

投资评级 **买入** 维持

## 走在储能时代浪潮前列，分享动力锂电行业盛宴

### 股票数据

6个月内目标价(元)	29.90
07月07日收盘价(元)	24.15
52周股价波动(元)	9.60-25.09
总股本/流通A股(百万股)	784/442
总市值/流通市值(百万元)	18940/10682

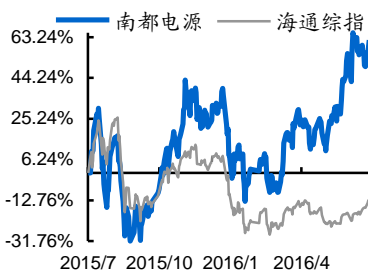
### 主要估值指标

	2015	2016E	2017E
市盈率	93.2	52.1	41.9
市净率	6.2	5.7	5.2
市销率	3.68	2.52	2.12
EV/EBITDA	45.4	38.5	30.0
分红率(%)	—	—	—

### 相关研究

- 《动力锂电即将全面发力，拉动持续成长》  
2016.03.15
- 《布局清晰，储能优质标的》2015.12.21
- 《二季度反转趋势确立，储能爆发在即》  
2015.08.11

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.8	39.6	31.3
相对涨幅(%)	7.8	37.1	31.2

资料来源：海通证券研究所

分析师:周旭辉

Tel:(021)23219406

Email:zxh9573@htsec.com

证书:S0850514060003

分析师:徐柏乔

Tel:(021)32319171

Email:xbq6583@htsec.com

证书:S0850513090008

分析师:杨帅

Tel:(010)58067929

Email:ys8979@htsec.com

证书:S0850515060001

联系人:曾彪

Tel:(021)23154148

Email:zb10242@htsec.com

### 投资要点:

- **补贴或将落地，成本持续下降，储能大幕即将拉开。**政策与成本双重驱动下，储能行业酝酿大爆发，发改委官员明确表示正在制定价格政策，动力电池大幅扩产拉低锂电成本，储能行业2017年行业爆发确定性强；海外市场Tesla超级电池工厂竣工、与Solarcity结合有望再掀全球储能浪潮；我们预判行业未来将经历成本下降-补贴出台-市场爆发-商业模式探索-价格竞争-脱离补贴的发展路径；行业爆发初期设备商受益，之后系统运营商有望成长为行业核心。
- **南都抢占储能制高点，成本优势笑傲群雄。**根据测算公司铅炭电池储能成本约为0.46-0.50元/度，是各种技术路线中最低的，东部地区工商业峰谷电价差在0.8-1.0元/度，铅炭储能电池应用于用户侧削峰平谷，在没有补贴的情况下已经可以实现盈利，公司紧抓爆发前期积极探索“储能运营”的商业模式，凭借先发优势抢占行业制高点；公司目前已投运储能装机150MW，2016年建设速度有望加快，预计到2017年储能电站运营将在公司业绩上有反应。
- **动力电池放量，分享行业盛宴。**公司1.2GWh动力电池已经逐渐达产，预计年底可扩产至1.7GWh，下游客户主要包含长安汽车和东风汽车，受益于下半年电动物流的爆发式增长以及东风电动物流车的龙头地位，电池需求量激增。预计动力电池2016年或可贡献近1亿元净利润，是公司2016年最主要业绩增长来源。
- **铅回收打通产业链，实现铅酸电池生态闭环。**公司收购华铂再生铅51%股权，实现了铅酸电池产业链闭环生态圈；铅回收行业经历整治后已经规范化，中小竞争者基本肃清，盈利主要依靠税收优惠，因此具有较强的盈利稳定性。我们认为华铂2016年完成2.3亿元业绩承诺为大概率事件，产业链延伸巩固公司铅酸电池的龙头地位。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司2016-2018年最新股本摊薄EPS分别为0.46、0.58、0.69元，动力电池完成布局后全面发力、再生铅业绩承诺提供保障，2016年高增长势头可延续；储能2017年大概率爆发，公司凭借成本优势抢占先机，进行储能运营商业模式探索，有望坐享行业爆发带来的机遇；参考同行业可比估值，按照2016年65倍PE，对应目标价29.90元，维持“买入”评级。
- **风险提示。**政策不达预期风险；行业竞争加剧；新产品推进不达预期。

### 主要财务数据及预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3786.36	5153.13	7520.49	8917.58	10280.26
(+/-)YoY(%)	7.95	36.10	45.94	18.58	15.28
净利润(百万元)	105.60	203.30	363.19	451.84	538.83
(+/-)YoY(%)	-18.85	92.52	78.64	24.41	19.25
全面摊薄EPS(元)	0.13	0.26	0.46	0.58	0.69
毛利率(%)	14.42	15.09	15.12	15.89	16.27
净资产收益率(%)	3.76	6.68	10.95	12.36	13.28

资料来源：公司年报(2014-2015)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 储能行业：海外市场或再掀浪潮，国内大幕即将拉开.....	5
1.1 海外储能市场启动，指引国内发展方向 .....	5
1.2 成本下降持续驱动，Tesla 超级工厂+Solarcity 再掀浪潮 .....	7
1.3 国内储能补贴制定中，市场引爆只欠东风.....	9
1.3.1 储能价格政策制定中，补贴落地行业一触即发 .....	9
1.3.2 储能是电力市场的“仓库”，现阶段类似 11-12 年的光伏 .....	10
2. 南都电源抢占储能制高点，成本优势笑傲群雄 .....	12
2.1 国内先行者，储能项目全面布局 .....	12
2.2 探索储能运营新模式，抢占行业核心位置.....	13
2.3 成本优势领袖群伦，商业模式推广无需等补贴 .....	14
2.4 以储能运营为基础，打造能量管理云平台 .....	15
3. 动力电池放量，分享行业盛宴.....	16
3.1 动力电池“供给侧改革”，脉冲式高景气.....	16
3.2 南都厚积薄发，塑造动力电池新星.....	18
3.3 背靠浙江新能源汽车生产基地，长期看点十足 .....	18
4. 铅酸电池龙头企业打通产业链布局.....	19
4.1 传统铅酸电池扎实稳健，龙头地位稳固 .....	19
4.2 布局铅回收打通铅酸电池产业链 .....	20
5. 盈利预测与投资评级 .....	21
6. 风险提示 .....	23
财务报表分析和预测 .....	24

## 图目录

图 1	全球电化学储能项目累计装机规模 (MW) .....	5
图 2	美/德/日等国储能应用方式为中国指引方向 .....	6
图 3	美国电化学储能累计装机容量 (MW) .....	6
图 4	美国加州电力批发市场价格 (美元/kWh) .....	6
图 5	美国储能装机居民使用占比显著提升.....	7
图 6	德国居民端已经实现平价上网 (欧元/kWh) .....	7
图 7	Tesla 电池成本下降趋势 (美元/kWh) .....	8
图 8	Tesla 电池成本下降趋势 (美元/kWh) .....	8
图 9	中国电化学储能累计装机容量 (MW) .....	9
图 10	2015 年中国电化学储能各类技术路线占比.....	9
图 11	储能在未来智能电网体系中扮演重要作用 .....	11
图 12	储能在未来智能电网体系中扮演重要作用 (再稍调) .....	11
图 13	南都电源储能系统具有广泛适用性 .....	12
图 14	南都典型微网/储能项目分布情况.....	13
图 15	储能“投资+运营”盈利模式分析.....	13
图 16	南都电源战略升级方向 .....	15
图 17	浙江省 2020 年新能源汽车产销量增长空间巨大 (单位: 万辆) .....	19
图 18	南都电源公司各项业务收入规模 (百万元) .....	19
图 19	南都电源通信电池覆盖海外 150 个国家 .....	20
图 20	公司通信电池国内外销售情况 (百万元) .....	20
图 21	南都电源打造铅酸电池全产业链生态圈 .....	21

## 表目录

表 1	美/德/日 储能补贴政策概览.....	5
表 2	国内近年来储能相关政策汇总 .....	10
表 3	不同省份地区工商业用电分时价格表（元/kWh） .....	14
表 4	不同假设条件下，铅炭电池储能成本测算（元/kWh） .....	14
表 5	主流电化学储能电池成本对比 .....	15
表 6	新能源汽车动力电池需求情况 .....	16
表 7	电池厂产能投放进度.....	16
表 8	工信部第四批动力蓄电池目录 .....	17
表 9	东风汽车电动物流车订单充足 .....	18
表 10	可比上市公司估值对比 .....	22
表 11	南都电源损益表预测（百万元） .....	22

## 1. 储能行业：海外市场或再掀浪潮，国内大幕即将拉开

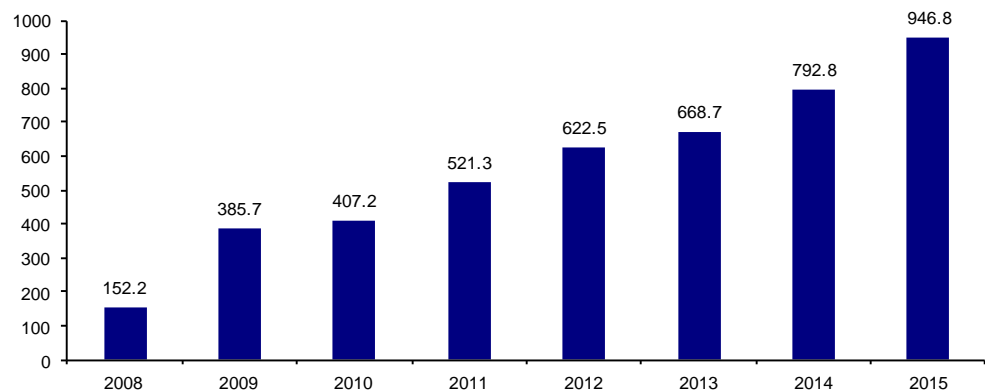
中国储能市场正在酝酿大爆发，行业即将进入黄金发展期：需求端来看，电力市场化提升大背景下，储能作为电力的“蓄水池”，在发/输/配/售各个环节中至关重要，电化学储能即将进入历史舞台，海外先进模式可称为我们的最好借鉴；供给端来看，电动车普及带动锂电池成本大幅下降，为储能的推广提供了条件。我们判断储能后续将经历成本下降—补贴出台—市场爆发—商业模式探索—价格竞争—脱离补贴的发展途径。

### 1.1 海外储能市场启动，指引国内发展方向

美国、德国等国家的“电化学储能”受政策扶持与成本下降催动，近年来发展迅速，在发电侧调峰调频、新能源配套、输配电系统调节、用电侧削峰平谷、分布式储能等方面的应用日趋成熟，为中国储能市场的发展指引了方向。

据中关村储能产业技术联盟 CNESA 项目库不完全统计，截止 2015 年 12 月底，全球运行储能项目（不含抽水蓄能、压缩空气和储热），累计装机规模 946.8MW，年复合增长率 18%。从地域分布上看，美国依然占据装机规模第一的位置，占全球运行项目总装机的 45%；其次是日本和中国，占比分别为 33%和 11%；欧洲的增长速度最快，近 3 年复合增长率为 115%。

图1 全球电化学储能项目累计装机规模（MW）



资料来源：中关村储能产业技术联盟，海通证券研究所

**政策扶持：**海外储能市场的爆发与政策扶持力度具有极大相关性，美国、德国、日本等国家近年来陆续出台相关扶持政策。

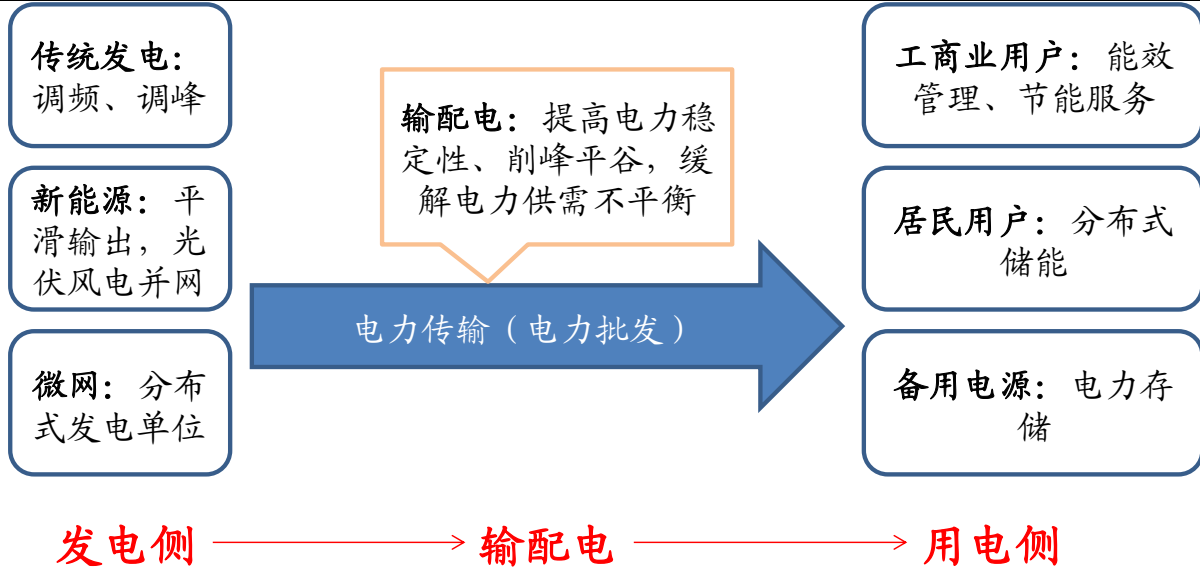
表 1 美/德/日储能补贴政策概览

国家	时间	内容
美国	2009-2011	发布了一系列《可再生与绿色能源存储技术方案》： <b>对行业做出整体配置规划，提供税收优惠、电力价格支持、系统应用补贴</b>
	2009	投资 1.85 亿美元资助 16 个示范项目、22 亿美元支持电池技术研发
	2013	加州将储能纳入输配采购及规划体系中，地方政府探索电力输配管理
	2013	小范围探索调峰储能
德国	2013	光伏储能新政：30kW 以下新建光伏配储不超过 600 欧/kW，既有光伏配储不超过 660 欧/kW
	2014	屋顶 FIT 补贴费率 12.62-10.98 欧分/kWh
日本	2014	锂电池储能补贴，按购买系统价格 2/3 资金补贴

资料来源：中国储能网，北极星储能网，海通证券研究所

以全球最大的美国市场为例, 2009 年开始, 就出台了各类政策来支持储能的研究和示范应用, 从政策规划、示范项目、财政支持、研发支持等多个角度全方位扶持储能; 德国 2013、2014 年也出台政策, 分别对光伏+储能、屋顶设施给予补贴; 日本也于 2014 年发起新一轮针对锂电池储能系统的补贴。

图2 美/德/日等国储能应用方式为中国指引方向

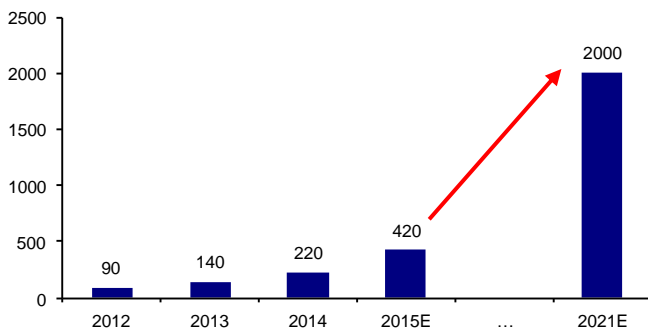


资料来源: 中国储能网, 北极星储能网, 海通证券研究所

各国在政策指导下对于储能的应用领域、商业模式探索对于中国的储能市场推广有很强的指导意义:

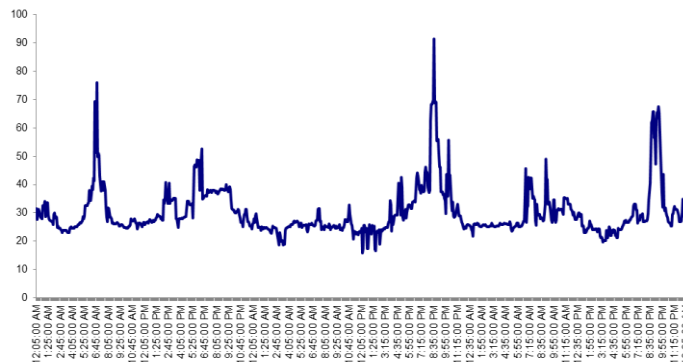
(1) 发电侧调峰/调频: 电化学储能应用在调峰调频, 在美国已经开始推广, 储能可以在发电段替代峰值发电机组, 具有成本更低、响应时间更短, 并且可以实现更合理的资源配置, 避免了每年新增大量的天然气峰值机组; 中国国情与美国有所不同, 尽管火电过剩可以满足峰值负载的增长, 但是中国存在巨大的地域性供需不平衡, 发电侧的调峰对于缓解东部地区用电高峰时段压力仍然有着非常重要的作用;

图3 美国电化学储能累计装机容量 (MW)



资料来源: GTM Research, 海通证券研究所

图4 美国加州电力批发市场价格 (美元/kWh)



资料来源: CAISO, 海通证券研究所

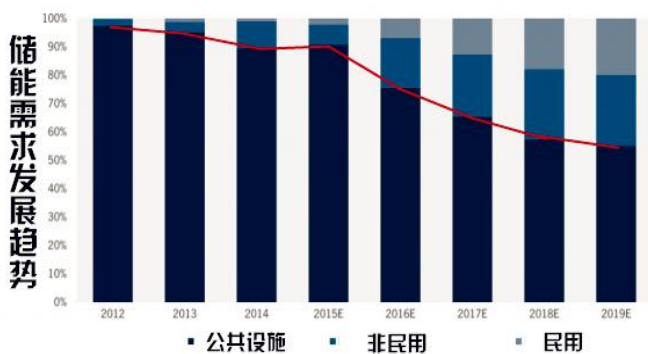
(2) 电力批发市场/工商业企业削峰平谷: 较为成功的商业模式在美国加州, 加州地区的峰谷电价差可达 0.4-0.6 美元/kWh, 储能成本约为 0.15 美元/kWh, 为储能带来巨大的商业应用空间; 削峰平谷在加州可以获得极大的成功, 得益于巨大的峰谷电价差, 美国电力市场逐渐完成市场化改革, 上网侧及用户侧电价市场化波动, 峰谷点价差普遍较大, 加州地区商业发达重工业较少, 电力需求波动更大, 为储能在用户侧推广提供了天然的条件; 中国在这方面与海外发达国家有一定差距, 电力市场化低、峰谷电价差小,

储能行业若想有大面积推广，一方面需要电力市场改革深化，另一方面需要补贴支持，第三还需要储能成本持续降低；

**（3）新能源配套方面：**储能作为新能源的“后市场”，与新能源发电具有极大协同作用，光伏、风电等电力天生具有时间、功率的不稳定性，德国 2014 年 6 月 8 日光伏发电占总负荷比例最高时刻达到 42.7%，而夜间无光照时期却出现电力紧缺，需向邻国法国、丹麦购买核电、风电，新能源若想在电力体系中占据更为核心的位置，配套储能解决其不稳定性是最好的手段；这部分需求在中国同样突出，西北地区大量弃光弃风现象凸显，部分电站已经开始尝试使用储能解决相关问题，不过成本压力是最大的制约瓶颈，若能给予一定的补贴，虽不敢说可完全根治弃电，但必定可为新能源注入新的活力；

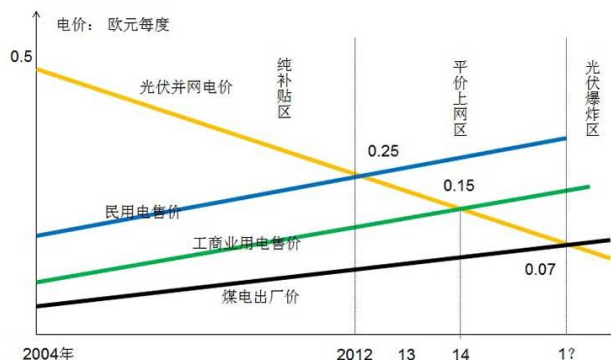
**（4）居民分布式：**德国最具有代表性，德国目前的居民上网电价超过人民币 2 元/度，是全球电价最高的地区，并且居民电价逐年上涨，增速超过本国 GDP 增速，而分布式光伏+储能的成本持续下降，根据估算目前德国的光伏发电成本已经下降至约人民币 1 元/度，储能成本考虑补贴也下降到接近 1 元/度，居民家用自建光伏+储能发电系统使用成本实现平价、甚至低于网上购电，具备经济性的同时缓解了电网负担，具备大范围推广的条件；

图5 美国储能装机居民使用占比显著提升



资料来源：GTM Research，海通证券研究所

图6 德国居民端已经实现平价上网（欧元/kWh）



资料来源：苏州欧姆尼克新能源，海通证券研究所

**（5）微网：**上述居民分布式的商业模式在中国短期还较难推广，一方面中国居民电价低于工商业电价，目前条件很难具有经济性，另一方面中国绝大多数居民没有独立屋顶；

在中国，分布式+储能的主要应用仍然是将先在工商业段获得推广，主要形式是微网。微网是指由分布式电源（分布式光伏、风电、生物质等发电形式）、储能装置、能量转换装置、负荷、监控和保护装置等组成的小型发电系统，在发展初期，微网将成为未来电力市场放开之后的供电单位。

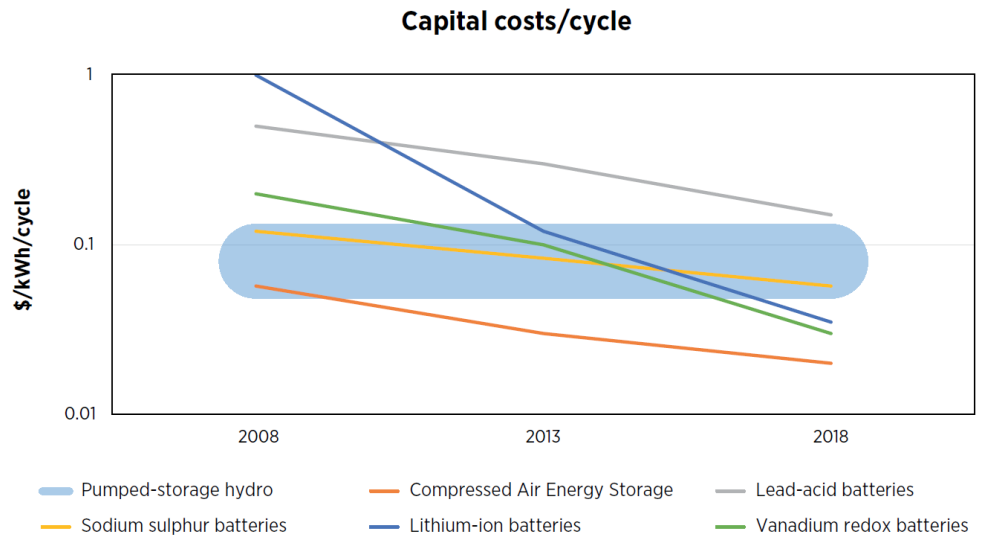
微网系统以工商业园区为依托，多种可再生能源相互补充；储能成为各项电力调配互补的基础，是微网中最重要的组成部分；电改放开售电端，发展分布式电源，电力交易转向 C2C 模式，微网相比任何单一品种可再生能源都更具有竞争优势，有望成为可再生能源的主要载体，成为新电力生态中最重要的组成部分。

## 1.2 成本下降持续驱动，Tesla 超级工厂+Solarcity 再掀浪潮

储能的发展很大程度上是受益电动车的发展，动力锂电池的放量带动成本快速下降，降低了储能成本。

国际能源署 IRENA、The Battery Group 报告数据显示目前主流锂电池充放电次数在 3000-4000 次左右，单次储能成本在 0.15-0.2 美元/kWh 左右，呈不断下降趋势，预测 2018 年可降至 0.06 美元/kwh。

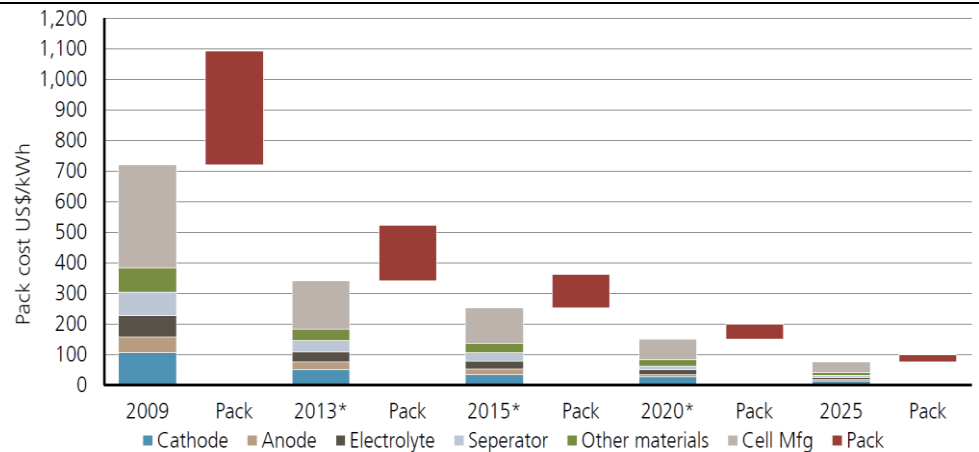
图7 Tesla 电池成本下降趋势 (美元/kWh)



资料来源: IRNEA, The Brattle Group, 2014, 海通证券研究所

以 Tesla 动力电池包为例, 09 年其锂电池组成本在 1200 美元/kWh 左右, 而 2014 年这一数字降至 330 美元/kWh 左右, 预计超级电池工厂达产之后将继续降至 200 美元/kWh。

图8 Tesla 电池成本下降趋势 (美元/kWh)



资料来源: Tesla 官网, 海通证券研究所

2015 年特斯拉推出的家用型电池 Powerwall 容量分别为 10 千瓦时和 7 千瓦时, 分别用作应急电源和日常生活电源, 存储 7 度电售价 3000 美元 (单指电池系统, 不包括逆变器等), 度电成本 428 美元; 存储 10 度电售价 3500 美元 (单指电池系统不包括逆变器等), 度电成本 350 美元。

Tesla 在加州同几大电网公司合作, 用户在购买特斯拉电池的时候享受电网公司提供的 50% 的折扣, 同时采用租赁模式, 根据我们估算用户使用 Tesla 储能电池的均化储能成本 LCOE 约为 0.13 美元/kWh, 随着超级电池工厂的投放, 电池组成本如预期下降至 200 美元/kWh, 按此估算成本可下降至 0.08-0.09 美元/kWh。

**Tesla 超级电池工厂+Solacity, 下半年储能有望再掀浪潮:**

Tesla 超级电池工厂 Gigafactory 将于 7 月 29 日举行开幕仪式, 预计 2016 年可大规模投产, 该工厂计划年电池产能达 35GWh; Tesla 于 6 月 22 日宣布拟以换股形式收购 Solacity 股权, 交易综合约 28 亿美元。



我们认为，锂电池与光伏的核心契合点就是储能，超级电池工厂与 Solarcity 的融合，酝酿储能将迎来新一轮发展高峰。超级电池工厂的竣工，标志着锂电池将开启新一轮成本大幅下降趋势，Tesla 的成本优势获得巩固；Solarcity 的主要优势在于美国分布式光伏的渠道；Tesla 在超级电池工厂竣工在即的时间点收购 Solarcity 股权，并不是时间上的巧合，而是成本与渠道结合，锂电池成本将快速下降，为储能放量提供了条件。

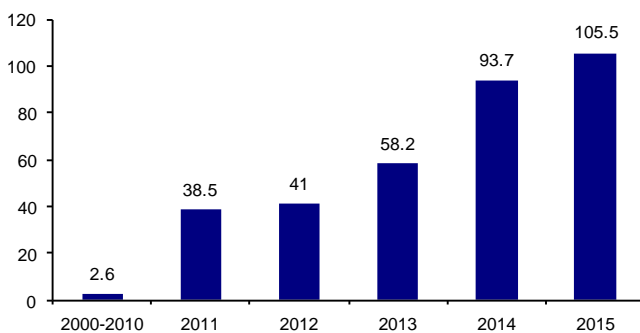
根据估算目前美国光伏+储能度电成本合计在 0.26-0.28 美元/kWh 左右，在美国众多电价较高以及波峰波谷差较大的州具有良好的市场前景。

### 1.3 国内储能补贴制定中，市场引爆只欠东风

#### 1.3.1 储能价格政策制定中，补贴落地行业一触即发

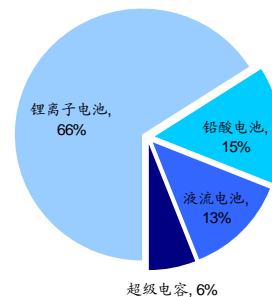
国内储能目前处于行业爆发之前的酝酿期，市场容量在近几年保持了快速增长，但整体市场规模不大；根据 CNESA 不完全统计，2014 年、2015 年中国电化学储能市场累计装机容量分别达到 93.7MW、105.5MW，2015 年中国电化学储能占全球装机总容量的 12%，与 2012 年的 4%相比，有大幅提升；从技术路线上看，国内锂离子电池装机份额最大为 66%，其次是铅蓄电池和液流电池，比例分别为 15%和 13%。

图9 中国电化学储能累计装机容量（MW）



资料来源：中关村储能产业技术联盟，海通证券研究所

图10 2015 年中国电化学储能各类技术路线占比



资料来源：中关村储能产业技术联盟，海通证券研究所

2014 年以来，储能相关政策陆续出台，尤其 2016 年初密度加大，储能的战略地位已经得到了极大提升，未来市场爆发确定无疑，众多企业开始在相关领域积极布局、寻求突破口，只待补贴“发令枪”响起。

储能进入“十三五”规划以来，相关配套政策持续完善，我们通过对储能行业近年来的政策梳理，政策扶持主要偏向于以下几个方面：

(1) 新能源配套：发展新能源+储能，解决“三北”地区风电光伏消纳问题，鼓励新能源企业参与储能投资建设，推进可再生能源的推广；(2) 发电侧调频调峰：参与电力市场服务补偿，辅助参与售电；(3) 用电侧需求管理：通过储能“削峰平谷”的特性，改善电力系统供需格局；(4) 分布式微网系统：鼓励储能与分布式能源结合，建立微网系统，成为能源互联网体系中的发电单位，完善东部地区工商业电力结构。

近日，据华夏时报报道，国家发改委价格司电价处官员负责人侯守礼在 2016 中国光伏领袖高峰论坛上透露，政府正在研究促进可再生能源就近消纳、储能发展的价格政策，这意味着储能产业将会成为政府扶持的重要领域。我们认为，目前市场对于储能的应用方式储备工作已经较为完善，政策环境也已趋于成熟，电池成本也已下降到一定临界点，行业已蓄势待发只欠东风，我们预计储能的补贴政策最快有望今年下半年出台，补贴的落地就是“发令枪”。

表 2 国内近年来储能相关政策汇总

时间	主体	文件	内容
2009.12	人大常委会	《可再生能源法》修正案	支持新能源和储能产业发展
2011.3	发改委	产业结构调整指导目录	鼓励与储能相关的产业，包括大容量电能储存技术
2011.3	能源局	分布式发电管理办法（征求意见稿）	强调储能分布式发电中的重要应用
2013.9	电科院	电力系统电化学储能系统通用技术条件	完善了国内电力储能技术标准体系
2014.11	发改委	国家应对气候变化规划(2014-2020)	重点发展的低碳技术，包括先进太阳能、风能发电及大规模可再生能源储能和并网技术
2014.11	国务院	能源发展战略行动计划(2014-2020)	首次将储能列入 9 个重点创新领域之一，要求安排储能解决弃风弃水弃光问题
2015.3	国务院	关于进一步深化电力体制改革的若干意见	发展融合储能、信息技术的微网和智能电网技术
2015.7	能源局	关于推进新能源微电网示范项目建设的指导意见	储能是微电网的关键技术，每个省至少建设 1-2 个微电网示范项目，且要求具备足够容量和反应速度的储能系统，包括储电、蓄热等
2016.2	能源局	做好“三北”地区可再生能源消纳工作的通知	鼓励分布式电能参与调峰辅助工作
2016.2	三部委	推进“互联网+”智慧能源发展指导意见	分布式储能、集中式储能协调发展，储能网络化运营管理
2016.3	国务院	“十三五”规划纲要	八大重点工程中包括储能电站、能源储备设施，重点加快推进大规模储能技术
2016.3	能源局	关于推动电储能参与“三北”地区调峰辅助服务工作的通知	鼓励发电、售电等企业投资储能设施建设，用户侧建设储能设施，强调调度运行电储能
2016.6	发改委、能源局	能源技术革命行动计划（2015-2030）	重点扶持大规模储能，支持分布式储能、微网等储能应用领域
2016.6	能源局	促进电储能参与“三北”地区电力辅助服务补偿（市场）机制试点工作	选取电储能设施参与电力调峰调频辅助服务补偿机制试点，发电侧独立参与辅助市场交易、用电侧视为分布式能源就近售电，可作为独立主体深度调峰

资料来源：中国储能网，北极星储能网，能源局、发改委官方网站，海通证券研究所

### 1.3.2 储能是电力市场的“仓库”，现阶段类似 11-12 年的光伏

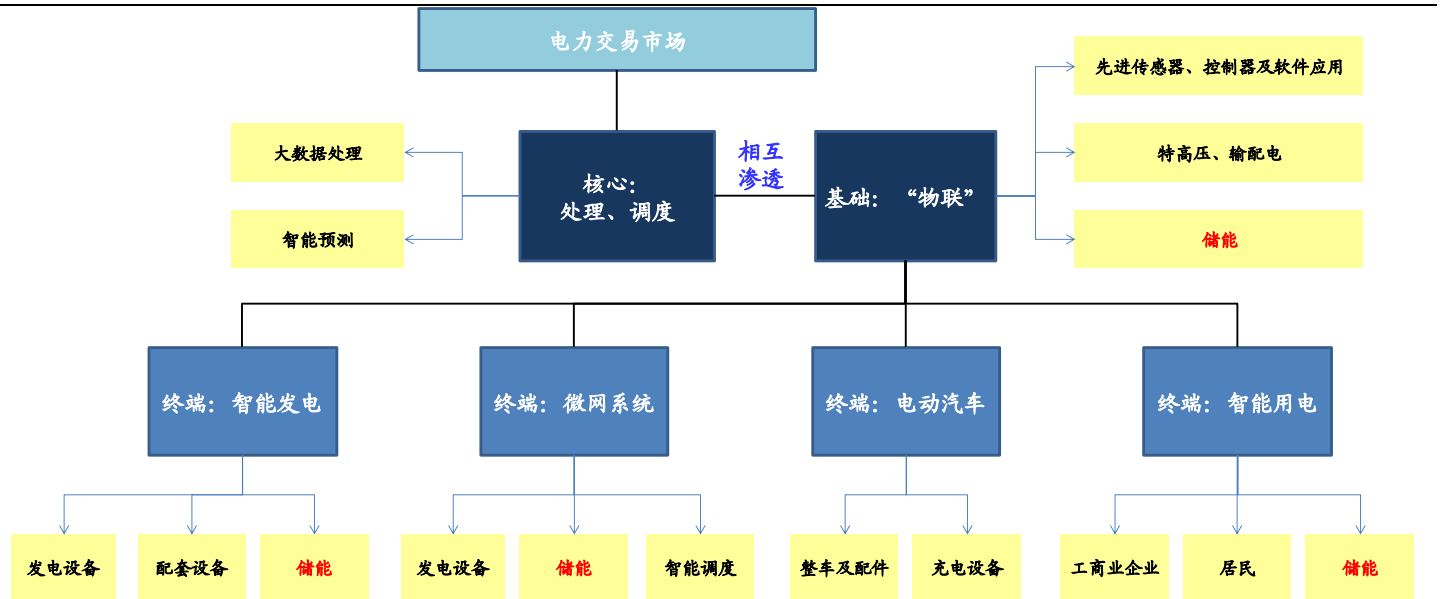
储能是电力的蓄水池，它具有“平滑电力”和“削峰平谷”两大特性。

**国内储能发展现状：**（1）目前国内储能最主要还是抽水储能，主要用于传统发电企业调峰调频，没有完全发挥储能的功效，而且抽水储能的受用领域及配备地理条件都有一定的局限性；（2）电化学储能的主要应用还是集中在离网系统，或是一些示范项目，其他领域、其他技术路径尚未大量普及，一方面由于成本原因，另一方面则是在于整个电力体制，垄断性的交易规则制约了储能的发展。

因此，电力体制改革将储能推向了新高度，电改深化有望将原有供需结构打破，电力市场化水平提升，对于电力调度、电价体系、系统稳定性、用电方式等都有全新的要求，储能在其中各个环节都具备了获得应用的条件。

**传统的电力体系就好比计划经济的商品交易，供给是电网统一分配，一站式送货，品质无法挑选，价格不会根据市场调节，过剩的电力供给会被直接丢弃；而电改完成之后还原了电力的“商品”属性，在这样商品经济的体系中，卖方不再单一、价格市场决定，电网变成了派送电力的“物流公司”，储能既可以是买卖双方的“仓库”，又可以成为物流公司的“中转站”。**

图11 储能在未来智能电网体系中扮演重要作用

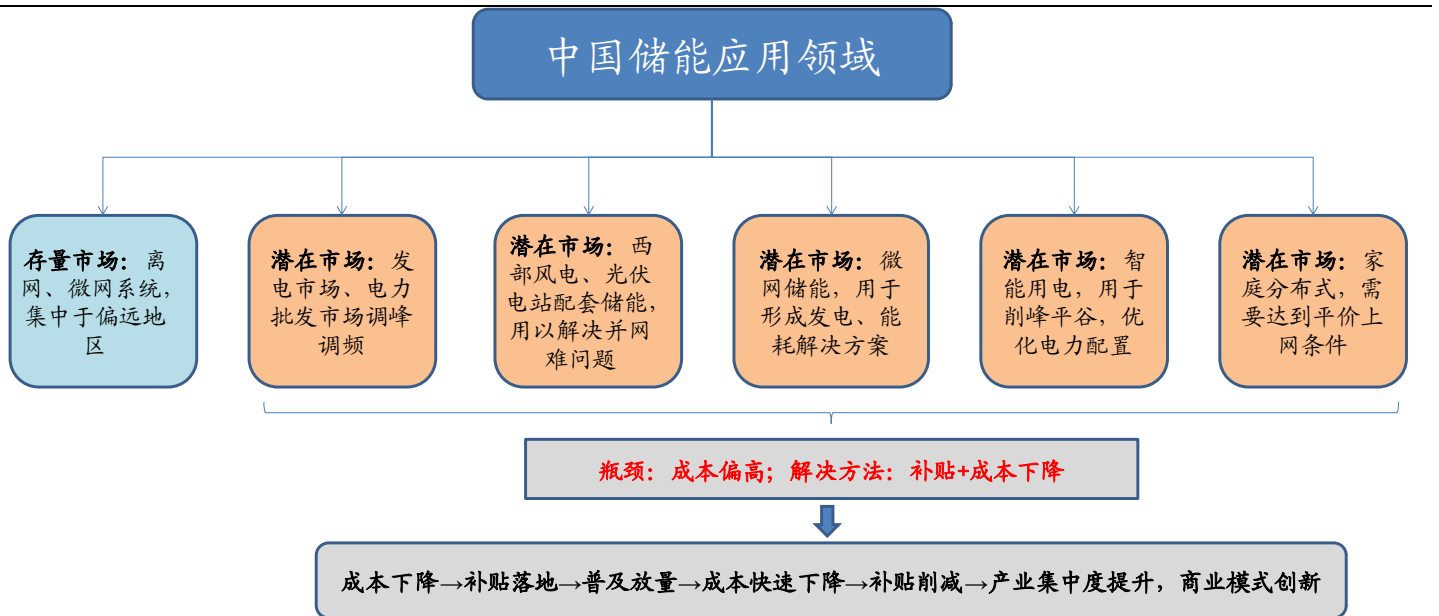


资料来源：《全球能源互联网》，海通证券研究所

如前所述，中国电化学储能的存量市场主要集中在离网系统中，即偏远地区自建发电设施配套储能用于电力存储，未来在发电厂调峰、风光配套、微网系统、工商业削峰平谷等方面都将有巨大应用空间。

我们认为中国储能的发展之路将类似于光伏，行业爆发之前要经历成本下降，之后国家会在合适的时点给予补贴支持，行业迎来野蛮生长的爆发期，产品供应商获得较大业绩弹性，生产成本也随之快速下降，当需求增速放缓、供给大量释放的时候，行业迎来整合，市场集中度开始提升，一些具有成熟商业模式的运营企业将成为行业的核心。

图12 储能在未来智能电网体系中扮演重要作用



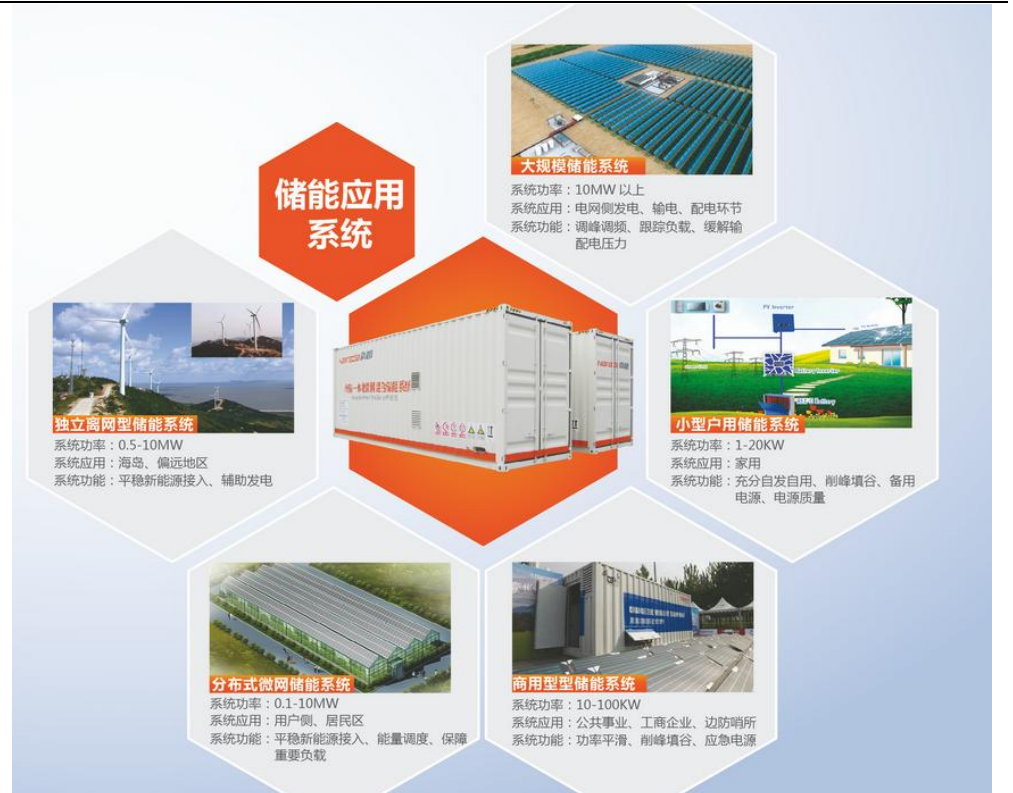
资料来源：《全球能源互联网》，海通证券研究所

## 2. 南都电源抢占储能制高点，成本优势笑傲群雄

### 2.1 国内先行者，储能项目全面布局

南都电源是国内最早布局储能领域的行业先行者，始终保持行业领先地位，在大规模储能、分布式储能、户用储能等领域齐头并进，各类系统解决方案已逐步成熟并走向市场化应用。公司拥有行业领先的铅炭电池与锂电储能技术，经过前几年在国内外大规模的示范应用，产品及系统的可靠性、经济性均得到了较充分的验证，为商用化推广奠定了基础。尤其通过近两年的持续开发与升级，电池寿命得到大幅提高，储能系统的度电成本显著下降，已能够满足商用化需要。公司基于技术与成本优势，向运营服务转型的基础已经具备。

图13 南都电源储能系统具有广泛适用性

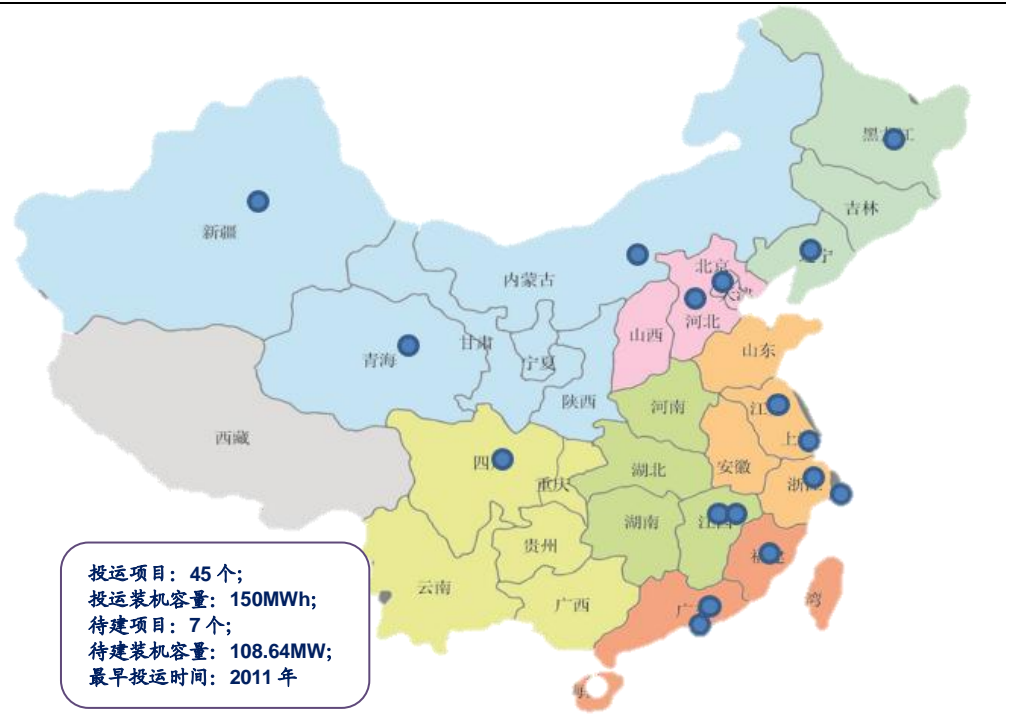


资料来源：南都电源公司官方网站。海通证券研究所

截止目前，公司已投运储能项目 45 个，投运装机容量 150MWh，承担了国内多个示范项目的建设运营工作，其中最早的东福山岛风光柴储能电站是国内第一个规模化投入实际应用的新能源储能电站，目前的运营状况仍然良好。

公司 2016 年以来加快储能项目推广进程，2016 年公司已经签署商用储能项目总容量达 108.64MWh。预计到 2016 年底公司储能电站累计运营量可达 300MWh。

图14 南都典型微网/储能项目分布情况



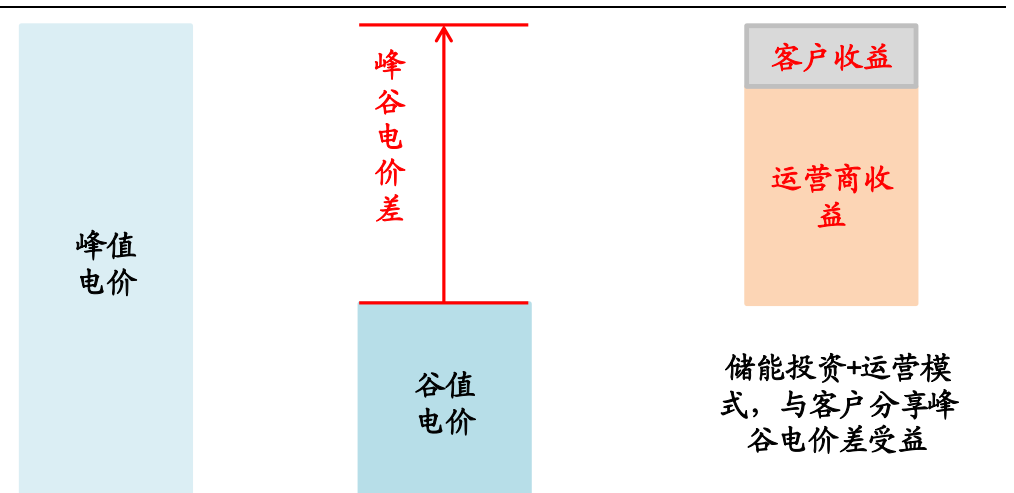
资料来源: 南都电源, 第六届中国国际储能大会. 海通证券研究所

## 2.2 探索储能运营新模式, 抢占行业核心位置

储能未来将在电力交易市场中扮演核心角色, 公司洞察行业发展趋势, 率先布局储能运营环节, 打造“投资+运营”的新商业模式, 储能电站运营类似于光伏电站运营, 处于行业最下游应用环节, 未来有望成为整个行业的核心环节, 公司在行业爆发初期抢占“制高点”。

“投资+运营”的商业模式类似于合同能源管理模式, 公司投资建设储能电站, 通过与客户签订节能服务合同, 为客户提供包括: 能源审计、项目设计、项目融资、设备采购、工程施工、设备安装调试、人员培训、节能计量确认和保证等一整套的节能服务; 病从客户进行节能改造后获得的节能受益中收回投资、取得利润。储能运营的核心是应用储能的“削峰平谷”特性, 在波谷进行电力存储, 在峰值进行电力销售, 峰谷电价差所获得的受益于客户进行分成。

图15 储能“投资+运营”盈利模式分析



资料来源: 中国储能网. 海通证券研究所

根据表 3 中第六届中国国际储能大会资料统计，多数东部经济发达地区的工商业峰谷电价差一半在 0.8-1.0 元/kWh，而南都铅炭电池的储能成本已经可以下降至 0.5 元/kWh 以下，较峰谷电价差有 0.3-0.5 元/kWh 的盈利空间，为公司铅炭电池工商业端“储能运营”的商业模式打下了坚实的基础。

表 3 不同省份地区工商业用电分时价格表（元/kWh）

地区	用电分类	尖峰电价	峰时电价	平时电价	谷时电价	峰谷价差
北京	大工业	1.0791	0.990	0.685	0.389	0.601
	一般工商业	1.4995	1.371	0.853	0.359	1.012
上海	两部制/工商业	夏季	1.166	0.722	0.347	0.819
		非夏季	1.201	0.747	0.282	0.919
江苏	大工业	1.2012	1.101	0.661	0.320	0.781
	普通工业		1.382	0.829	0.376	1.006
佛山	大工业		1.121	0.697	0.371	0.750
	普通工业		1.449	0.896	0.470	0.979
湖北	大工业		1.030	0.570	0.270	0.760
	普通工业		1.638	0.910	0.437	1.201
天津	大工业		0.996	0.711	0.441	0.555
	一般工商业		1.345	0.900	0.474	0.871
浙江	大工业		1.089	0.909	0.433	0.656
	一般工商业		1.327	1.032	0.526	0.801

资料来源：南都电源，第六届中国国际储能大会，海通证券研究所

### 2.3 成本优势领袖群伦，商业模式推广无需等补贴

公司是目前国内储能电池领域最具有成本优势的企业，公司第二代铅炭电池已经投入使用，该款产品在 50% 充放电深度的情况下，循环次数最高可达 6000 次，我们按照铅炭电池电芯成本 750 元/度、充放电小时数 4 小时估算，1 个 MWh 单位的储能电站的系统投资成本约为 125 万元，**按照 50% 充放电深度、90% 能量转换率、6000 次的循环寿命测算，铅炭电池的单位储能成本可达 0.46 元/度；若按照 80% 充放电深度，3500 次的循环次数，单位储能成本约为 0.50 元/度**，这是目前国内市场最低的储能成本，在没有补贴的情况下已经基本可以应用在工商业端削峰平谷领域。

表 4 不同假设条件下，铅炭电池储能成本测算（元/kWh）

装机量	1MWh	充放电小时数	4
单位电池成本（元/kWh）	750	PCS 单价（元/W）	0.9
电池成本（万元）	75	PCS 等配套成本（万元）	50
<b>系统总成本（万元）</b>	<b>125</b>		
<b>假设条件 1:</b>			
充放电深度	50%	能量转换效率	90%
充放电次数（次）	6000	日充放电次数（次/天）	2
<b>单位储能成本（元/度）</b>	<b>0.46</b>		
<b>假设条件 2:</b>			
充放电深度	80%	能量转换效率	90%
充放电次数（次）	3500	日充放电次数（次/天）	2
<b>单位储能成本（元/度）</b>	<b>0.50</b>		

资料来源：第六届中国国际储能大会，海通证券研究所

我们对国内几种主要的电化学储能的度电成本进行了测算，**传统铅酸电池由于循环次数低储能成本超过 1 元/度；锂离子电池规模化效应显现，理论储能成本已经可以下降到约 0.8 元/度，较去年超过 1 元/度的成本有大幅下降，但是锂电池在大功率成组方面存在一定的技术难点，MW 级大规模串并联后，循环次数的保障有一定困难；液流、钠**

硫电池国内技术相对不够成熟；铅炭电池的储能度电成本远远低于其他形式，目前的储能成本在没有补贴的前提下，在工商业端进行削峰平谷已经具有了一定的经济效益。

表 5 主流电化学储能电池成本对比

	DOD	循环次数 单位:次	转换效率	系统成本 单位:元/Wh	储能成本 单位:元/kWh
传统铅酸电池	80%	1200	80%	0.84	1.09
锂电池	80%	5000	90%	3.00	0.83
全钒液流电池	100%	13000	70%	6.50	0.71
钠硫电池	100%	3000	80%	4.50	1.88
铅炭电池	50%	6000	90%	1.25	0.46

资料来源：中国储能网，第六届中国国际储能大会，海通证券研究所

## 2.4 以储能运营为基础，打造能量管理云平台

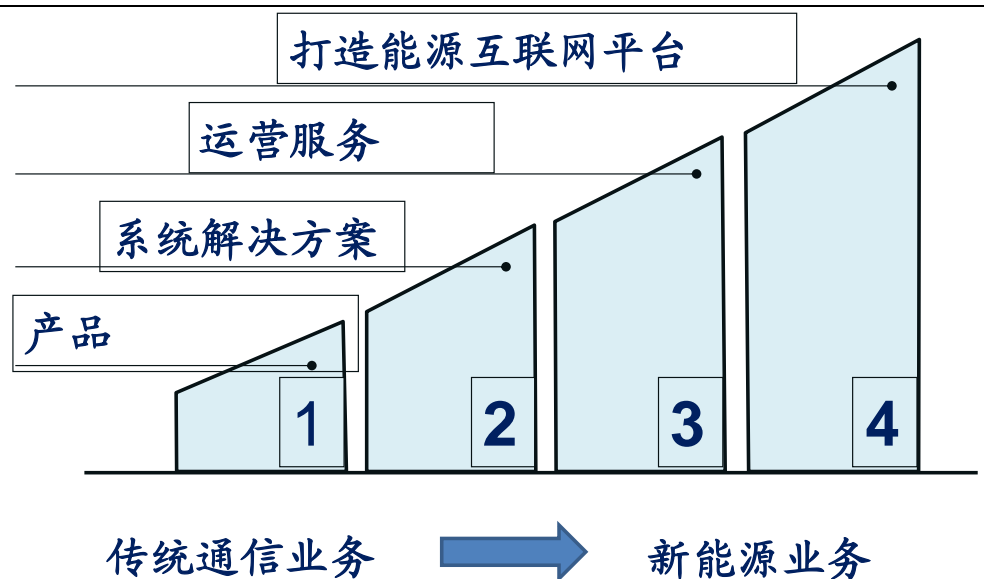
根据公司非公开发行股票方案，公司拟投资 1 亿元用于云数据管理平台开发，投资 3.9 亿元用于在全国建设总容量为 390MWh 的分布式新能源网络及平台建设。

项目拟研究开发智能型电池管理系统及基于云数据的能量管理系统，通过该平台的智能管理控制，完成系统性的数据采集、继电控制、负荷与发电预测、能量调度，确保电力的安全并网和经济高效运行，使新能源发电和储能系统实现从离散性的、数据云分布的新能源发电到有序综合协调，从储能双向逆变到并网与离网控制，匹配用电负荷，实现新能源智能调度与管理。

公司将分布式站点进行统一运营，通过先进的 BMS 进行智能控制，实现削峰填谷模式与普通模式智能切换；采用数据云，实现远程监控、数据分析，实时掌握系统状态；通过云数据管理平台进行智能控制，实现站点的能源智能集中管理和控制，为用户提供智能化、个性化节能解决方案，推动能源结构优化。

公司以储能为切入点，逐步实现战略升级，通过全国范围内的储能运营数据，打造能量调度平台。目前公司产业升级的前两步已经基本完成，第三步运营服务正在广泛推广，第四步打造能源互联网平台也已经开始布局，未来有望借助储能的先发优势，在能源互联网浪潮中占领核心地位。

图16 南都电源战略升级方向



资料来源：南都电源非公开发行股票预案公告，海通证券研究所

### 3. 动力电池放量，分享行业盛宴

根据公司 2016.6 月公告，南都电源目前动力电池产能 1.2GWh，预计年底可达到 1.7GWh，2017 年底达 3.5GWh。公司下游客户包括长安客车、东风汽车等，其中东风汽车主要配套电动物流车，受益于下半年电动物流的爆发式增长以及东风电动物流车的龙头地位，电池需求量凸增。2016 年因抢装需求，电池景气度依旧，未来受益于公司较强的制造能力及技术实力，同时受益于浙江新能源汽车生产基地的定位，动力电池依旧看点十足。

#### 3.1 动力电池“供给侧改革”，脉冲式高景气

据工信部数据，2015 年累计生产新能源汽车 37.9 万辆，同比增长 4 倍，对应电池需求量 16GWh；2016 年 3 月中工信部部长称今年销量预计增速 100%，奠定高增长预期；1-5 月销量均超 100%。预计今年新能源汽车总销量在 65-70 万辆左右，对应动力电池需求近 30GWh，增速接近在 100%。

2016 年 2 月 24 日，国务院总理李克强召开国务院常务会议，确定进一步支持新能源汽车产业的措施，预示着政策主基调不变；3 月份地方补贴政策陆续出台，支持力度依旧，销量提振明显。长期规划 2020 年累计销量 500 万辆，预计当年 150 万辆产销量；规划 2025 年新能源汽车年销量渗透率达 20%，当年产量将超 300 万辆，动力电池需求量仍有 5 倍左右成长空间。

表 6 新能源汽车动力电池需求情况

	2015 年产量, 万	单位电池容量, kwh/辆	电池需求, Gwh	2016 年销量, 万辆	单位电池容量, kwh/辆	电池需求: Gwh
客车	11.3	-	10.0	12.0	-	12.6
纯电动	9.4	100	9.4	10.0	120	12.0
插电式	1.9	30	0.6	2.0	30	0.6
专用车	5.1	-	1.8	12.0	-	4.4
纯电动	4.1	40	1.6	10.0	40	4.0
插电式	1.0	20	0.2	2.0	20	0.4
乘用车	20.6	-	4.4	43.0	-	11.7
纯电动	14.3	25	3.6	35.0	30	10.5
插电式	6.4	13	0.8	8.0	15	1.2
合计:	37	-	<b>16.2Gwh</b>	67	-	<b>29Gwh</b>

资料来源：第一电动网，工信部官方网站，海通证券研究所

根据中国化学与物理电源行业协会以及各公司公告统计数据显示，2015 年国内动力电池产能由年中 13Gwh 扩产到年底的 26Gwh，有效产能不到 20Gwh，电池需求景气度极高，电芯厂处于供不应求的状态。预计 2016 年国内新投产产能 25Gwh，年末将达到 50Gwh，超过电池需求量，但因投产调试期等原因，有效产能远低于此，供需相对匹配。我们预计 2016 年三、四季度新能源汽车抢装行情，电池景气仍较高，预判中报、三季报依旧维持较高增长。

表 7 电池厂产能投放进度

锂电池厂商	2015 年 H1	2015 年底: Gwh	2016H1: Gwh	2016 年底: Gwh
比亚迪	4.00	6.00	8.00	10.00
国轩高科	1.48	2.78	2.78	5.92
CATL	2.00	3.80	3.80	5.00
沃特玛	1.11	3.00	3.00	6.00
多氟多	0.37	0.74	1.11	2.22
力神	1.11	2.00	2.00	2.00



普莱德	0.24	0.24	0.98	0.98
中航锂电	0.67	2.00	2.00	5.00
哈尔滨光宇电源	0.30	0.30	0.30	0.30
波士顿电池	0.41	0.41	0.41	0.41
比克电池	0.42	3.00	3.00	6.00
万向集团	0.44	0.44	1.11	1.11
南都电源	-	-	1.20	1.70
亿纬锂能	-	-	2.50	2.50
拓邦股份	0.19	0.19	0.56	0.56
骆驼股份	-	-	-	0.74
山东威能	0.11	1.11	1.11	1.11
合计	12.85	26.00	33.84	51.54

资料来源：高工锂电，海通证券研究所

GGII（高工产研锂电池研究所）的调研显示，2014 年年初至今，我国新增的动力电池企业多达 50 家，目前国内动力电池企业已达 150 家。为规范动力电池行业规范，工信部新增动力蓄电池目录，目前共有四批合计 56 家企业。电池目录一方面对国内动力电池供给侧进行改革，筛选出电池性能、质量较好的产品，同时筛选出优质的电池生产企业，使得行业健康良性发展；另一方面以时间换空间，将 LG、三星的海外优质电池企业排除在外，为国内动力电池产业创造一定的战略发展期。

表 8 工信部第四批动力蓄电池目录

序号	企业名称	企业所在省市	序号	企业名称	企业所在省市
1	中航锂电（洛阳）有限公司	河南省洛阳市	17	广州鹏辉能源科技股份有限公司	广东省广州市
2	河南锂电电源有限公司	河南省新乡市	18	珠海市鹏辉电池有限公司	广东省珠海市
3	微宏动力系统（湖州）有限公司	浙江省湖州市	19	东莞市振华新能源科技有限公司	广东省东莞市
4	杭州南都动力科技有限公司	浙江省杭州市	20	广东天劲新能源科技股份有限公司	广东省深圳市
5	湖州天丰电源有限公司	浙江省湖州市	21	芜湖天弋能源科技有限公司	安徽省芜湖市
6	浙江超威创元实业有限公司	浙江省湖州市	22	中盐安徽红四方锂电有限公司	安徽省合肥市
7	宁波中车新能源科技有限公司	浙江省宁波市	23	妙盛动力科技有限公司	湖南省长沙市
8	浙江佳贝思绿色能源有限公司	浙江省余姚市	24	广西卓能新能源科技有限公司	广西省钦州市
9	江苏春兰清洁能源研究院有限公司	江苏省泰州市	25	上海德朗能动力电池有限公司	上海市
10	苏州宇量电池有限公司	江苏省常熟市	26	北京国能电池科技有限公司	北京市
11	江苏智航新能源有限公司	江苏省泰州市	27	孚能科技（赣州）有限公司	江西省赣州市
12	中天储能科技有限公司	江苏省南通市	28	远东福斯特新能源有限公司	江西省宜春市
13	江苏天鹏电源有限公司	江苏省张家港市	29	骆驼集团新能源电池有限公司	湖北省襄阳市
14	江苏集盛星泰新能源科技有限公司	江苏省常州市	30	山东恒宇新能源有限公司	山东省东营市
15	惠州亿纬锂能股份有限公司	广东省惠州市	31	山东衡远新能源科技有限公司	山东省邹城市
16	东莞市创明电池技术有限公司	广东省东莞市			

资料来源：工信部，海通证券研究所

### 3.2 南都厚积薄发，塑造动力电池新星

南都电源以铅酸电池起家，早在 2010 年底即开始研发、投资锂电池产业化项目。2015 年随着国内新能源汽车的发展，动力电池供不应求，公司依托前期技术及人员积累，开始大规模发力动力电池业务。

目前公司动力电池产能 1.2Gwh，预计年底可达到 1.7Gwh。2016 年 6 月 14 日，南都电源发布公告，拟自筹资金 17.8 亿元投资年产 2.3Gwh 动力锂电技术改造项目，全面提升锂电池产能，进一步优化产品结构。项目完成后，公司锂电池总产能将由原来的 1.2Gwh 提升至 3.5Gwh，其中三元材料锂电产能预计将达到 1.6Gwh；磷酸铁锂材料锂电产能将提升至 1.9Gwh。项目一期工程产能 500MWh，预计于 2016 年 12 月底前完成，一期工程完成后南都动力总产能将达 1.7Gwh；二期工程产能 1.8Gwh，预计于 2017 年 12 月底前完成。

2016 年 3 月，公司与保定长安客车制造有限公司签订合计金额约 3 亿元的动力锂离子电池系统重大销售合同；与东风神宇车辆有限公司签订了战略合作协议，在新能源汽车核心的动力总成系统及新能源汽车领域开展深度合作。随着上述重大合同、协议的实施及公司锂电产能的逐步释放，2016 年动力锂离子电池的出货量迅速增长，订单需求大幅增加

重点提示的是，东风汽车主要配套电动物流车 EQ5020 系列，东风汽车公告显示，2014 年以来公司共接受新能源物流车订单超 3 万辆，其中于 2016 年 1 季度的订单达 11,000 辆，2016 年年底交付订单达到 17000 辆。受益于下半年电动物流的爆发式增长以及东风龙头地位，电池需求量凸增。

表 9 东风汽车电动物流车订单充足

公告日期	客户	车型	订单数量	交付日期
2016/5/11	浙江时空电动汽车有限公司	ER30 电动车	未定	计划 2016 年 6 月开始量产，协议有效期五年
2016/4/27	格林美股份有限公司、三星环新(西安)动力电池有限公司	纯电动物流车及专用车	2016 年首期 2,000 辆，后期至 10,000 辆	
2016/4/26	武汉斑马快跑科技有限公司	3.5T 纯电动物流车	1,000 辆以上	2016 年 12 月 30 日前
2016/4/20	河南一微新能源汽车销售服务有限公司	7.5 吨级纯电动厢式物流车	未定	2020 年 12 月 31 日前
2016/1/29	地上铁租车(深圳)有限公司	7.5/4.5 吨级纯电动厢式物流车	未定	2020 年 12 月 31 日前
2015/11/7	浙江中电汽车有限公司、北京中瑞蓝科电动汽车技术有限公司	东风御风 6.35 米车型改型纯电动客车和东风御风 5.75 米车型改型纯电动厢货各 2,000 辆	4,000 辆	2016 年 12 月 30 日前
2015/10/31	昆山广得源汽车租赁有限公司	东风御风 6.35 米车型改型纯电动客车	2,000 辆	2016 年 12 月 30 日前
2015/7/2	上海北斗新能源有限公司	6.2 米纯电动公交客车	1,000 辆	2015 年 12 月 30 日前
2015/6/27	浙江时空电动汽车有限公司	小型纯电动物流车(型号 EQ5020XXYBEV)	10,000 辆	2016 年 12 月 30 日前
2014/8/19	浙江时空电动汽车有限公司	6.2 米纯电动客车，车辆暂定为 EQ6640CLBEV1	5,000 辆至 10,000 辆	2015 年 12 月 30 日前

资料来源：东风汽车公司公告，海通证券研究所

### 3.3 背靠浙江新能源汽车生产基地，长期看点十足

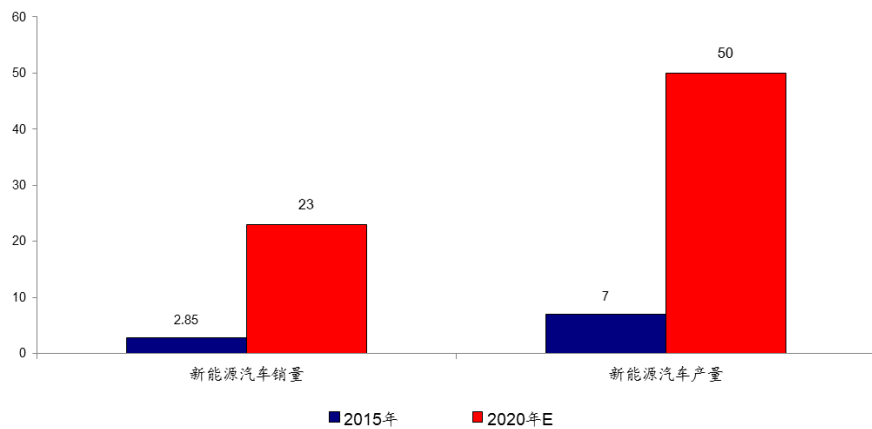
未来受益于公司较强的制造能力及技术实力，同时受益于浙江新能源汽车生产基地的定位，公司占据地理位置优势，潜在客户众多，动力电池业务将成为南都主要业绩来源之一。

在新能源汽车推广数量上，浙江位居全国前列。到 2015 年底，浙江省推广新能源汽车 28475 辆，位居全国前三位。

2015 年我国新能源汽车产量 37 万辆，超过美国，位居世界第一。而浙江省新能源汽车整车产量约 7 万辆，占比 20% 左右，整车及零部件产业规模 150 亿元以上。1 月 24 日，浙江省十二届人大四次会议上，浙江省省长李强做了政府工作报告，指出力争到 2020 年，浙江全省公交车、出租车、营运专车、一般公务用车全部替换为新能源汽车或改造为清洁能源汽车。杭州乃至浙江的新能源汽车迎来广阔的发展机遇。

根据浙江省新能源汽车行业目标，预计到 2020 年，浙江本土新能源汽车产量累计达 50 万辆以上，较 2015 年增长 7 倍，推广应用累计达 23 万辆以上，较 2015 年增长 8.2 倍，空间巨大，对浙江省各大新能源汽车整车及电池配套企业提供了广阔的发展机遇。

图17 浙江省 2020 年新能源汽车产销量增长空间巨大（单位：万辆）



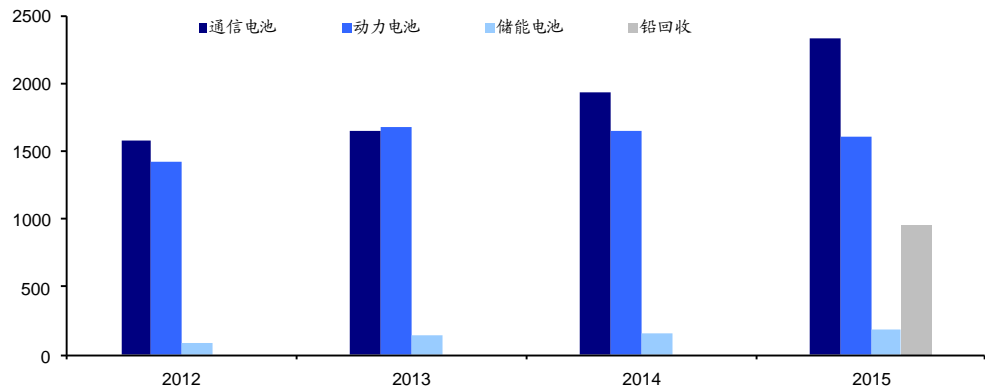
资料来源：浙江省经信委，海通证券研究所

## 4. 铅酸电池龙头企业打通产业链布局

### 4.1 传统铅酸电池扎实稳健，龙头地位稳固

南都电源传统主业铅酸电池业务主要应用于通信后备电源、动力电池和储能电池，其中通信、动力电池业务 2015 年分别占营业收入 45%、31%，是公司近年来赖以成长的核心业务。

图18 南都电源公司各项业务收入规模（百万元）



资料来源：公司年报（2012-2015），海通证券研究所

### （1）通信电池：铁塔成立市占率有望提升，国内外市场并驾齐驱

2015 年我国继续保持高速的 4G 网络基础建设速度，4G 投资已达到 900 多亿元，4G 基站累计规模接近 150 万座，目前我国 4G 基站已经占全球 4G 基站数量一半以上；2016 年 4G 仍处于快速建设期，仅中国移动 2016 年 4G 基站建设数量规划就达 30 万座，预计 2016 年全国通信基站新建数量有望达到 60-70 万座；另外，随着基站的存量规模将越来越大，存量替换市场的规模也已经相当庞大，通信电池市场需求有望持续稳定增长。

铁塔公司成立后，承担了大量运营商基础建设工作，与原来三家各自为战的格局相比，统一规划建设将提升行业发展规范性，减少重复投入。铁塔公司成立以来，对于供应商的选择已经由原来的分散采购，转向更加偏好产品高质量、重视服务、可提供解决的具有一定综合实力的供应商。南都通信电池始终位列行业三甲，综合实力突出，并且可以为基站设计整体备用电源解决方案，因此对公司后备电源产品的采购金额逐步加大。2015 年公司通信电池实现收入 14.69 亿元，其中铁塔公司实现销售 4.02 亿元，公司在基站建设和运维领域不断探索新的商业机遇、创新解决方案及应用模式，为用户提供增值服务，预计未来在铁塔公司中的占有率将获得持续提升。

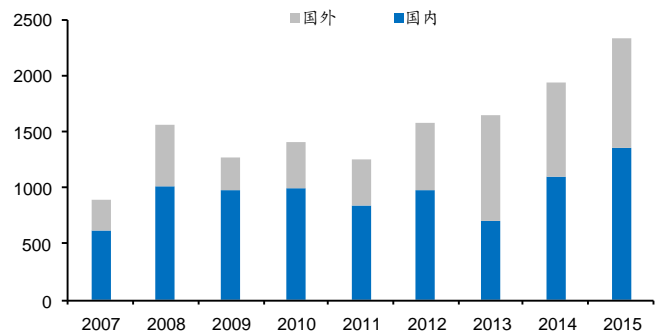
另外，公司海外市场地位也在持续提升。2015 年，公司在海外市场实现销售收入 8.54 亿元，同比增长 23.32%；海外市场的业务结构日趋合理，各个销售区域的发展日益均衡，非洲、拉美、中东等区域的销售保持了较好的增长态势；通信用后备锂离子电池除了原有的印度市场外，亦开始进入更多的区域和市场。截至目前，公司已在全球 150 多个国家和地区实现了销售，公司产品与系统获得海外运营商客户高度认可。

图19 南都电源通信电池覆盖海外 150 个国家



资料来源：南都电源官方网站，海通证券研究所

图20 公司通信电池国内外销售情况（百万元）



资料来源：公司年报（2010-2015），招股说明书，海通证券研究所

### （2）铅酸动力电池：价格战有望缓解，低速车持续放量

电动自行车铅酸电池有望迎来价格反转。2015 年公司电动自行车动力电池业务实现营业收入 15 亿元，占公司营业收入的近 3 成。超威动力、天能动力两大自行车电池龙头企业近年来掀起激烈价格战，根据两家公司年报其合计市占率已经接近 80%，价格战继续的意义已经不大。两家企业均处于湖州长兴，在地方政府的协调下去年已经决定达成价格和解，我们预计双寡头垄断格局中，价格和解一旦达成，后续持续涨价将成为大概率事件，南都电源动力电池业务将直接从中受益。

另外，使用铅酸电池的低速电动车近年来在山东、河南等地的城乡结合部具有极大市场，山东省作为全国最大低速电动车的市场与生产基地，2015 年全省低速车产量高达 35 万辆，同比增长 86%，2016 年一季度山东低速车产量 12 万辆，同比增速仍高达 76%；公司在行业快速增长中积极寻求新的增长点。

## 4.2 布局铅回收打通铅酸电池产业链

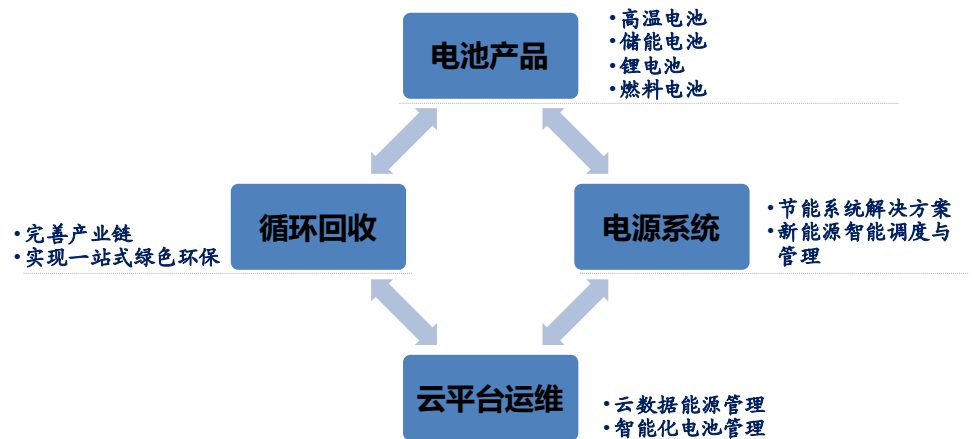
公司 2015 年收购了铅资源回收企业安徽华铂再生资源科技有限公司 51% 的股权，

介入再生铅产业，打通了铅酸电池产业链。

华铂科技位于安徽界首经济开发区田营循环经济产业园内，该园区为国家城市矿产示范基地、国家循环经济示范园区、国家涉重金属类危险废物集中利用处理基地、全国循环经济试点先进单位，产业集中度高，涉铅产业链完善。华铂公司拥有年产 21 万吨环保型再生铅项生产能力，此外还拥有年产 16 万吨水法电解生产系统、年产 5 万吨多元素稀土合金生产系统及 6 万吨全自动塑料破碎色分系统等，技术装备处于国际先进水平。

收购再生铅资源公司，公司完成了从“电池产品—系统解决方案—运营平台—再生铅资源”整个铅酸电池产业链的闭环。

图21 南都电源打造铅酸电池全产业链生态圈



资料来源：南都电源，海通证券研究所

铅酸电池行业在经过一轮整治之后，铅回收已经逐渐摆脱分散无序的格局，大量小企业肃清，行业集中度提升；另外，国家对于铅回收资质以发放牌照的形式统一管理，一方面可以控制中小竞争者进入引发环保问题，另一方面，也可根据牌照予以一定的税收优惠，鼓励龙头企业加大回收力度。

目前铅回收业务自身盈利能力较差，并且成本对规模的要求很高，而相关业务主要的盈利来自于国家或者地方的增值税返还，因此盈利可控性强，铅价波动对于盈利能力的影响也被淡化。

华铂科技业绩承诺为：2015 年度净利润不低于人民币 1.2 亿元，2016 年度净利润不低于 2.3 亿元；根据公司年报，2015 年华铂科技实现业绩贡献 7021 万元，超出业绩承诺金额（51%股权）；我们认为 2016 年华铂科技实现业绩承诺仍是大概率事件，为公司贡献较大业绩增幅。

## 5. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2016-2018 年最新股本摊薄 EPS 分别为 0.46、0.58、0.69 元，动力电池完成布局后全面发力、再生铅业绩承诺提供保障，2016 年高增长势头可延续；储能 2017 年大概率爆发，公司凭借成本优势抢占先机，进行储能运营商业模式探索，有望坐享行业爆发带来的机遇；参考同行业可比估值，按照 2016 年 65 倍 PE，对应目标价 29.90 元，维持“买入”评级

表 10 可比上市公司估值对比

代码	公司	Last price (元)	总市值 (亿元)	EPS(元)			PE (x)		
		7月7日	7月7日	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
002580.SZ	圣阳股份	19.09	42.19	0.15	0.32	0.46	128.23	60.34	41.50
300014.SZ	亿纬锂能	51.85	221.52	0.35	0.66	1.09	146.41	78.15	47.58
002364.SZ	中恒电气	27.10	141.80	0.27	0.49	0.70	98.83	55.57	38.84
600446.SH	金证股份	34.73	290.00	0.31	0.42	0.59	113.84	82.65	59.06
行业平均							<b>121.83</b>	<b>69.17</b>	<b>46.75</b>
300068.SZ	南都电源	24.15	189.40	0.26	0.46	0.58	<b>93.16</b>	<b>52.15</b>	<b>41.92</b>

资料来源：除南都电源外其他公司来自 WIND 一致预期，海通证券研究所

表 11 南都电源损益表预测（百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3507.53	3786.36	5153.13	7520.49	8917.58	10280.26
同比增长率	12.99%	7.95%	36.10%	45.94%	18.58%	15.28%
营业成本	2979.08	3240.39	4375.33	6383.21	7500.68	8607.90
毛利率	15.07%	14.42%	15.09%	15.12%	15.89%	16.27%
营业税金及附加	9.32	8.94	39.11	18.80	22.29	25.70
销售费用	149.48	182.52	286.65	406.11	472.63	534.57
销售费用率	4.26%	4.82%	5.56%	5.40%	5.30%	5.20%
管理费用	149.72	160.49	230.86	330.90	387.91	442.05
管理费用率	4.27%	4.24%	4.48%	4.40%	4.35%	4.30%
财务费用	28.59	40.72	72.49	112.66	162.54	208.31
财务费用率	0.82%	1.08%	1.41%	1.50%	1.82%	2.03%
期间费用	327.79	383.73	590.00	849.67	1023.09	1184.94
期间费用率	9.35%	10.13%	11.45%	11.30%	11.47%	11.53%
资产减值损失	16.11	12.41	34.57	35.00	35.00	35.00
公允价值变动净收益	0.00	-2.75	2.75	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.14	-10.22	-4.21	0.00	0.00	0.00
营业利润	177.37	127.93	112.65	233.81	336.52	426.72
EBIT	219.93	194.02	221.16	381.47	534.06	670.03
增长率	2.58%	-11.78%	13.99%	72.48%	40.00%	25.46%
EBIT margin	6.27%	5.12%	4.29%	5.07%	5.99%	6.52%
营业外收入	29.05	20.32	206.53	380.00	390.00	400.00
营业外支出	5.48	6.06	10.93	12.00	13.00	14.00
利润总额	200.94	142.18	308.25	601.81	713.52	812.72
增长率	-1.24%	-29.24%	116.80%	95.24%	18.56%	13.90%
所得税	49.65	39.33	28.95	90.27	107.03	121.91
所得税率	24.71%	27.66%	9.39%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	151.29	102.85	279.30	511.53	606.49	690.81
少数股东损益	21.16	-2.75	76.00	148.34	154.66	151.98
归属于母公司所有者净利润	130.13	105.60	203.30	363.19	451.84	538.83
净利润率	3.71%	2.79%	3.95%	4.83%	5.07%	5.24%
增长率	3.21%	-18.85%	92.52%	78.64%	24.41%	19.25%
总股本（百万股）	599.20	604.98	604.98	784.27	784.27	784.27
稀释 EPS（元）	0.17	0.13	0.26	0.46	0.58	0.69

资料来源：公司年报（2013-2015），海通证券研究所