31.24

项目	2013	2014	2015
资源再生行业(%)	--	--	18.45
通信行业(%)	47.23	51.3	45.07

资料来源:

1.3 股权结构与子公司构成

■ 股权结构

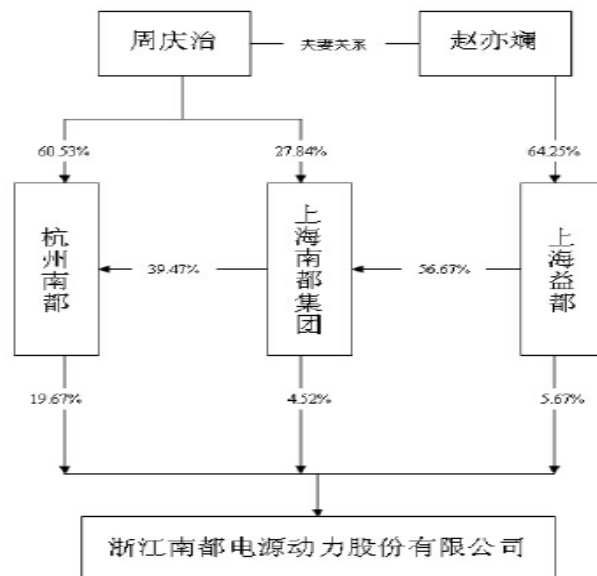
图 3: 公司股权结构



资料来源: 公司年报, 长城证券研究所

■ 实际控制人股权结构

图 4: 实际控制人股权结构



资料来源: 公司年报

■ 子公司构成

表 4: 主要子公司情况

	产线	占比	近况
杭州南都动力科技有限公司	通讯电池/新动力锂电池	100%	动力锂电 1.2GWH 新产能将于 2016 年达产
四川南都国舰	铅酸电池/锂电池	51%	已有产能
武汉南都新能源科技有限公司	新能源电池项目（铅炭）	100%	一期 500kVAh 万，2017 年完成建设并试生产，总共 1000 万 kVAh。
华铂科技（51%）	再生铅回收	51%	21 万吨 16 年产能到位
界首南都华宇电源、浙江长兴南都电源	自行车动力电池产品销售	51%	已有产能

资料来源：公司年报整理，长城证券

2. 2015 年报及 2016 一季报回顾

2.1 2015 年报回顾

■ 总体情况

公司 2015 年营收 51.53 亿元, 同比增加 36.1%; 实现归母净利 2.03 亿元, 同比增加了 92.52%; 其中扣非后归母净利 1.71 亿元, 同比增加 80.96%。

公司净利增幅较大, 主要是由于并表了铅回收公司华铂科技的 7061 万元净利, 同时公司 2015 年摊销了几千万元股权激励费用。

■ 分产品经营情况

分产品来看, 公司后备电源实现了营收和毛利的双重较大幅度增长。

动力电源由于主要组成成分是电动自行车铅酸电源, 市场竞争加剧, 毛利持续下降。

储能电池当前主要是系统销售, 未来此块收入将进一步减少, 将基本用于建设运营的储能电站。

铅回收领域的毛利率非常低, 主要靠国家退增值税的 30% 盈利。

表 5: 分产品经营情况

	2015 营收 (亿)	变动幅度 (%)	毛利率 (%)	变动幅度 (%)
后备电源	23.23 亿	20.37%	20.61%	2.04%
动力电源及系统	16.1 亿	-2.69%	12.91%	4.58%
储能电源及系统	1.78	11.35%	21.13%	0.5%
资源再生领域	9.51	--	3.95%	--

资料来源: 公司年报整理, 长城证券

■ 收入项拆解及主要客户

表 6: 公司年报收入拆解

		收入情况	主要客户	情况说明
后备电源 (23.23 亿元) 同比增长 20.37%)	国内	14.69 亿	中国铁塔 (4.02 亿), 中国移动、互联网公司 IDC 中心等	增长 18.72%
	国外	8.54 亿	印度、非洲、拉美、中东	增长 23.32%
动力项目 (16.10 亿, 同比下降 2.69%)	电动自行车	15.1 亿	竞争市场	同比下降 6.58%, 价格战依旧
	动力锂电	1.23 亿	东风特汽、长安客车、厦门金旅	产能未完全释放
	启停电源项目	0		试验阶段
储能电池	储能系统等设备	1.78 亿	参股加拿大储能公司, 单笔订单 1089 万美元, 国内其他公司	同比增长 11.35%
铅回收			公司所在地该产业历史悠久	2015 年营收 13.67 亿, 净利 1.37 亿元, 对应上市公司 7021 万元

资料来源: 公司年报整理, 长城证券

■ 在建工程情况

表 7: 此在建工程情况

产线	项目来源	产能	进度
铅炭电池	增发	10GWH (总投资 12 亿,分两期)	一期 5GWH 土地已落实, 17 年建成并试生产
分布式能源网络项目	增发	1 亿研发管理系统, 3.9 亿用于建设 390MWH 分布式新能源站点	储能项目积极开拓布点中

资料来源: 公司年报整理, 长城证券

2.2 2016 年一季度报回顾

公司业绩预告 2016 年一季度归属上市公司净利同期变动幅度: 100%-130%, 盈利 5502.25 万元-6327.59 万元, 相比 2015 年一季度增加了 2750 万元-3577 万元。

主要原因: 1) 公司的动力锂电池业务开始放量; 2) 华铂科技去年从 7 月份才开始并表。

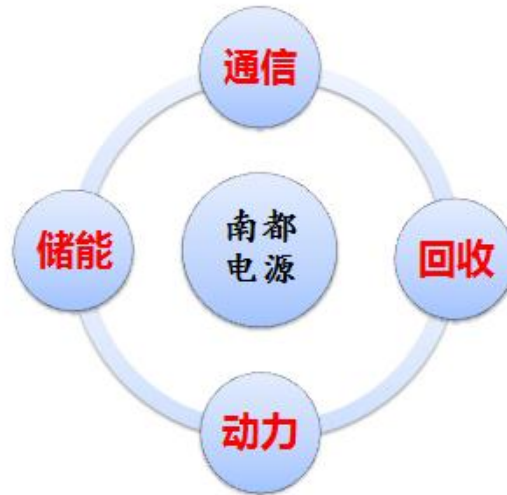
其中根据华铂科技的承诺净利估算, 华铂净利一季度的归母净利增加应该在 2000 万左右, 因此动力锂电池净利的增加应该在 750-1500 万左右。

3. 四大业务组成闭合循环

3.1 公司发展规划明确

公司发展规划明确，形成从通讯到动力锂电、铅酸到锂电再到铅炭电池的全路径发展模式，并切入了回收领域，实现了应用领域的循环利用。

图 5: 公司发展规划



资料来源：长城证券研究所

3.2 各项业务发展情况

3.2.1 动力锂电成新亮点

发展情况:

动力锂电 15 年贡献业绩少，但 15 年以来已经有了实际的行动。16 年预计将有数百 MW 的锂电出货，其中动力锂电占 80-90%，毛利率在 25% 左右。

技术路线:

公司具备磷酸铁锂和三元电池两种路线，当前主要为磷酸铁锂，主要是当前客车对电池的需求量比较大的原因。商用车因为空间足够大，所以对电池的比能量要求相对好一点，磷酸铁锂比较合适以后发展乘用车，机会还是主要在三元。

公司当前正在积极开拓车厂的渠道，主要的客户有长安客车、东风特汽、厦门金旅等。

目前的关键因素是锂电的产能是否能迅速达产，满足供货量。

3.2.2 铅炭电池、储能及启停电池积蓄力量

铅炭电池:

公司在铅炭电池领域的产能规划是在武汉建设 1000 万 kWh 的工程，其中一期 500kVAh 万，2017 年完成建设并试生产。

从全球来看，铅炭电池方面，除去南都，还有日本、欧洲和美国等公司，所生产的铅炭电池用来作为储能或启停电池。

当前，铅炭的成本下降可能性不太大，主要是提高循环次数。主要关注 PCS 和 BMS 的成本下降，希望有可能度电降到 3 毛多。

公司过去外购 BMS，一个集装箱（1MW）BMS 需要 10 万以上，现在自制 BMS，成本下降到 5 万以内。

预计公司 16 年的铅炭产能 100 万 kvah 左右，17 年可能达到 200 万 kvah 以上，基本投在自有的储能电站项目上。

储能电池及系统:

公司发展储能的模式主要采取投资运营模式，16 年以布点为主。

15 年储能的收入都是铅炭系统的买卖，基本用于示范项目，16 年将基本转向储能电站的运营。单个储能电站的规模在 10-100MW 级，15 年主要关注小系统，从 15 年四季度开始关注大系统。

储能获利的模式主要依靠各省市的峰谷电价差，不同省份电价差不一样，在电价差大的这些省份适合做大型的用户侧的储能。如果有 1 块钱的电价差 2-3 年收回成本，如果 0.8 元电价差的回收期为 5 年。

公司与客户签订的都是保输出电量的合同，在一定程度上保护了公司的利益。

调频储能电站在时机及政策成熟时也会考虑切入，国外案例显示经济性会不错。

储能电站领域,当前需要主要关注的是储能电站的拓展进度及规模。

启停电池:

启停电池的需求逐渐增多，存在国产替代的趋势。

当前公司有赠送一些启停电池给厂家（如一汽、上汽、长城、长安等）试用，相关销售计划在逐渐推进中。

启停电池 2016 年还无法确认收入，主要是给各车厂做认证用，真正上规模要等武汉工厂的产能释放。

3.2.3 铅酸电池回收领域产能放量

■ 公司历史沿革

华铂科技位于安徽界首的循环经济园，以废旧蓄电池回收、加工为主导产业，主要产品有还原铅、电解铅、合金铅和氧化铅。公司在 2014 年与浙江南都电源动力股份有限公司融资合作进行技术改造，新厂占地 218.9 亩，现有职工 600 人。2015 年上半年处于逐渐达产期，从 2015 年下半年开始已经基本实现达产。公司年回收废旧电瓶、含铅废物约 35 万吨，具备年产再生铅能力达 21 万吨。

公司所在地历代都是全国废电池，是全国废电池的集散中心。现已逐渐形成了原料收购、生产、销售一体化网络，是我国重要的再生铅生产基地之一。

从全国范围来看，铅回收资质非常难获得，需要层层审批直至环保部。当地政府有一个回收资质，过去供当地十几二十家家庭作坊类企业在共用。此后由于环保需求，进行了相应的资质和行业的整合，成立了具备先进工艺的新厂。2015 年这是个新厂，很多设备还在调试，产能在逐渐释放中，15 年 12 万吨，16 年产能 21 万吨。

■ 客户情况

公司与天能集团、超威电源及国内各大电源厂有密切合作，供货区域遍布全国各地。已成为全国生产规模最大的再生铅加工企业之一。

■ 营收模式

铅酸电池回收领域享受国家补贴的行业，即增值税 30% 的退税。政府这个月交了下个月就退，现金流好，退下的税就是利润。

3.2.4 通讯后备电源领域平稳增长

公司 2015 年实现 23.23 亿通讯后备电源收入：其中国内收入占 60% 以上，主要客户有中国铁塔、中国移动以及各互联网公司；海外收入约占 40%，主要客户来自印度、非洲、拉美、中东等地，海外销售华为中兴配套少，海外排名靠前的供应商也是客户、世界 500 强公司。

IDC 产业的逐渐成熟有望成为公司通讯后备电源业务发展的新亮点。IDC 所用铅酸电池的将来有望国产化。过去由于量并不大，所以不太关注成本，现在建设量大了，国产化将成为一种趋势。

预计铁塔对于通信电源的需求相比三大供应商会不会下降。基站共用的目的是基础设施配套的共用，主要由于征地的原因，建一个基站越来越难。三大运营商将基站外包给铁塔之后，对后备电源的要求反而更高了，所以预计通讯类电池的需求量不会下降。

3.2.5 产业闭环提升公司锂电梯次利用优势

众所周知，电动汽车的锂电池有很高的标准，电池的续航里程低于额定的 80%之后就需要淘汰，对于锂电池而言浪费较大。

南都电源拥有动力电池、通讯电池以及储能电池三类产品，并拥有相应的技术及渠道，将极大地有利于公司开展主要针对动力锂电的梯次利用。这将极大考验公司对于电池性能的掌控以及 BMS 的研发设计能力。

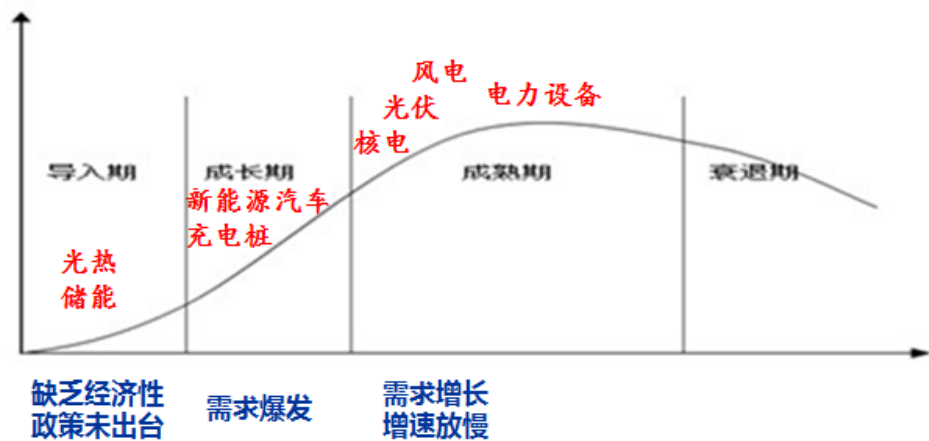
公司控股的华铂科技拥有铅酸回收资质，该资质非常难获得，需要通过层层审批，全国范围看每个省平均下来不过 1-2 个。而锂电的回收资质全国目前只有两家，一个是格林美，另一个 ATL 的子公司邦普，可见未来锂电回收产业有很大的发展空间。南都电源当前具备相应实力，依靠自有动力锂电、通讯电池和储能电池的回收，量就有了充足的保证，如能取得相关资质，最终将形成锂电应用的产业闭环，进一步提升公司锂电的梯次利用优势。

4. 储能行业龙头已现

4.1 等待进入成长期的储能行业

总体来看，储能行业当前缺乏经济性，铅酸电池便宜但循环次数少，锂电池虽然循环次数大增但价格不菲。此外，由于实质性的针对储能的补贴政策短期看来较难颁布，因此储能行业尚处于产业发展的萌芽期。

图 6: 储能行业所处阶段

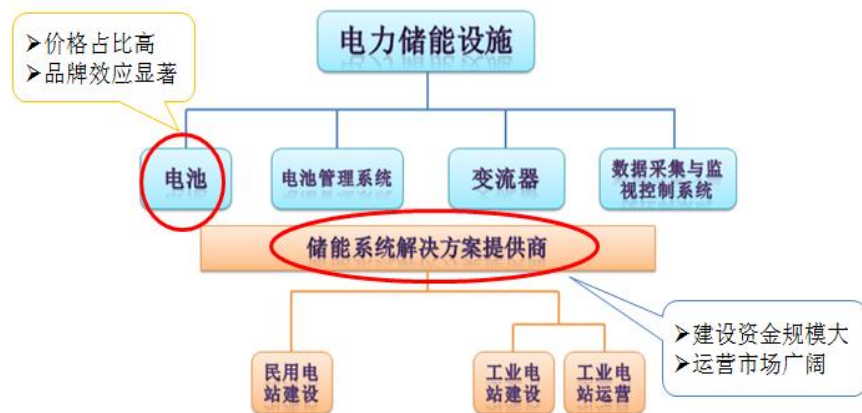


资料来源: 长城证券研究所

4.2 储能行业投资方向渐显

储能行业的整体布局如下图所示，分为设备类、系统配套类建设以及运营类三种模式。

图 7: 储能系统组成及商业模式



资料来源: 长城证券研究所

■ 设备类推荐电池及 BMS

四类设备中变流器及数据采集与监控系统已经是非常成熟的产业，而合乎成本要求的储能电池以及满足大容量的 BMS 还存在较高的技术壁垒，具备投资属性。

■ 储能系统方案解决营收规模大

储能系统方案提供商虽然整体需求的技术比较少，但整个工程不仅包含需要建设相关的资质，还可进行整个储能系统设备的采购，单个项目涉及的金额规模大。在建设资质之外，还将考验企业的融资能力。

■ 工业储能电站运营成为新商业模式

在国外，由于居民用电的峰谷电价大且居住环境较为适宜，民用的储能电站发展迅猛。目光回到国内，国内工业电价的峰谷差较大，全国范围内 0.4-1 元都有存在。再结合具有一定成本优势的电池，将成为一种全新的具备经济性的商业模式。相关储能电站正在逐步推进。

4.3 储能龙头已现

南都电源已经成为国内储能领域的先行者，主要原因如下：

■ 自主开发铅炭电池降低储能成本

公司自主开发铅炭电池多年，目前循环次数、成本等均为业内领先，将显著有利于公司储能业务的发展。

■ 积累多年储能运营经验

公司从 2010 年参与国网张北的试验开始，就涉足大功率电池储能领域，六年来已经积累相当多的经验。除此之外，公司在偏远岛屿也有相关的储能系统运行。

■ 储能电站项目铺点加速

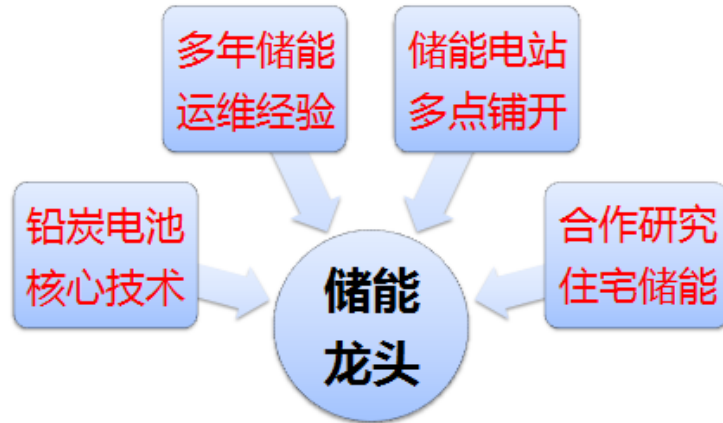
公司在储能电站的拓展领域已有一定建树，已公告与中恒电气的储能电站项目，其他项目也正在积极开拓中。

■ 与海外科研院所合作开发住宅储能管理及交易机制

公司与新加坡科技研究局（A*STAR，类似中国中科院）共同合作开发住宅的光伏储能及智能管理系统，并将进一步研发出相关软件及相关交易机制，为公司储能项目在国内外顺利推出打下了基础。

项目试验、执行中获得的各种经验数据将使得公司在民用储能领域的又一次实现领先。

图 8: 储能龙头崛起



资料来源: 长城证券研究所

4.4 储能电站经济性预测

储能电站的运行需要进行经济性的预测与考虑。

以南都与中恒合作的储能电站为例。

表 8: 储能电站收益测算假设

假设								
投资成本	1.25	元/Wh	电站模型	12	MWh	发电量	33,660,000.00	kWh
电池成本占比	70%		所得税率	25%		度电成本	0.45	元
系统成本	30%		放电深度	85%				
一年使用天数	330	天						
电池摊销年限	8	年						
系统摊销年限	10	年	初始投入	1,500.00	万元			
电池残值	30%		年收入	242.35	万元			
系统残值	20%		税后收入	207.14	万元			
峰谷差	0.9	元	税后电池年摊销	78.53	万元			
分成比例	80%		税后系统年摊销	30.77	万元			

资料来源: 长城证券研究所

相关的经济型模型如下表所示:

表 9: 此处录入标题

year	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
收入	207.14	207.14	207.14	207.14	207.14	207.14	207.14	207.14	207.14	207.14
折旧										

year	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
	109.29	109.29	109.29	109.29	109.29	109.29	109.29	30.77	30.77	30.77	
毛利	97.84	97.84	97.84	97.84	97.84	97.84	97.84	176.37	176.37	176.37	
毛利率	47%	47%	47%	47%	47%	47%	47%	85%	85%	85%	
净利润	73.38	73.38	73.38	73.38	73.38	73.38	73.38	132.28	132.28	132.28	
净利率	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	64%	64%	64%	
增值税进项税额	217.95	182.74	147.52	112.31	77.09	41.88	6.67	-	-	-	
销项税	35.21	35.21	35.21	35.21	35.21	35.21	35.21	35.21	35.21	35.21	
增值税现金流	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	28.55	35.21	35.21	
year	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
初始投资	-1,500.00	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
经营性现金流	0	182.68	182.68	182.68	182.68	182.68	182.68	182.68	163.05	163.05	163.05
残值	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	346
增值税调整	0	35.21	35.21	35.21	35.21	35.21	35.21	6.67	0.00	0.00	0.00
现金流	-1,500.00	217.89	217.89	217.89	217.89	217.89	217.89	189.35	163.05	163.05	509.20
IRR	8.32%										

资料来源：长城证券研究所

最终折算出的 IRR 约为 8.32% 左右。

选取所有假设中最可能发生变化的投资成本、一年使用天数、电费收入、放电深度、电池残值，进行敏感性分析。

■ 投资成本

表 10: 投资成本敏感性分析

投资成本	-20%	-10%	0
价格 (元/wh)	1	1.125	1.25
IRR	11.99%	9.97%	8.32%

资料来源：长城证券研究所

■ 一年使用天数

表 11: 使用天数敏感性分析

一年使用天数	-10%	0	10%
天数 (天)	297	330	363
IRR	6.81%	8.32%	9.81%

资料来源: 长城证券研究所

■ 峰谷差

表 12: 峰谷差敏感性分析

峰谷差	-10%	0	10%
电价 (元)	0.81	0.9	0.99
IRR	6.81%	8.32%	9.81%

资料来源: 长城证券研究所

■ 放电深度

表 13: 放电深度敏感性分析

放电深度	-10%	0	10%
百分比	76.50%	85%	93.50%
IRR	6.81%	8.32%	9.81%

资料来源: 长城证券研究所

■ 电池残值

表 14: 电池残值敏感性分析

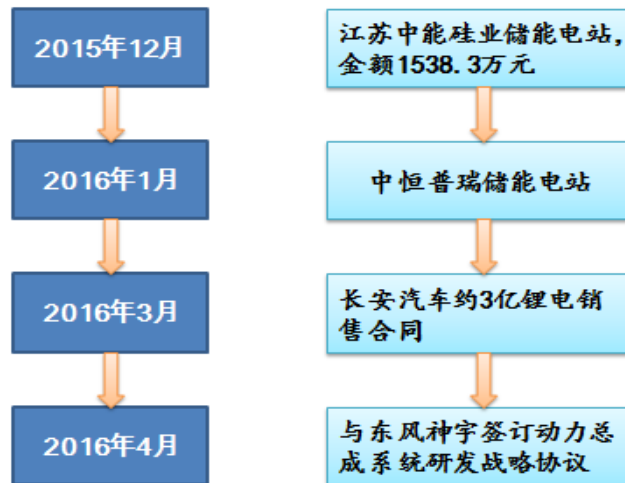
电池残值	20%	30%	40%
IRR	7.95%	8.32%	8.68%

资料来源: 长城证券研究所

5. 新能源汽车相关、储能电站收获不断

得益于公司前期在动力锂电以及储能电站方面的积极储备以及前期项目资金投入，公司2016年已经明显进入了新能源汽车相关领域以及储能相关的领域的收获，从2015年12月开始至今，收获不断。预期公司2016年将持续有动力锂电相关订单以及储能电站相关合作协议的收获，为公司2016年及此后数年的发展奠定基础。

图 9: 公司近期收获不断



资料来源: 长城证券研究所

6. 公司在燃料电池领域亦有所布局

从能量密度角度来看，燃料电池的能量密度远高于锂电池，更适应未来对于汽车的续航要求。南都电源与上汽等各公司参股了新源动力股份有限公司，在铅酸、锂电、铅炭之外的燃料电池领域也早有布局。

新源动力是一家致力于燃料电池产业化的股份制企业，集燃料电池科研开发、成果转化、系统集成、标准制定、人才培养，产业化实践于一体。公司成立于2001年，注册资本为1.17亿元人民币，员工总数200余人。

新源动力是国家燃料电池技术标准制定的副主任委员单位，“燃料电池及氢源技术国家工程研究中心”承建单位，现已初步完成产业化布局和10000kW/年的产能建设。自成立以来，公司即承担国家科技部“863”计划重大专项——车用燃料电池发动机研制课题，拥有自主知识产权专利技术，涵盖了质子交换膜燃料电池发动机系统关键材料、关键部件、整堆系统各个层面，取得了多项科技创新成果。

2007年07月19日，上海汽车工业（集团）总公司入股新源动力，成为新源动力第一大股东，为公司未来的发展及产业化提供了巨大的保障。

表 15: 南都电源股权在新源动力占比

	公司名称	注册资金（万）	占比
	新源动力股份有限公司	11700	100%
1	上海汽车集团股份有限公司		
2	中国科学院大连化学物理研究所		
3	宜兴市四通家电配件有限公司		
4	兰州长城电工股份优点公司		
5	浙江南都电源动力股份有限公司	950	8.12%
6	江苏新源动力有限公司		
7	吴雪芬		
8	新大洲控股股份有限公司		
9	武汉理工大产业集团有限公司		
10	。。。。。		

资料来源：长城证券研究所

7. 风险提示

储能政策不达预期；铅蓄电池回收政策改变；通讯后备电源行业竞争加剧；铅炭电池研发受阻；工业用电电价下降。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2013A	2014A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3786	5153	7472	9340	10741	成长性					
营业成本	3240	4375	6277	7799	8915	营业收入增长	7.9%	36.1%	45.0%	25.0%	15.0%
销售费用	183	287	389	467	537	营业成本增长	8.8%	35.0%	43.5%	24.3%	14.3%
管理费用	160	231	335	418	481	营业利润增长	-27.9%	-11.9%	193.7%	55.9%	31.7%
财务费用	41	72	64	48	26	利润总额增长	-29.2%	116.8%	81.5%	34.8%	23.0%
投资净收益	-10	-4	0	0	0	净利润增长	-18.9%	92.5%	70.3%	34.8%	23.0%
营业利润	128	113	331	516	679	盈利能力					
营业外收支	14	196	229	239	249	毛利率	14.4%	15.1%	16.0%	16.5%	17.0%
利润总额	142	308	559	754	928	销售净利率	2.7%	5.4%	6.4%	6.9%	7.3%
所得税	39	29	84	113	139	ROE	3.8%	6.7%	10.2%	12.1%	13.0%
少数股东损益	-3	76	129	174	215	ROIC	4.2%	6.3%	7.8%	9.1%	11.2%
净利润	106	203	346	467	574	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	4.8%	5.6%	5.2%	5.0%	5.0%
					(百万)	管理费用/营业收入	4.2%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
流动资产	3017	4208	4809	5427	6272	财务费用/营业收入	1.1%	1.4%	0.9%	0.5%	0.2%
货币资金	713	798	75	93	107	投资收益/营业利润	-8.0%	-3.7%	0.0%	0.0%	0.0%
应收账款	1314	1922	2770	3095	3650	所得税/利润总额	27.7%	9.4%	15.0%	15.0%	15.0%
应收票据	84	49	141	95	175	应收账款周转率	2.88	2.68	2.70	3.02	2.94
存货	828	1199	1575	1872	2069	存货周转率	3.91	3.65	3.98	4.17	4.31
非流动资产	1705	2518	2326	2047	1858	流动资产周转率	1.08	1.02	1.52	1.69	1.62
固定资产	1270	1801	1651	1401	1240	总资产周转率	0.80	0.77	1.05	1.25	1.32
资产总计	4722	6727	7136	7474	8130	偿债能力					
流动负债	1464	3267	3200	2897	2765	资产负债率	37.2%	50.1%	46.3%	40.1%	35.2%
短期借款	488	1877	1558	991	745	流动比率	2.06	1.29	1.50	1.87	2.27
应付款项	697	905	1178	1410	1549	速动比率	1.46	0.87	0.95	1.16	1.45
非流动负债	293	100	100	100	100	每股指标 (元)					
长期借款	293	100	100	100	100	EPS	0.17	0.34	0.57	0.77	0.95
负债合计	1757	3367	3300	2997	2865	每股净资产	4.90	5.55	6.34	7.40	8.70
股东权益	2965	3360	3835	4476	5265	每股经营现金流	-0.03	0.20	-1.20	0.03	0.02
股本	605	605	605	605	605	每股经营现金/EPS	-0.14	0.59	-2.09	0.04	0.02
留存收益	527	731	1077	1544	2118	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	160	317	446	620	835	PE	102.15	53.06	31.16	23.11	18.79
负债和权益总计	4722	6727	7136	7474	8130	PEG	1.59	1.28	0.69	0.92	1.25
现金流量表					(百万)	PB	3.85	3.54	3.18	2.80	2.43
经营活动现金流	40	42	-412	454	199	EV/EBITDA	2.85	2.09	1.44	1.15	1.00
其中营运资本减少	-275	-611	668	920	978	EV/SALES	37.10	22.11	14.03	11.51	9.99
投资活动现金流	-292	-873	94	203	111	EV/IC	2.91	2.39	1.72	1.34	1.16
其中资本支出	199	277	100	0	100	ROIC/WACC	3.61	2.69	2.35	2.25	2.04
融资活动现金流	237	943	-406	-638	-296	REP	0.04	0.06	0.06	0.08	0.10
净现金总变化	-15	112	-723	19	14						

研究员介绍及承诺

杨超: 2006-2012 年任职于鹏华基金, 从事化工行业研究。2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

竺艺: 2010-2012 年就职于中广核研究院。新加坡国立大学应用经济学硕士, 西安交通大学核工程与核技术学士。2015 年加入长城证券, 任电力设备与新能源行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。长城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。长城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。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>