

## 南都电源(300068)投资报告

发行前总股本.万股	60498
发行前流通股本.万股	43676
股价.元	19.04 (截止 16 年 5 月 23 日)
2015 年/2016 年 1 季度 净利润.万元	27930/7905
2015 年/2016 年 1 季度 每股收益	0.34/0.10
主营业务	化学电源和新能源储能产品等
实际控制人	周庆治 (持有南都电源 15.33%)
拟募集资金.万元	非公开发行 24.5 亿元, 1.75 亿股
发行价.元	14.00
溢价率 (股价-发行底价)/发行底价	36.0%
定增进程	证监会批准

### 投资建议

南都电源的业绩进入快速增长期：2015年归属于母公司的净利润同比2014年增长近1倍，而2016年公司有望以更大幅度增长，其中2016年第一季度归属于母公司的净利润同比增长114%。2016年公司业绩提升幅度大的主要原因：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，同时公司的通讯后备电池继续维持平稳增长。

公司的核心亮点不少：目前公司业务布局完善已形成闭合循环；近期新能源汽车相关及储能电站收获不断，动力锂电1.2 GWH 新产能将于2016年达产。根据规划，到2017年底锂电池产能将扩充到3 GWH；储能业务处于积淀期，凭借铅炭电池的技术领先和成本优势，公司“投资+运营”模式的储能商用化模式已进入了加速拓展期，2017年有望爆发成为公司重要增长点；在燃料电池方面公司也有所布局。

公司即将实施非公开发行股票，考虑到股本扩大因素，预计公司2016年-2018年的EPS分别为0.56元、0.73元和0.91元。对于高成长公司市场通常会赋予较高的估值，**以2017年预期0.73的40倍市盈率估算，对于股价为30**，这与2015年6月高点30.94高度吻合。

从公司2016年第一季度十大流通股东看筹码趋集中，其中基金新增4家，退出3家。从股票走势形态看，经历近1年的大箱体（低点9.66，高点20.07）整理，短中长期均线系统出现多头排列，近期股价突破走强。根据箱体理论，**下一个目标有望挑战30**( $20.07 * 2 - 9.66 = 30.48$ )。通常大突破回调的低吸的好机会，具有较好的预期风险收益比。

## 一、行业概况

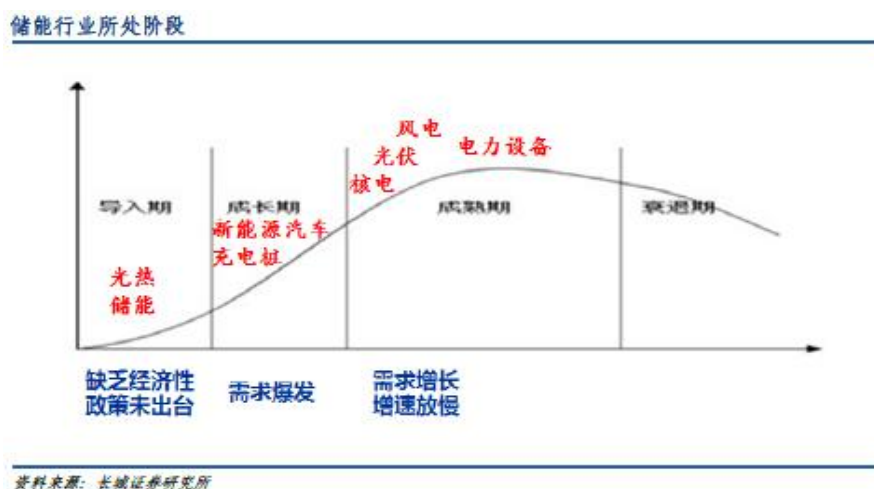
1、**新能源汽车动力锂电池需求强劲**：从行业方面，2015年新能源汽车生产34万辆，销售33万辆，同比分别增长3.3倍和3.4倍。从2016年前2个月来看，新能源汽车产销量分别为3.8万辆和3.6万辆，同比增长170%，中汽协预测今年将再翻一番。到2020年全国保有量将超过500万辆。根据GGII数据，2015年锂电供货量15.7GWH，缺口在2-3GWH。如果2016年新能源汽车产量按翻番计算，动力锂电池的需求将达到36GWH左右。

根据中国储能网的数据，像比亚迪、国轩、三星SDI和LG等国内外企业都在扩产能，预计2016年产能存量扩建规模达到61GWH，完全释放需要一个过程，以产能释放率0.6来计算，动力电池市场的有效产能仍然可能达到37GWh，锂电池供需基本平衡，景气度还是比较高。2017年的竞争可能会加剧，但长期看新能源汽车5年10倍增长，动力电池需求成长依旧明显。

2、**储能商用化处于起步阶段**：由于风电、光伏发电具有波动性和随机性，频繁的波动会对电网造成冲击，2015年我国弃风弃光电量合计380亿度电，配置储能可以提高并网率；同时，国家积极发展微电网，对储能需求也很大。

储能的价值贯穿电力系统的发电、输配电和用电环节，广泛应用于可再生能源并网，分布式发电与微网、电网侧调峰/调频，配网侧的电力辅助服务，用户侧的分布式储能，以及重要部门和设施的应急备用电源。“洁能、储能、智能”是未来能源互联网的发展方向，储能是实现能源互联、双向流动、电网柔性的一个至关重要的环节。

过去几年国家储能项目以示范工程为主，储能商用化进程缓慢，最主要原因是经济性问题，由于处于发展初期，储能商用化仍面临着储能成本偏高、电力交易市场不健全、储能技术路线不成熟、缺乏储能价格激励政策等挑战。我国政府高度重视储能产业，不断出台相关政策，鼓励该领域的技术进步与发展，未来随着国家相关政策及补贴落地，将加速储能商用进程，推动储能产业发展。



从中国储能领域发展态势来看，我国储能领域应该说只是起步阶段，据CNESA不完全统计

计,我国电化学储能仅 105.5 MW。分布式发电及微网领域的储能项目在我国全部储能项目中的占比从 2013年的 24%提高到2015年的 46%。随着可再生能源发电行业的大规模扩张,储能技术已成为调节可再生能源稳定性的重要支撑。根据 GTM Research发布报告称,预计未来 5 年内,储能系统的成本有望下降 41%。业内人士认为,当前中国储能市场已处于爆发前夜,预计未来四五年市场规模都将有十倍增长。根据《储能产业研究白皮书2015》预测,到2050 年中国储能市场容量将达67GW(含35GW抽水蓄能)。

## 二、公司财务情况

报告期日期	11-12-31	12-12-31	13-12-31	14-12-31	15-12-31	16-03-31	15-03-31
一、营业总收入:							
营业收入(亿元)	16.84	31.04	35.07	37.86	51.53	14.68	8.79
二、营业总成本:							
营业成本(亿元)	13.72	26.27	29.79	32.40	43.75	12.28	7.52
营业税金及附加(万元)	434	774	932	894	3911	3180	423
销售费用(亿元)	1.05	1.34	1.49	1.83	2.87	0.68	0.36
管理费用(亿元)	0.93	1.20	1.50	1.60	2.31	0.55	0.41
财务费用(万元)	-1484	487	2859	4072	7249	3125	1520
三、其他经营收益:							
投资净收益(万元)	260	196	214	-1022	-421	--	-411
四、营业利润:							
营业利润(亿元)	1.13	2.04	1.77	1.28	1.13	0.49	0.25
加:营业外收入(万元)	747	584	2905	2032	20650	4535	499
减:营业外支出(万元)	308	600	548	606	1093	234	90
五、利润总额:							
利润总额(亿元)	1.17	2.03	2.01	1.42	3.08	0.93	2865
减:所得税(万元)	3042	4509	4965	3933	2895	1346	560
六、净利润:							
净利润(亿元)	8658	1.58	1.51	1.03	2.79	0.79	0.23
减:少数股东损益(万元)	1528	3229	2116	-275	7600	1856	-446
归属于母公司所有者的净利润(亿元)	0.71	1.26	1.30	1.06	2.03	0.60	0.28
七、每股收益:							
每股收益	0.24	0.42	0.22	0.18	0.34	0.10	0.05

公司基础业务稳定增长,新业务、新领域实现快速增长,其中2016年第1季度公司营业收入14.68亿元,比2015年同期增加67%,实现归属于上市公司股东的净利润为6050万元,同比增长114%。

营业收入及经营业绩同比增长的主要原因如下:

(1) 公司锂离子电池业务实现业务收入1.82亿万元,锂电总收入同比增长1.47亿元。其

中新能源车用动力锂离子电池业务比2015年同期实现大幅增长，实现销售收入1.29亿元，同比增长734%，规模效益逐步体现，盈利能力增强。

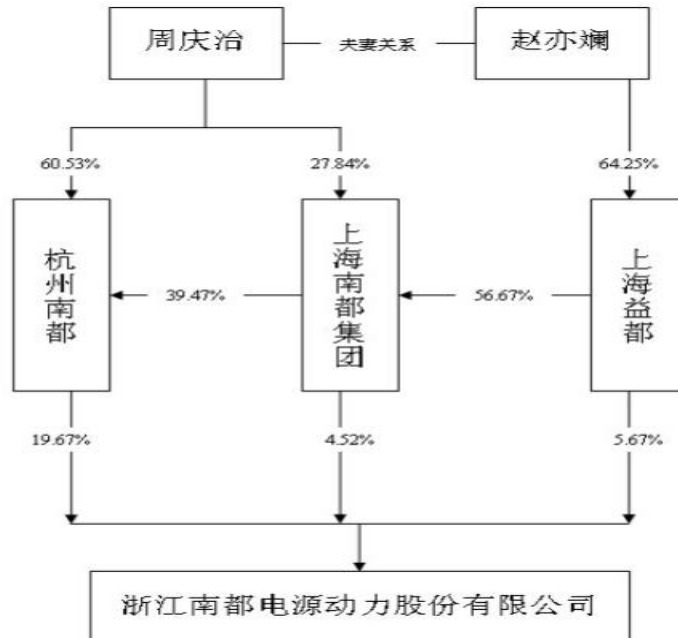
(2) 控股子公司华铂科技自2015年7月份开始纳入合并报表范围，使得本期利润相比2015年同期有较大增长，2016年第1季度华铂科技共实现利润4977万元，相应地对公司贡献利润2538万元。

### 三、股权结构

#### 1、公司股权结构



#### 2、公司实际控制人股权结构



公司实际控制人：周庆治，持有南都电源动 15.33% 股权。

### 四、公司主营业务分析

根据 2015 年报数据，南都电源的主营业务可按照产品构成与行业构成分类，如下表所示：

按产品构成：

项目	产品名称	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	占营业收入比 例 (%)
1	阀控密封电池产品	38.36	17.35	74.45
2	锂电产品	2.99	20.82	5.81
3	再生铅产品	9.51	3.95	18.45

按行业构成：

项目	行业名称	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	占营业收入 比例 (%)
1	通信行业	23.23	20.61	45.07
2	动力行业	16.1	12.91	31.24
3	资源再生行业	9.51	3.95	18.45
4	储能行业	1.78	21.13	3.45
5	其他行业	0.26	15.15	0.5

公司目前有 6 大生产基地：

项目	子公司	产线	占比	近况
1	总部浙江临安 南都	阀控密封铅酸电池 高温电池和铅炭电池	100%	产能 3 GWH (通信后备)
2	浙江余杭 南都动力科技	汽车动力锂电池	100%	动力锂电 1.2 GWH 新产能 将于 2016 年达产
3	四川成都南都国舰	阀控密封电池 通信及动力自行车各一半	51%	产能 2.52 GWH
4	湖北武汉 南都新能源	新能源电池项目 (铅炭) 储能和汽车启停	100%	一期 500 万 kVAh, 2017 年完成建设 并试生产, 总共 1000 万 kVAh
5	华铂科技	再生铅回收	51%	21 万吨, 16 年产能到位
6	安徽界首南都华宇	动力自行车铅酸电池	51%	产能 2.4 GWH

前期公司在动力锂电和储能电站方面做了积极储备，2015 年 12 月开始至今公司收获不断，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。

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。

### 1) 通讯后备电源领域平稳增长

公司电信后备电池，主要是阀控式铅酸电池，技术处于国际领先的水平，公司 2015 年实现 23.23 亿通讯后备电源收入，同比增长 20.4%，其中国内收入占 60% 以上，增长 18.7%，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%，增长 23.3%，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是世界 500 强公司。

**公司通信后备电池业务这两年主要受益4G基站的建设。**国内4G建设从2014年开始启动，从中国移动的4G基站规模来看，2013年4G基站规模约20万个，2014年建设60万个，2015年建设40万个，预计2016年建设25万个。4G基站建设的增速将明显下滑，但公司这一块业务还将保持平稳增长。因为铁塔公司已经决定，有较大一部分存量需要更换新电池。由于三大电信运营商和中国铁塔处于整合期，拖慢了更换速度，因此这一块对公司业绩提升过程将维持2-3年。未来将会有5G的建设延续，继续对公司电信备用电池产生需求。

**工信部推进宽带中国战略。**这几年数据中心建设进展很快，IDC（互联网数据中心）在15年市场规模约416亿元，预计到17年达到740亿元，增长率在30%左右。IDC所用铅酸电池的未来有望国产化。

**公司通过开拓海外市场弥补国内市场。**公司非常看重海外市场的开拓，业务由董事长亲手抓。公司与不少全球500强企业进行合作，产品覆盖150多个国家和地区，其中许多客户为全球500强企业。业务出口量有2亿多美元，这个额度比国内几个竞争对手加起来还多。公司还有一项领先的技术产品——高温电池，目前主要以出口为主，已与电信巨头沃达丰进行了合作供货。一般电池的工作以25度为基数，每高10度，电池寿命会下降一般。公司研制的高温电池可以在35度环境中，寿命保持不变，国际上仅此一家。高温电池不但提高业务毛利率，也提升了公司的技术强者形象，为有助于继续打开国际市场。

## 2) 动力锂电产能释放成新亮点

**a、传统动力锂电池：**应用于电动自行车，和超威、天能等巨头处于同一梯队，该项业务占营收比例超30%。其中2016年第一季度，公司电动自行车用动力电池业务在实现营业收入21581万元，同比下降30%；实现利润-863万元，相应地对公司利润影响为-440万元。近年来超威和天能一直在打价格战，导致公司很难盈利，行业中小企业大批被清洗，市场占有率已趋稳定，公司该业务毛利率只有5%。超威和天能试图谈判涨价，后期公司该领域的业务有望扭亏。

**b、汽车动力锂电池：**动力锂电2015年贡献业绩少；2016年第1季度新能源动力锂离子电池领域取得重大突破，公司动力锂电业务实现营业收入12865万元，同比增长734%。主要的客户有长安客车、东风特汽、厦门金旅等。

南都动力科技的规划产能是1.2GWH，2015年年底建成和配置了1GWH，现在完成了全部的建设和配置。产能的释放需要一个缓慢爬坡的过程，预计2016年平均产能在500MWH。目前，动力锂电池产品供不应求，公司将受益于产能的不断释放。根据规划到2017年底，锂电池产能将扩充到3GWH，新增产能中，磷酸铁锂和三元锂电池各占一半。

2016年3月份，公司与长安客车签订了3亿元的供货合同，合同主要是在2016年执行，毛利率约20%；另外公司与长安和东风合作，除了供货电池，还共同开发新能源汽车的电驱、电控系统，实现新能源汽车三电全覆盖，同时公司有意向投资电池管理系统（目前动力电池BMS系统都是外购），为客户实现全套服务。公司与车企的深度合作，对公司开发动力电池梯次利用会有帮助。

### 3) 储能潜力大，静待爆发

根据张北风光储电站的测算，储能装机量达到 10%，对风光发电的波动率平滑才有一定效果。按照国家能源局对 2020年的装机规划中，风光的装机规模能达到 400GW的规模，如按照 10%的储能装机规模进行配置，储能装机能达到 40GW的规模。如果按4小时的充放电时间容量来算，那么仅新能源这一块，市场空间就 5000亿级别。而对电网的削峰填谷也至少是千亿级的市场。

目前，主要受制于成本因素，储能项目以国家示范项目为主，公司参与了很多，包括张北风光储、东福山风光柴储、鹿西岛微网等等。随着技术的进步，储能的价格一直在降，商业化推广在即。从政策走向来看，两会以后政策已经明显向储能倾斜。预计补贴政策也将会出台，以鼓励和促进储能的商业化。

公司在储能方面的优势集中在公司的铅炭电池的技术与成本。铅炭电池技术门槛很高，国际上很少有公司掌握该技术，国内只有四家。目前公司已经可以将成本降到很低，公司铅炭电池成本约400元/KWH，向外出售 800元/KWH，算上系统，装机成本约1200元/KWH，按 80%的充放电，可以循环 3000次，度电成本0.5 元。实际上，公司实验室已经可以做到 5000 次充放电，预计达到 4000 次的应用将很快，度电成本能做到 0.4 元。目前国内工商业峰谷电价差已经推开，北京0.98元，四川0.95元，山东 0.91元，深圳0.88元，通过储能进行套利可能很快铺开。

公司“投资+运营”的储能系统商用化模式进入加速拓展期，为工业用户提供削峰填谷及需求侧响应、电能质量改善等节能解决方案，实现在没有补贴情况下的商业化应用。国内暂时还没有其他企业进行商业化运作。

2015年12月以来，公司与江苏中能硅业科技发展有限公司、苏州中恒普瑞能源互联网科技有限公司等客户签署了累计规模达 101.6 MWh 的储能电站商业化项目，预计每年发电量 3049 万度，电费总收入 2378.4 万元（含税）。随着客户对该模式加深理解及接受度的提高，将进一步加快公司在商用储能领域的产业布局。这些项目建成后，将在未来十年内为公司带来稳定的现金流，并对公司盈利持续产生积极影响。

2016年4月份，公司与江苏镇江新区管理委员会就共同实施能源互联网平台建设项目签署了《战略投资协议》，公司将在镇江新区建设总容量为 600 MWh 的分布式能源网络。项目固定资产总投资 7.2 亿元，建成后预计年发电量 1.8 亿度，年电费总收入 1.41 亿元（含税）。

通过与镇江新区的战略合作，双方共同打造先进的能源互联网，优化园区用能质量，提高用能效益，将园区建设成为分布式能源的示范基地。该项目在计划建设规模上实现了重大突破，同时实现了公司储能商用化的模式创新，对未来在类似产业园区进行能源互联网平台建设及推广具备较强的示范效应。

### 4) 铅炭电池和启停电池积蓄力量

a、**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 kVAh 的工程（定增

项目），建设期预计为 4 年，项目计划分两期进行建设，其中，一期产能 500 万 kWh，预计于 2016 年底前完成，主要用于储能以及汽车启停。二期产能 500 万 kWh，预计于 2018 年底前完成。

从全球来看，铅炭电池方面，除南都，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。

#### b、启停电池：

启停式混合动力有望成为节能环保汽车技术主流。该技术在市场上也被称为弱混/轻混技术，是混合动力的重要技术路线之一，在市区路况，装备自动启停系统可取得 5%-10% 的节油效果。由于启停技术能够帮助改善车辆的燃油经济性，并减少二氧化碳等温室气体的排放，在欧洲，新车启停系统配置率已由 2008 年的 5% 上升到 2012 年的 50% 以上，并计划立法到 2020 年前将“启停系统”强制搭载在所有的上市新车上。北美、日本等发达国家已明确到 2020 年，新生产车辆均要求具有启停功能。国内财政部、发改委、工信部决定从 2013 年 10 月 1 日起，实施 1.6L 及以下节能环保汽车（乘用车）推广和财政补贴政策，鼓励采用发动机怠速启停、高效直喷发动机、混合动力、轻量化等节能环保技术和产品。

我国市场启停电池目前装配率较低，但大多数豪华品牌全系已标配启停系统，部分中低档品牌开始标配启停系统，国内整体市场配置率约 5%。工信部近期组织制定乘用车第四阶段燃油限值标准，将强制要求乘用车车企平均油耗由 2015 年的 6.9L/百公里下降到 2020 年的 5L/百公里，包括上汽、东风、一汽等车企已拟定采用启停电池的发展规划。预计 2017 年中国将有 20% 新车装配启停系统，且将以每年 10-20% 的速度递增（数据来源：中投证券）。启停电池的需求逐渐增多，存在国产替代的趋势。

目前，启停电池仍然以传统的铅酸电池为主，但传统铅酸电池大电流充放电寿命短等问题制约了该技术的推广，公司研发的新型铅炭电池技术可解决这一不足。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。

### 5) 铅酸电池回收领域产能放量

公司 2015 年收购了做铅电池回收的企业华铂科技 51% 的股权。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。已成为全国生产规模最大的再生铅加工企业之一。公司在 2014 年与南都电源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，其中 15 年年产再生铅能力 12 万吨，16 年产能有望达 21 万吨。收购时有对赌协议，华铂科技 2015、2016 年净利润分别不低于 1.2 亿，2.3 亿，



（为公司贡献 6120 万，1.173 亿），实际 2015 年为公司贡献了 7000 万净利润。增强了公司盈利能力和 EPS。

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。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。公司现在是唯一一个涉足铅酸电池回收的上市公司。并且，公司目前还在寻找合适的锂电池回收企业，意欲通过外延扩展的方式，完善电池回收产业，打造电池产业链闭环，即形成动力电池在超过使用年限后投入到储能电站，最终铅、锂回收的整体方案。

## 6) 燃料电池领域亦有所布局

从全球来看，海外车企巨头纷纷布局新能源汽车，氢燃料电池车成为研发重点。丰田 2014 年底推出的一款氢燃料电池车在日本上市，并于去年在欧洲上市，本田的氢燃料电池车将于 2016 年年底上市。另外，奔驰将于 2017 年推出首款环保氢燃料电池动力车型，预计氢燃料电池的储氢罐充满约用时 3 分钟，续航里程可达 483 公里。未来新能源汽车市场将至少新增 17 款氢燃料电池车，为氢燃料电池发展起到重要支撑作用。

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。在政策方面，2016 年 4 月，发改委和国家能源局印发了《能源技术革命创新行动计划（2016-2030 年）》，并同时发布了《能源技术革命重点创新行动路线图》，提出了 15 项重点创新任务，包括氢能与燃料电池技术创新、先进储能技术创新等。《计划》明确了我国能源技术革命“两步走”的总体目标：2020 年，能源技术创新体系初步形成；到 2030 年，我国能源产业进入世界能源技术强国行列。而《路线图》提出在先进燃料电池、燃料电池分布式发电、氢的制取储运及加氢站等方面开展研发。随着市场需求不断提升以及扶持政策加码，未来氢燃料电池产业化步伐将加快。

南都电源与上汽等各公司参股了新源动力股份有限公司，占 8.12%。其中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。

## 五、风险提示：

下游新能源汽车的需求增速放缓；储能市场发展低于预期；客户开拓进度与定增项目进展不达预期。

**特别声明：**

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。未经我公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。