

南都电源 (300068)

穹顶之下，南都储能打开节能之门

	周明 (分析师)	宋嘉吉 (分析师)	洪荣华 (分析师)
	0755-23976212	021-38674943	021-38675854
	zhouming@gtjas.com	songjiagi@gtjas.com	hongronghua@gtjas.com
证书编号	S0880515060002	S0880514020001	S0880514080002

本报告导读：

穹顶之下雾霾治理刻不容缓，储能无论是从发电侧帮助新能源落地还是从用电侧帮助节能减排，都是重要的科技解决途径。南都是国内第一个点亮储能阿拉丁神灯的厂商。投资要点：

维持“增持”评级，维持目标价 47.50 元：南都电源 12 月 25 日公告中标江苏中能硅业 12 兆瓦时削峰填谷储能电站项目。市场认为用电侧储能成本高且无成熟商业模式难落地，但南都凭借成本优势和新型商业模式中标，标志着国内第一个用电侧商用储能正式落地，超出市场预期，同时意味着已经拿到了未来几千亿用户侧商用储能的金钥匙，在当今节能减排的主旋律下战略意义重大。维持 2015-2017 年 EPS 预测分别为 0.35/0.55/0.79 元，维持目标价 47.50 元及“增持”评级。

储能助力节能减排南都发展前景巨大：市场认为南都作为能源领域厂商与雾霾等环保问题关系不大，但我们认为应对环保问题将需要储能发挥重要作用，南都有望成为千亿级储能节能服务市场的领导者。理由：①用电侧储能应用能够带来削峰填谷节能效用，减少排放。在用电侧帮助企业形成更强的能耗管理能力，主动应对雾霾天停产限产的环保压力，减少节能减排对企业效益的影响，形成高效的事前防治而非事后补救②南都储能电池技术优势明显，循环寿命可达 3000 次，放电深度达 70% 以上，度电储能成本低于 5 毛钱，同时拥有领先的储能系统集成与整体储能运营管理能力。南都落地性极强的优质储能在环保节能减排强需求下空间巨大③在发电侧南都储能可为新能源落地提供重要支持，其联合设计的风光储一体化电站可将电网低谷电能、风能、光伏等多种能源形式综合优化，通过了国家级鉴定并荣获“FGC 风光储一体化电站联合设计先进单位”称号。

风险提示：储能市场发展低于预期；市场波动风险

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,508	3,786	5,916	7,766	9,079
(+/-)%	13%	8%	56%	31%	17%
经营利润 (EBIT)	220	194	292	469	653
(+/-)%	3%	-12%	51%	60%	39%
净利润	130	106	210	331	478
(+/-)%	3%	-19%	99%	58%	44%
每股净收益 (元)	0.22	0.17	0.35	0.55	0.79
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.01	0.01	0.01

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	6.3%	5.1%	4.9%	6.0%	7.2%
净资产收益率 (%)	4.6%	3.8%	7.0%	9.9%	12.5%
投入资本回报率 (%)	5.9%	4.5%	5.2%	8.3%	10.1%
EV/EBITDA	32.4	33.8	27.0	17.7	13.4
市盈率	80.4	99.1	49.9	31.6	21.9
股息率 (%)	1.2%	1.2%	0.1%	0.1%	0.1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：47.50

上次预测：47.50

当前价格：19.18

2015.12.27

交易数据

52 周内股价区间 (元)	9.54-30.94
总市值 (百万元)	11,604
总股本/流通 A 股 (百万股)	605/437
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	72%
日均成交量 (百万股)	2918.06
日均成交值 (百万元)	509.95

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,945
每股净资产	4.87
市净率	3.9
净负债率	43.74%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.08	0.05
Q2	0.05	0.07
Q3	0.06	0.11
Q4	-0.01	0.12
全年	0.17	0.35

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-6%	65%	85%
相对指数	-6%	34%	65%

相关报告

《十年耕耘，一朝收获》2015.11.11

《国内储能商用最靠谱的公司》2015.10.23

《业绩好储能商用靠谱的稀缺标的》2015.10.15

《碳排放交易市场建立将加速储能商业化》2015.08.30

《传统业务持续增长，储能落地前景广阔》

模型更新时间: 2015.12.27

股票研究

工业
资本货物

南都电源 (300068)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 47.50

上次预测: 47.50

当前价格: 19.18

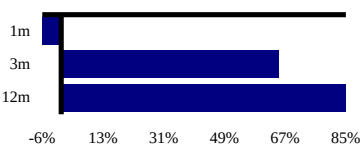
公司网址

www.naradapower.com

公司简介

公司专业从事通信电源、绿色环保储能应用产品研究、开发、制造和销售,并为后备电源、动力电源及特殊电源领域提供完整的解决方案和服务,主导产品为阀控式密封铅酸蓄电池。公司拥有多个品种的阀控密封蓄电池产品和锂电池产品,是行业内产品系列最齐全的企业之一。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

9.54-30.94

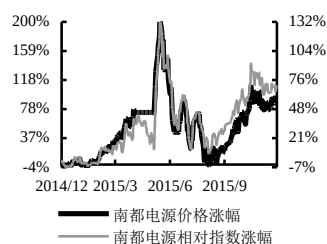
市值 (百万)

11,604

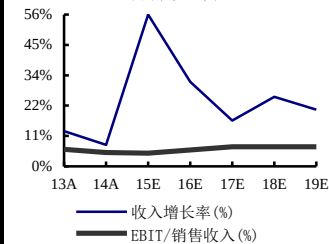
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
营业总收入	3,508	3,786	5,916	7,766	9,079	11,411	13,809
营业成本	2,979	3,240	5,078	6,588	7,598	9,547	11,548
税金及附加	9	9	14	18	21	26	32
销售费用	149	183	284	365	427	536	649
管理费用	150	160	248	326	381	479	580
EBIT	220	194	292	469	653	823	1,000
公允价值变动收益	0	-3	0	0	0	0	0
投资收益	2	-10	2	2	2	2	2
财务费用	29	41	33	52	40	38	28
营业利润	177	128	261	419	614	786	974
所得税	50	39	78	122	177	226	279
少数股东损益	21	-3	0	0	0	0	0
净利润	130	106	210	331	478	611	755
资产负债表							
货币资金、交易性金融资产	763	850	-195	392	-150	-136	-328
其他流动资产	45	44	0	0	0	0	0
长期投资	11	11	11	11	11	11	11
固定资产合计	1,174	1,270	1,236	1,174	1,083	964	817
无形及其他资产	419	424	348	335	321	308	295
资产合计	4,232	4,868	5,477	6,137	6,721	7,833	8,813
流动负债	787	1,534	2,015	2,348	2,457	2,961	3,187
非流动负债	419	369	294	296	299	303	308
股东权益	2,825	2,807	3,011	3,336	3,807	4,412	5,161
投入资本(IC)	2,830	3,126	4,114	4,117	4,704	5,487	5,946
现金流量表							
NOPLAT	166	140	213	342	476	601	730
折旧与摊销	94	121	131	159	188	216	244
流动资金增量	-256	-208	-1,057	-78	-691	-916	-619
资本支出	-376	-287	5	-49	-44	-33	-23
自由现金流	-372	-233	-708	374	-71	-133	332
经营现金流	78	40	-653	436	-14	-95	355
投资现金流	-317	-292	7	-47	-42	-31	-21
融资现金流	63	237	-399	199	-487	140	-526
现金流净增加额	-176	-15	-1,046	587	-542	14	-192
财务指标							
成长性							
收入增长率	13.0%	7.9%	56.2%	31.3%	16.9%	25.7%	21.0%
EBIT 增长率	2.6%	-11.8%	50.7%	60.4%	39.2%	26.1%	21.6%
净利润增长率	3.2%	-18.9%	98.7%	57.7%	44.3%	27.9%	23.6%
利润率							
毛利率	15.1%	14.4%	14.2%	15.2%	16.3%	16.3%	16.4%
EBIT 率	6.3%	5.1%	4.9%	6.0%	7.2%	7.2%	7.2%
净利率	3.7%	2.8%	3.5%	4.3%	5.3%	5.4%	5.5%
收益率							
净资产收益率(ROE)	4.6%	3.8%	7.0%	9.9%	12.5%	13.8%	14.6%
总资产收益率(ROA)	3.1%	2.2%	3.8%	5.4%	7.1%	7.8%	8.6%
投入资本回报率(ROIC)	5.9%	4.5%	5.2%	8.3%	10.1%	10.9%	12.3%
运营能力							
存货周转天数	73	85	85	85	85	85	85
应收账款周转天数	96	109	109	109	109	109	109
总资产周转天数	423	439	319	273	258	233	220
净利润现金含量	0.60	0.38	-3.11	1.32	-0.03	-0.16	0.47
资本支出/收入	11%	8%	0%	1%	0%	0%	0%
偿债能力							
资产负债率	28.5%	39.1%	42.2%	43.1%	41.0%	41.7%	39.7%
净负债率	-6.5%	6.1%	31.7%	18.9%	19.6%	21.0%	12.3%
估值比率							
PE	80.4	99.1	49.9	31.6	21.9	17.1	13.9
PB	3.7	3.7	3.5	3.1	2.7	2.4	2.0
EV/EBITDA	32.4	33.8	27.0	17.7	13.4	11.0	8.9
P/S	3.0	2.8	1.8	1.3	1.2	0.9	0.8
股息率	1.2%	1.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

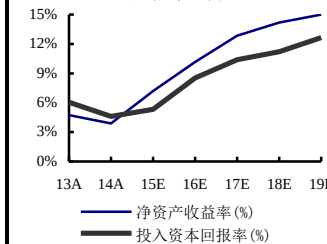
股票绝对涨幅和相对涨幅



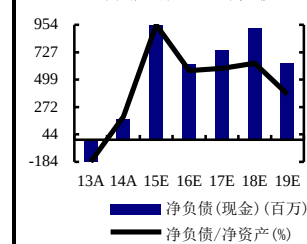
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		