

电气设备

2018 年 12 月 07 日

南都电源 (300068)

——储能、再生铅龙头业绩加速上升，布局锂电回收打开成长空间

报告原因：调整投资评级

买入 (上调)

市场数据：2018 年 12 月 06 日

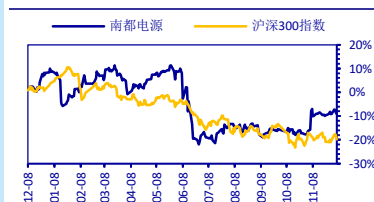
收盘价 (元)	13.33
一年内最高/最低 (元)	16.75/10.94
市净率	1.8
息率 (分红/股价)	1.50
流通 A 股市值 (百万元)	8279
上证指数/深证成指	2605.18/7735.05

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2018 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	7.26
资产负债率%	51.15
总股本/流通 A 股 (百万)	878/621
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

韩启明 A0230516080005
hanqm@swsresearch.com
刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
郑嘉伟 A0230518010002
zhengjw@swsresearch.com

研究支持

张雷 A0230117040007
zhanglei@swsresearch.com

联系人

郑嘉伟
(8621)23297818×7387
zhengjw@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **铅蓄电池、储能龙头切入铅回收，业绩高增长。**公司在浙江、安徽、湖北、四川拥有 5 大铅酸电池生产基地，产能规模全球领先，达到 1870 万 KVAh。公司的铅酸、铅炭电池广泛应用于通信、自行车动力、储能等领域。2015、2017 年公司分两次完成对华铂科技的全资收购，进入铅回收领域，规划处理产能达到 100 万吨/年，位居全国第一。公司 2013-2017 年实现收入复合增速 25%，归属净利润复合增速 31%。
- **铅回收业务规模效应显著，渠道优势为未来锂电回收打下基础。**由于再生铅业务具有高污染特征，处理量严格受限导致牌照资源稀缺，公司通过收购华铂科技拿下处理资质。铅回收业务盈利能力受铅价和规模双重影响，历史上曾经因环保趋严导致铅价上涨及盈利能力提升，2018 年公司完成安徽华铂二期项目从而处理能力达到 120 万吨。未来公司将利用已有的渠道优势，进一步打造锂电回收、铅蓄电池回收、其他有色金属回收的综合利用平台，打通动力、储能、通信及资源回收产业链。
- **公司是国内最具规模优势的储能技术提供商和系统集成商。**公司在铅炭电池上技术领先同行，产品具有高能量密度、高倍率、高安全性特点，并通过“投资+运营”的模式积极推动储能产业化进程。根据中关村储能产业技术联盟(CNESA)数据，2017 年全国电化学储能累计装机规模达到 389.8MW，同比增长 45%，其中用户侧储能方式占比最高，达到 59%；而铅炭电池应用在用户侧项目中比重最大，达到 77%；根据 CNESA 数据，公司获得 2017 年储能技术提供商与系统集成商双料第一。
- **盈利预测与估值：**公司传统业务短暂承压，华铂二期投产推动未来业绩加速释放，我们下调 2018 年盈利预测，上调 2019、2020 年盈利预测，预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 107.9 亿、142.3 亿和 180.3 亿，归属于母公司所有者的净利润为 5.67 亿、9.50 亿和 14.48 亿（调整前为 7.65 亿、8.39 亿和 9.13 亿），对应 EPS 为 0.65 元、1.08 元、1.65 元（调整前为 0.87 元、0.96 元、1.04 元），对应目前股价 21、12、8 倍。考虑到公司利润 80%以上来自回收产业，基于资源回收行业同类可比公司平均估值给予 2019 年 18 倍 PE，对应目标 19.62 元，相对现价股价有 47%上涨空间，由“增持”上调至“买入”评级。

- **风险提示：**二期产能爬坡释放不及预期

财务数据及盈利预测

	2017	18Q1-Q3	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	8,637	6,589	10,788	14,228	18,028
同比增长率 (%)	20.94	3.70	24.90	31.90	26.70
净利润 (百万元)	381	434	567	950	1,448
同比增长率 (%)	15.65	18.35	48.82	67.70	52.40
每股收益 (元/股)	0.44	0.49	0.65	1.08	1.65
毛利率 (%)	14.7	14.8	13.8	13.8	13.1
ROE (%)	6.3	6.8	8.5	12.5	16.0
市盈率	31		21	12	8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

公司传统业务短暂承压，华铂二期投产推动未来业绩加速释放，我们下调 2018 年盈利预测，上调 2019、2020 年盈利预测，预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 107.9 亿、142.3 亿和 180.3 亿，归属于母公司所有者的净利润为 5.67 亿、9.50 亿和 14.48 亿（调整前为 7.65 亿、8.39 亿和 9.13 亿），对应 EPS 为 0.65 元、1.08 元、1.65 元（调整前为 0.87 元、0.96 元、1.04 元），对应目前股价 21、12、8 倍。考虑到公司利润 80% 以上来自回收产业，基于资源回收行业同类可比公司平均估值给予 2019 年 18 倍 PE，对应目标 19.62 元，相对现价股价有 47% 上涨空间，上调至“买入”评级。

关键假设点

华铂二期项目产能顺利投放，新产能 2019、2020 年释放比例达到 50%、100%；

全球铅酸电池用量保持稳定，增长率在 -5%-5% 之间；

有别于大众的认识

市场认为铅炭电池在储能领域的优势可能会迅速被锂电替代。我们认为铅炭电池相对锂电具有成本低、应用成熟、安全性高、回收模式成熟、回收残值高等特点。根据 CNESA 数据，2017 年铅酸路线在用户侧占比达到 77%，而锂电在集中式风光发电储能领域占比达到 83%，我们认为铅与锂将针对不同应用场景发挥自己的作用。

市场认为铅回收业务靠国家补贴生存，盈利向好后补贴不可持续，并且铅价波动带来业务的强周期属性。我们认为这里是对公司理解的最大预期差所在。再生铅业务商业模式是向从事废电池回收的个人收购电池，无法开票，因此国家给与一定比例的增值税即征即退，减免回收商不能抵扣的损失，这种商业模式决定的退税优惠不会因为盈利变化而改变。受益环保趋严，从事回收业务非法小作坊大量退出行业，铅回收业务的盈利能力回归是对大型合规企业环保、高效管理等投入的奖励，并且由于废电池回收与铅现货价格挂钩，铅价波动对盈利的影响较小，未来铅回收企业更像公用事业公司，盈利能力稳定，现金流良好。

股价表现的催化剂

二期产能释放，业绩加速增长；

核心假设风险

锂电技术获得重大突破；

二期产能爬坡释放不及预期；

目录

1. 新能源电池制造龙头 四大业务支撑主营版图.....	6
2. 储能业务全球领先 动力通信前景向好	8
2.1 储能业务占据全球制高点 “投资+运营” 模式推动商业化	8
2.2 积极布局动力电池业务 启停电池市场蓄势待发.....	11
2.3 “5G”与数据中心建设保障通信产品需求.....	13
3. 收购华铂科技进军铅回收 二期投产驱动业绩加速.....	15
3.1 收购华铂科技进军铅回收 实现产业链整合协同.....	15
3.2 环保趋严行业格局重塑 再生铅盈利能力提升明显	16
3.3 华铂二期顺利投产 业绩进入加速通道.....	20
4.盈利预测与估值.....	21

图表目录

图 1：公司主要业务板块构成.....	6
图 2：2018H1 公司主营业务收入构成	6
图 3：近年公司经营业绩情况（单位：亿元）	7
图 4：近年公司海内外业务营收（单位：亿元）	7
图 5：公司产能布局.....	7
图 6：中国电化学储能项目累计装机规模（单位：MW）	8
图 7：储能项目应用领域分布	9
图 8：用户侧储能领域技术分布	9
图 9：公司在储能项目上的商业模式转型	10
图 10：公司在国内的储能项目分布情况.....	11
图 11：南都华宇和长兴南都营收（单位：亿元）	12
图 12：南都华宇和长兴南都净利润（单位：亿元）	12
图 13：新能源汽车动力锂电池业务营收（单位：亿元）	12
图 14：我国新能源汽车产量（单位：万辆）	12
图 15：后备电源业务营收及变动（单位：亿元）	13
图 16：后备电源业务毛利率	13
图 17：华铂科技生产流程图	15
图 18：公司形成铅蓄电池产业链闭环	15
图 19：华铂科技再生铅产量及产能利用率（单位：万吨）	16
图 20：华铂科技再生铅产能（单位：万吨/年）	16
图 21：我国废铅酸蓄电池回收渠道现状.....	17
图 22：我国历年铅产量和消费量的情况.....	17
图 23：国内原生铅工厂开工率.....	17
图 24：1#铅价格维持高位（单位：元/吨）	18
图 25：成品铅、废品铅价差情况（单位：元/吨）	18
图 26：电池企业废旧电池处理产能布局.....	19
图 27：华铂科技收入增长情况（单位：亿元）	20
图 28：华铂科技毛利率和净利率	20

图 29 : 华铂科技毛利预测 (单位 : 百万元)	20
图 30 : 华铂科技增值税退税预测 (单位 : 百万元)	20
表 1 : 铅蓄电池性能参数比较	9
表 2 : 中国移动、中国联通 5G 部署规划	14
表 3 : 再生铅业务盈利测算	21
表 4 : 主营业务收入与毛利率预测	21
表 5 : 重点推荐公司盈利预测与估值	22
表 6 : 利润表 (单位 : 百万元)	22
表 7 : 资产负债表 (单位 : 百万元)	23
表 8 : 现金流量表 (单位 : 百万元)	25

1. 新能源电池制造龙头 四大业务支撑主营版图

铅酸电池制造商龙头，依托技术优势强势拓展动力电池及储能业务。公司于2010年在A股创业板上市，传统主业为通信领域的铅酸电池，同时逐步向动力电池和储能领域发展。在通信领域公司已多年保持行业领先；在储能领域公司依托铅炭储能系统技术优势，大力拓展“投资+运营”商用模式，迅速实现储能系统商用化落地，占领全球储能领域制高点；在动力电池领域，公司与东风特汽、长安客车、厦门金旅等重要客户形成紧密合作，并参股了拥有较强核心优势的孔辉汽车公司，进一步完善从汽车底盘、动力电源到动力总成的新能源汽车产业链布局。

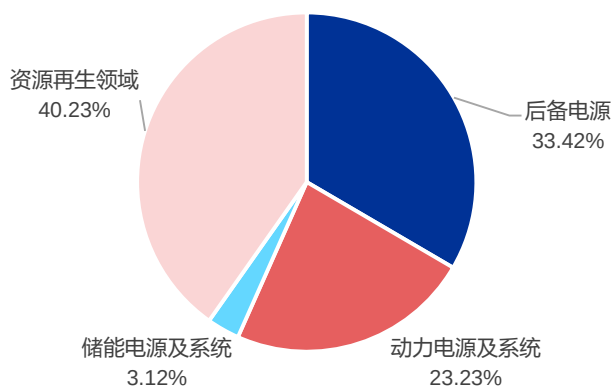
收购华铂科技 100%股权切入铅回收领域，实现铅产业链闭环，四大业务布局清晰。2015年以来公司分两次收购华铂科技公司100%股权，正式切入铅产业链上游，实现“原材料—产品应用—运营服务—资源再生—原材料”的产业链闭环。铅回收业务进一步保障公司铅原材料供应的安全性、稳定性和及时性，与原有主营业务协同效应明显，增强公司产品竞争力与盈利能力。

图1：公司主要业务板块构成



资料来源：公司公告，申万宏源研究

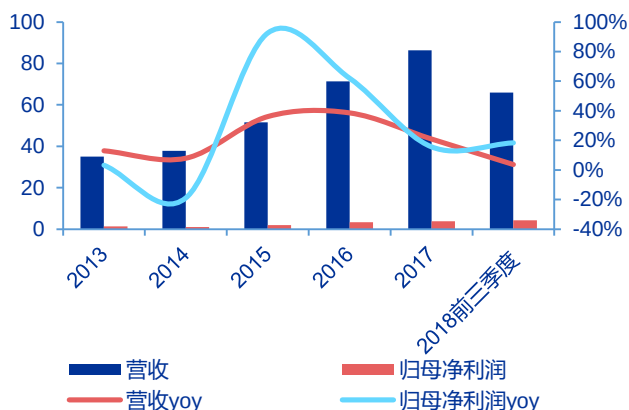
图2：2018H1 公司主营业务收入构成



资料来源：公司公告，申万宏源研究

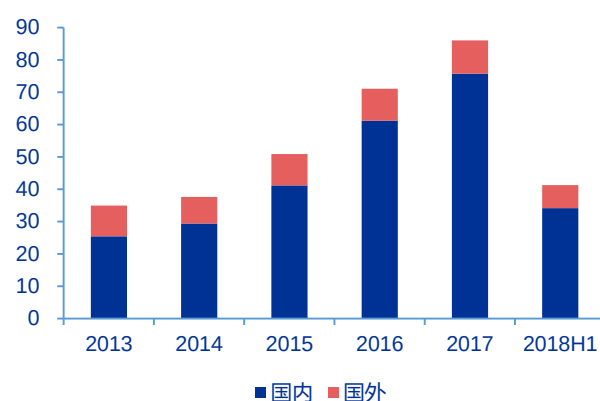
营收、净利高速增长，积极布局海外业务。近年来，公司动力电池、储能业务持续扩张，2013-2017 年公司营收复合增速达 25%，归母净利润复合增速达 31%。另外，公司积极布局海外通信锂电及储能业务，2017 年海外业务实现营收 10.27 亿元，在总营收中占比 11.9%。

图 3：近年公司经营业绩情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：近年公司海内外业务营收（单位：亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

产能储备充足，在建项目有序推进保障业绩增长。公司生产基地主要分布在浙江、安徽、湖北、四川，除了传统的铅蓄电池，公司发力拓展拥有核心技术的高温电池和铅炭电池，同时布局成长性良好的动力锂电池。根据 2018 年半年报披露，公司在建的年产 2300MWh 动力锂离子电池技术改造项目、年产 1000 万 kVAh 新能源电池项目及华铂厂区二期工程进展顺利。

图 5：公司产能布局



资料来源：公司官网，申万宏源研究

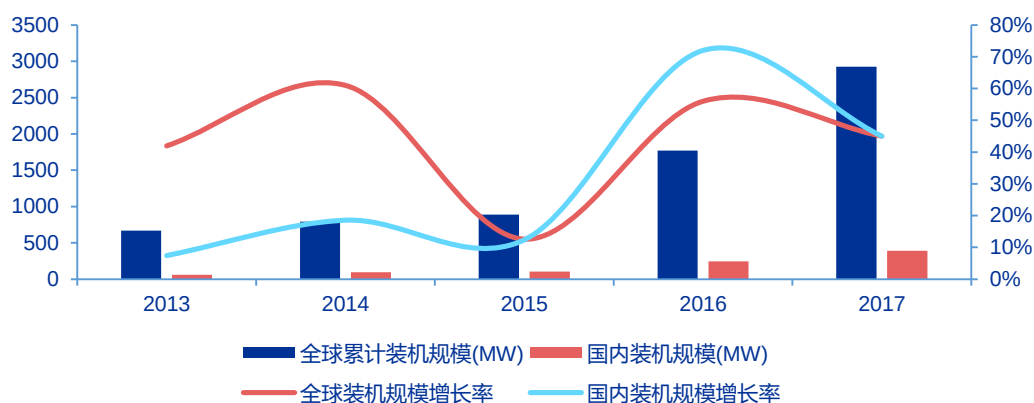
2. 储能业务全球领先 动力通信前景向好

2.1 储能业务占据全球制高点 “投资+运营” 模式推动商业化

储能是第三次工业革命的支柱之一，是未来新能源领域进一步发展的重要支撑。储能的价值贯穿电力系统的发电、输配电和用电环节，可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提供如电能质量优化、应急备用、需求侧响应等增值服务。

全球电化学储能装机规模加速扩张，中国储能市场空间广阔。根据 CNESA 数据，2017 年全球化学储能项目增长规模首次步入 GW 时代，总计投运 1242.2MW，同比增长 55%。其中中国新增化学储能项目装机达 121MW，约占全球的 10%。2017 年 9 月，国家发改委发布《关于促进储能技术与产业发展的指导意见》，规划“十三五”期间实现储能由研发示范向商业化初期过渡，“十四五”期间实现商业化初期向规模化发展转变。

图 6：中国电化学储能项目累计装机规模（单位：MW）



资料来源：CNESA，申万宏源研究

公司铅炭电池技术功率密度高、循环寿命长且成本具备优势，是储能系统优选方案。

公司首创铅炭电池技术，将超级电容与铅酸电池的技术特性相结合，既发挥了超级电容瞬间大容量充电的优点，也有铅酸电池储存能力较强的优势。目前铅炭电池是化学储能技术中最成熟，最接近商业化应用的产品之一。

根据公司的电池售价数据，我们进行一个简单测算，普通铅酸电池约 500 元/kWh，铅炭电池约 800 元/kWh，忽略能量密度及充放电效率等较小差异，若按铅酸电池 1500 次循环、铅炭电池 3000 次循环计算，铅酸电池的周期成本为 0.33 元/kWh·次，铅炭电池为 0.27 元/kWh·次，整体成本可下降 20%左右。与其余化学储能电池相比，铅炭电池成本优势明显，毛利率也远高于传统产品，未来具有较强的盈利空间。

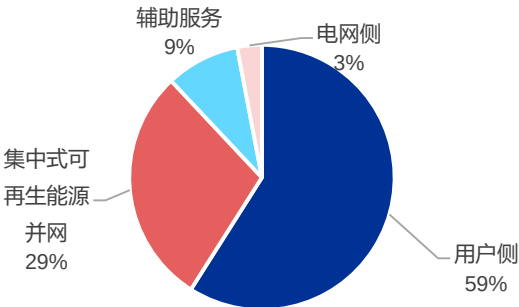
表 1：铅蓄电池性能参数比较

技术参数	铅酸电池	铅炭电池
能量密度	25-50 Wh/kg	5-50 Wh/kg
功率密度	<150 W/kg	150-500 W/kg
能量转换效率	70-85%	70-85%
服役年限	5	5-10
循环次数	500-1500 (70%DOD)	3700-4200 (70%DOD)
启动时间	<1s	<1s
响应速度	<10ms	<10ms
自放电率	1%/月	1%/月
能量成本 (¥/kWh)	500-1000	9600-12000
功率成本 (¥/kW)	500-1000	1200-1500
度电成本 (¥/kWh)	0.5-1.0	0.5-0.7
技术成熟度	商用	商用 (近两年)
使用温度 (°C)	-40-60	-40-60
安全性	优	优
环保	中	中

资料来源：电源行业协会，申万宏源研究

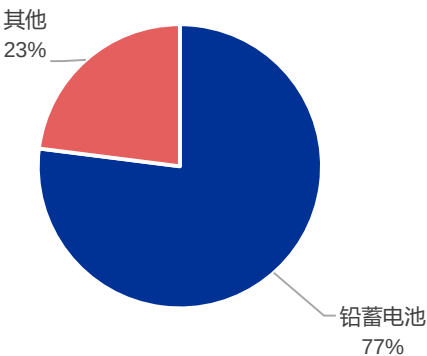
铅蓄电池与锂离子电池在储能应用中各有侧重，用户侧中铅蓄电池装机占比最高，达到 77%。截至 2017 年底，从中国已投运的电化学储能项目的应用分布来看，用户侧领域的累计装机规模最大，为 231.1MW，占比 59%；集中式可再生能源并网和辅助服务领域分列二、三位，分别占比 29%、9%。从各类应用领域中的技术分布来看，集中式可再生能源并网领域中，锂离子电池的装机规模最大，所占比重为 83%；辅助服务领域中全部应用的锂离子电池；用户侧中铅蓄电池的装机规模最大，所占比重为 77%。

图 7：储能项目应用领域分布



资料来源：《储能产业研究白皮书 2018》，申万宏源研究

图 8：用户侧储能领域技术分布



资料来源：《储能产业研究白皮书 2018》，申万宏源研究

公司是新能源储能电池领域的绝对龙头，拥有行业领先的储能电池系统技术，并构建了先进的能源互联网管理平台。公司突破传统产品销售经营模式，以“投资+运营”方式拓展商用储能业务，为用户提供整体储能系统解决方案及运营服务，积极推进企业战略转型

升级。目前，公司在用户侧分布式储能、电网侧分布式储能、需求侧响应等方面均实现突破，在储能电站削峰填谷的基础上，更有效地开展后续电力增值服务，实现更大价值。

2015 年中标中能硅业储能电站，开启储能项目商业化时代。2015 年 12 月，公司中标中能硅业储能电站工程实施项目，该项目中标金额 1538.3 万元，建设 12MWh 储能电站。公司作为总承包方提供该储能电站所需铅炭储能电池及相关系统集成设备，并负责该电站整体工程建设及后续合作运维。该项目是国内第一个商业化储能项目，标志着铅炭储能已真正具备经济性，公司储能系统商业化模式初步落地。

积极开展后续电力增值服务，参与需求侧响应。2018 年 2 月，公司无锡新加坡工业园 160MWh 电力储能电站项目参与江苏省电力需求侧响应服务，填入负荷降低园区电力需求。这是我国首个电化学储能系统进入电力辅助服务市场的案例，对电力需求管理的市场激励机制、需求侧响应的峰谷负荷双向调控体系都有着里程碑式的重大意义。

通过“投资+运营”模式，公司逐步实现从传统的产品销售向提供系统解决方案、再到提供运营服务的经营模式转型。1) 通过这种模式公司可以增强对最重用户的粘性，掌握用户数据；2) 目前储能电站可以看到基于电价差的收益，以这种模式布局储能，更重要的是储能成为网络后为电力和用户提供增值服务，获取增值服务的收益。3) 提高门槛。有利于公司迅速拓展市场。4) 有利于技术核心产品保密。这种模式短期内占用资金，未来电站将买给电站基金或第三方获取收益。

图 9：公司在储能项目上的商业模式转型



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司储能电站投运规模全国第一、全球第二，占据全球储能产业制高点。截至目前，公司累计投运储能电站规模达 800MWh，在建容量达 500MWh，待建容量约 1200MWh，投运/在建/待建项目广泛分布在华东、华南、东北、西北、华北等地。根据彭博新能源财经（BNEF）及中关村储能产业技术联盟统计，公司在 2017 年储能项目投运规模上分别列全球第二、全国第一，在全球储能产业中规模优势突出。

图 10：公司在国内的储能项目分布情况



资料来源：公司官网，申万宏源研究

立足国内，积极拓展全球储能市场。2017 年 4 月与德国 Upside 公司签署了建设总容量超过 50MW 的调频服务储能系统项目，其中一期 10MW 项目已竣工，后续 40MW 项目预计于年内完工。该项目是公司进入欧美主流电力辅助服务市场的标杆性项目，为公司未来在全球储能市场的布局打下基础。

中标首个电网侧储能锂电项目。2018 年 6 月，公司中标“河南电网 100 兆瓦电池储能示范工程——9.6MW 河南信阳龙山 110KV 变电站电池储能示范工程”，目前已实现交付并通过验收。该项目为国内首座电网侧分布式储能电站示范工程，由国网直属单位平高集团有限公司投资建设。

公司作为国内电池龙头企业，从铅炭、锂电两条路线出发，积极拓张海内外储能市场：1）公司以成本更低的铅炭电池产品为基础，以分布式能源、能源互联网建设等为突破口，拓展国内储能市场，目前已获突破，后期伴随电改、能源互联网发展等外部环境完善，以及自身技术与成本的持续下降，有望迎来市场爆发增长。2）由于电价体系及政策支持等，海外储能发展中锂电更具优势，公司参股加拿大、新加坡等海外公司，斩获海外大额订单、签署海外储能项目建设协议，对促进公司长期业务发展具有重大意义。

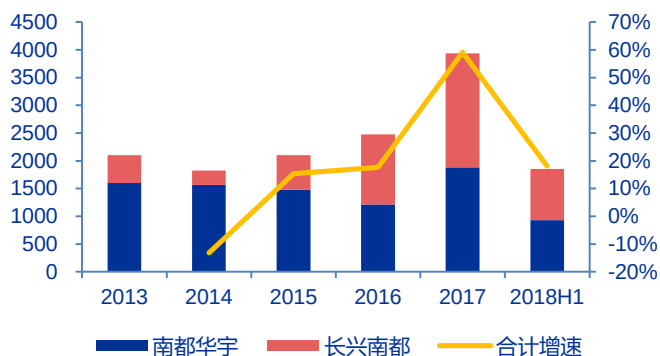
2.2 积极布局动力电池业务 启停电池市场蓄势待发

公司传统动力锂电池主要应用于电动自行车，排名行业前三，自主品牌销售大幅增长。2011 年 9 月，公司使用超募资金 19380 万元收购南都华宇 51% 的股权，南都华宇位于安徽省界首市田营工业园（国家首批“城市矿产”示范基地和专业化的铅回收及利用基地，是全国最大的铅资源循环经济工业园），主要业务为电动自行车电池极板生产和蓄电池生产，公司由此进入自行车动力电池领域。2015 年开始，公司的电动自行车用动力电

池业务逐步转型，目前全部实现自主品牌产品销售。在电动自行车、电动三轮车铅酸电池领域，天能动力与超威动力形成了双寡头垄断竞争格局，公司居行业第三。

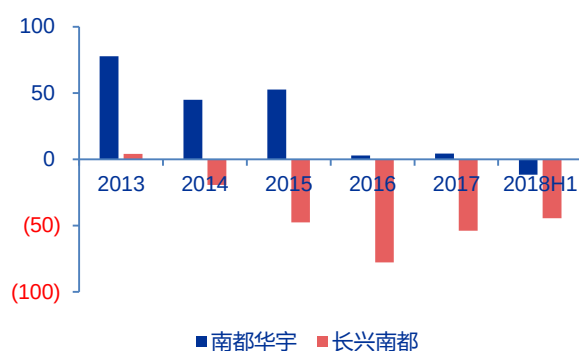
目前公司持股 51% 的南都华宇与持股 51% 的长兴南都均经营电动自行车电池业务。自公司转型销售自主品牌以来，电动自行车用动力电池领域收入稳步增长。同时，通过安徽运管中心的集约化管理，加强资源整合与成本控制，2017 年实现销售收入 19.75 亿元，同比增长 51.57%；对公司业绩贡献为-2526 万元，比去年同期减少亏损 1296 万元。

图 11：南都华宇和长兴南都营收（单位：亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 12：南都华宇和长兴南都净利润（单位：亿元）

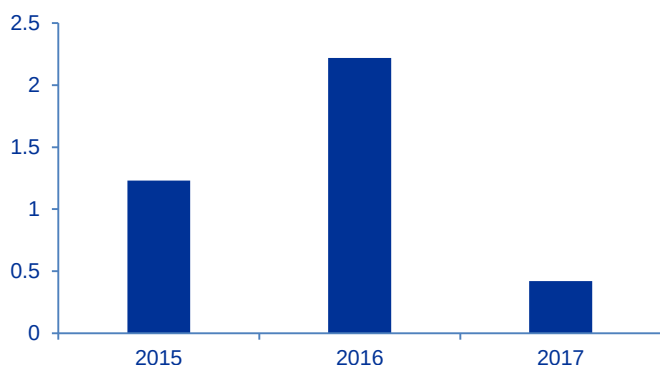


资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司积极布局海内外新能源汽车动力锂电池业务。公司已与东风特汽、长安客车、厦门金旅等重要客户形成紧密合作，客户数量不断扩大。公司于 2016 年参股孔辉汽车 17% 股权，孔辉汽车是我国汽车底盘设计开发领域的先行者，能够全方位进行底盘设计开发。公司通过参股孔辉汽车，整合双方优质资源，共同为客户提供从底盘开发设计到三电系统集成全方位整体解决方案，提升公司新能源汽车系统集成能力。

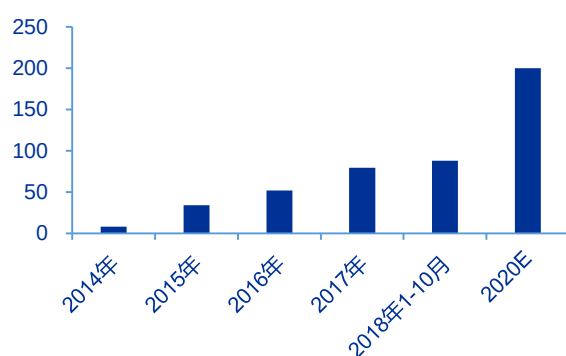
在海外，公司为荷兰客户提供纯电动卡车用磷酸铁锂动力电池包，目前已开始陆续发货；公司在德国及泰国动力电池等项目上取得了不同程度的开发成果。

图 13：新能源汽车动力锂电池业务营收（单位：亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 14：我国新能源汽车产量（单位：万辆）



资料来源：中汽协，申万宏源研究

投资建设 1000 万 kVAh 新能源电池项目，启停电池市场蓄势待发。2016 年公司增发使用 11.6 亿元建设“年产 1000 万 kVAh 新能源电池项目”，主要产品为新能源动力及储能、后备系统用高性能阀控密封铅酸电池（铅炭电池）。目前一期项目 500 万 kVAh 已投产，截至 2018H1 二期项目建设进度完工进度为 57%，为启停电池市场启动做好产能储备。

鉴于国内目前启停系统的低装配率和位居全球首位的新车产销量，在政府法规政策以及消费者自身需求的推动下，我国的启停系统市场将出现爆发式增长。根据高工锂电的预测，2018 年国内启停电池的渗透率将达到 50%，约为 1350 万套；2020 年渗透率将达到 70%，出货量约为 2100 万套，以每套电池均价 700 元测算，产值达到 147 亿元。

规划锂电回收业务布局，打通锂电池全产业链。2017 年 12 月，工信部发布《新能源汽车动力蓄电池回收利用管理暂行办法》征求意见稿，鼓励汽车、电池生产企业、回收拆解企业与综合利用企业共建共用废旧动力蓄电池回收利用网络。2017 年公司出资 1 亿元，设立全资子公司安徽南都华铂新材料科技有限公司，开展锂电池回收及新材料业务，打造原材料—产品制造—运营服务—资源再生—原材料的全封闭产业链。同时，公司与汽车生产厂达成回收协议，南都电源生产的动力电池，将由南都电源负责回收，构筑行业发展新生态。

目前，公司与中南大学等国内知名大学成立技术共同开发小组，进行锂离子电池回收与再利用关键技术的研发与应用，并就锂电回收循环利用技术人才培养等主要领域展开深入的战略合作，完成示范线的设计、建设和产业化运行。公司“车用动力电池高效循环利用系统开发”项目，成功在安徽省省第一批新能源汽车暨智能网联汽车产业技术创新工程中获得立项，根据安徽省政府《支持新能源汽车产业创新发展和推广应用若干政策》，将按照核定投资最高 50% 的比例进行补助，最高不超过 3000 万元。

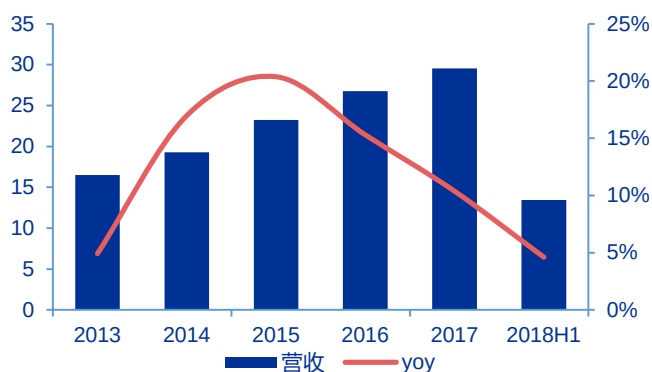
2.3 “5G”与数据中心建设保障通信产品需求

通信电源业务国内龙头，技术水平国际领先。公司在铅酸电池领域的技术水平处于国际领先地位，是中国市场通信电源的主要供应商。除传统铅酸电池外，公司开发国内首创、国际领先的高温节能铅酸电池，主要应用在通讯基站，节能效率达到 80%，可以有效降低基站温控维持成本。

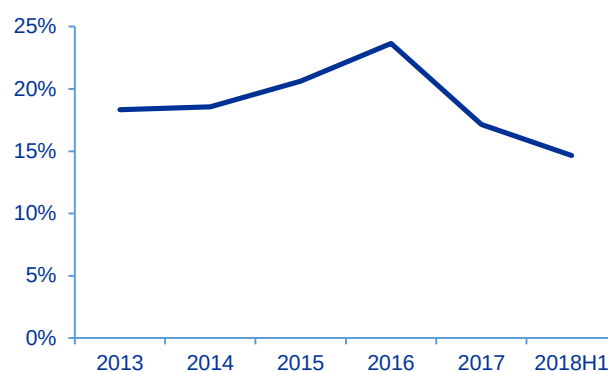
后备电源业务收入稳步增长，毛利率下滑。2017 年公司中标中国移动 2017 至 2018 年度铁塔以外基站用磷酸铁锂电池产品集中采购项目，中标份额为 19.57%，中标金额约 2 亿元；公司在印度市场实现了锂电的大规模销售，中标孟加拉国某通信运营商磷酸铁锂电池采购项目，订单总额超过 4,000 万美元，公司还中标海外多个锂电项目，实现了通信锂电业务的大幅增长。2017 年后备电源业务实现营收 29.56 亿元，同比增长 10.38%。自 2016 年末以来铅价快速上涨并维持在高位导致通信铅酸电池毛利率下降，2017 年后备电源业务实现毛利率 17.14%，同比下降 6.51 个百分点。

图 15：后备电源业务营收及变动（单位：亿元）

图 16：后备电源业务毛利率



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

积极开拓数据中心领域，挖掘后备电源业务新增长点。公司基于领先的数据中心后备电源技术和丰富的实践经验，针对不同领域客户，陆续推出一系列 IDC 用高功率电池系统整体解决方案，并提供涵盖数据中心后备电池方案设计、硬件设备、项目集成等全业务流程服务。2017 年，公司中标阿里巴巴云计算某数据中心、数据港 HB33 及万国数据云计算某数据中心三大项目蓄电池设备采购；此外，公司还中标中国电信云计算内蒙古信息数据中心、上海万国数据中心、中国人民银行总行大楼数据中心改造、北斗三号卫星数据中心等众多大型项目。未来，随着互联网与数据业务的高速发展，数据存储和大数据应用需求大幅增长，以 BAT 等巨头为代表的国内互联网企业数据中心建设投资持续活跃，市场空间巨大。作为数据中心的必需品，数据中心后备电源将迎来更大需求。

5G 商用提速，通信锂电有望迎来景气周期。目前，5G 已经成为全球新一代信息通信技术的主要发展方向，2018 年 7 月工信部和国家发改委发布《扩大和升级信息消费三年行动计划（2018-2020 年）》，要求加快 5G 标准研究、技术试验，推进 5G 规模组网建设及应用示范工程，确保启动 5G 商用。目前 5G 试点基站已落地多个城市，三大运营商有序规划 5G 网络商用，未来有望持续贡献通信锂电增量需求。

表 2：中国移动、中国联通 5G 部署规划

	2017-2018 年	2019 年-2020 年	2020 年后
中国移动	在北京，上海，苏州，广州，宁波五个城市建设小规模 5G 外场实验网；在数个城市建设大约 100 个站点进行规模试验，形成端到端商用产品和预商用网络。	继续扩大试验网规模；在 12 个城市开展九大类的 5G 应用示范，包括医疗、人工智能、交通、教育、工业制造等。	全网 5G 基站将会达到万站规模，从而实现商用产品规模部署。
中国联通	完成 5G 无线/网络/传输/安全/关键技术的研究；验证 5G 预商用样机整体能力及组网方案。	完成中国联通 5G 网络建设方案；在全国各重点城市完成 1000 站以上的 5G 规模部署，推进 5G（试）商用。	完成 5G 外场组网验证。2020 年开始，实现中国联通 5G 移动通信网络的正式商用。

资料来源：公司官网，申万宏源研究

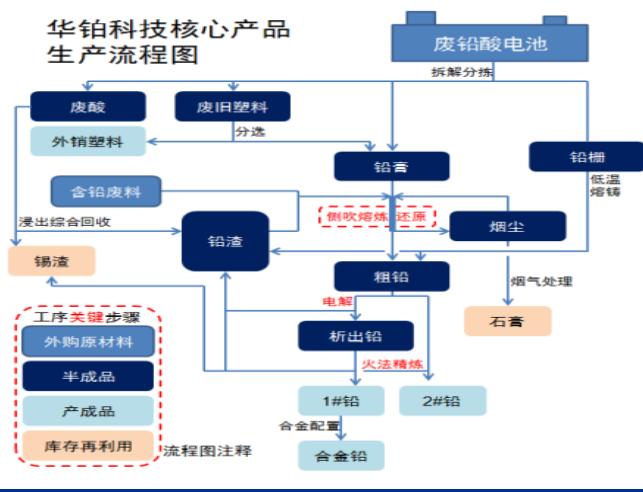
3. 收购华铂科技进军铅回收 二期投产驱动业绩加速

3.1 收购华铂科技进军铅回收 实现产业链整合协同

收购华铂科技 100%股权，切入铅回收领域。2015 年公司以自有资金 3.16 亿元收购上海南都伟峰投资管理有限公司持有的安徽华铂再生资源科技有限公司 51%的股权，切入铅产业链上游；2017 年公司以总对价 19.6 亿元收购华铂科技剩余 49%股权，其中，公司以非公开发行股份方式支付 14.7 亿元，以现金方式支付 4.9 亿元，从而实现对华铂科技的全资控股。

实现铅蓄电池产业链闭环，有望降低原材料采购成本、提升盈利空间。华铂科技从事废电池的拆解、分拣，铅金属的还原、电解提纯及合金冶炼业务，涵盖了再生铅冶炼厂、电解铅冶炼厂、铅精炼厂、合金铅加工厂。公司上游联络各类废电池回收商，下游直接对接各大蓄电池生产厂商。南都电源每年铅及铅制品的需求量占公司整个采购总额的 70%以上，随着公司未来储能市场的拓展及在建产能逐步投放，对铅的需求会不断增加。通过收购华铂科技，公司形成原材料—产品应用—运营服务—资源再生—原材料的全封闭产业链，有望进一步降低公司原材料采购成本，提升盈利能力。

图 17：华铂科技生产流程图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 18：公司形成铅蓄电池产业链闭环



资料来源：公司官网，申万宏源研究

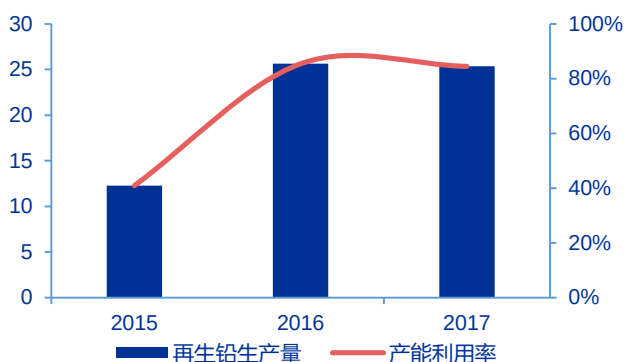
铅回收业务牌照资源稀缺，公司资质齐全，在区位、客户渠道、业务规模及人才技术装备上优势突出。再生铅主要原料废铅酸蓄电池是消费类危险废物，国家对收集、转运、贮存、处理等重要环节都进行了严格规范和审核，从事铅回收行业必须获得《危险废物经营许可证》的经营资质。再生铅业务具有高污染特征，处理量严格受限，牌照资源稀缺，目前华铂科技拥有 100 万吨废电池处理资质，规模居全国前列。华铂科技的业务优势主要体现在区位、渠道及规模方面：

1) 区位优势：华铂科技位于安徽、河南的交界处，周边地区电动自行车保有量较大，废旧电瓶资源量充足，且公司地处国家“城市矿产基地”——安徽界首市田营循环经济工业区内，属于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，可承接外省需求。

2) 渠道及客户优势：公司的经营团队一直在田营循环经济产业园从事再生铅产业的回收、生产、销售业务，在全国拥有完善的回收及销售网络，公司把控渠道，减少中间倒卖环节，有效控制成本；另外公司已与下游铅酸蓄电池行业的三大龙头企业均建立并维持良好的业务合作关系，积累了广泛的资源，品牌认可度较高，业务关系稳定且可持续。

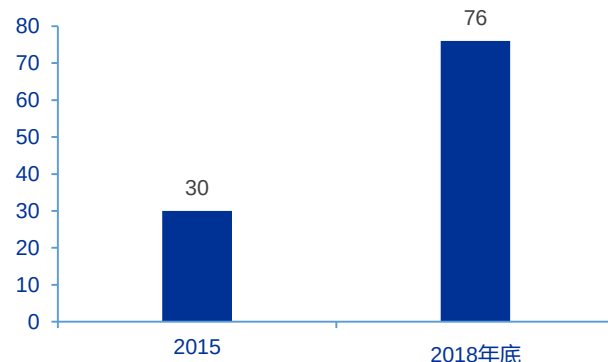
3) 规模优势：2015年1月华铂一期项目开始投入生产，该项目再生铅产能为30万吨。2017年华铂科技再生铅产量为25.34万吨，产能利用率达84.47%。在全国再生铅市场中，公司的市占率约10%，具备规模优势。2018年10月，华铂二期投产，新增年处理废旧铅酸蓄电池60万吨，公司整体再生铅产能将超过70万吨，产能翻倍以上增长。

图 19：华铂科技再生铅产量及产能利用率（单位：万吨）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 20：华铂科技再生铅产能（单位：万吨/年）



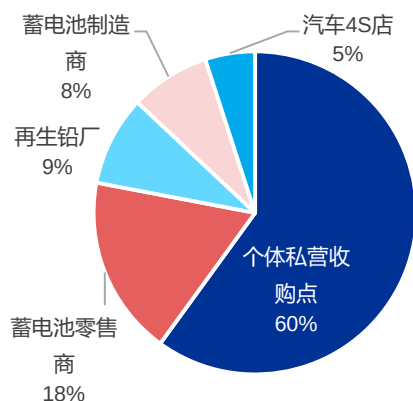
资料来源：公司公告，申万宏源研究

4) 人才、技术及装备优势：华铂科技及其核心团队长期专注于再生铅行业，从事再生铅业务多年。公司已投产的一期项目设备均采用当时国际领先工艺，铅回收率大幅超过行业平均水平；即将投产的二期项目在一期的基础上增加了生产废料综合回收利用技术，将进一步提高公司的盈利能力。

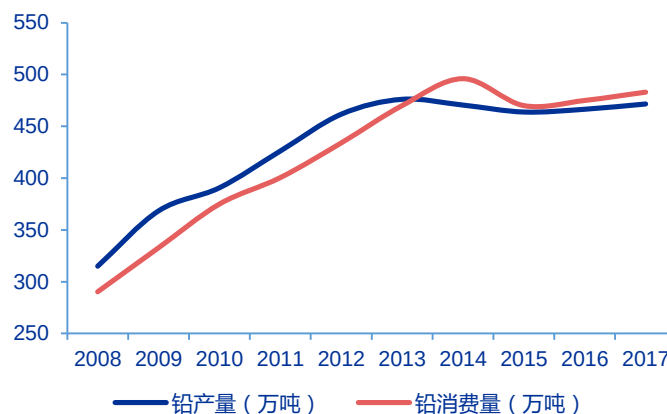
3.2 环保趋严行业格局重塑 再生铅盈利能力提升明显

环保整治小作坊式企业，再生铅行业行业格局向好。但长期以来，在废旧铅酸电池收购市场，受限于正规服务商和持证回收商网点覆盖较少、回收成本较高等因素，60%以上的废铅流向没有回收资质的废品回收站；在废铅酸电池处置市场，进行违法冶炼的作坊不受环保指标限制，工艺简单、成本低，一度形成40%为合法企业，60%为违法冶炼企业的市场格局。随着《再生铅行业规范条件》的出台，处理规模10万吨以上的准入要求将再生

铅行业进入门槛进一步提高，95%以上的无资质的非法小作坊全线关闭，再生铅产能严格收紧；另外，经过多次环保核查专项行动，“三无”冶炼厂被大面积关停。山东省、河南省95%的非法铅冶炼厂被取缔。再生铅产业集中度明显提高，先进产能利用率有所提升。

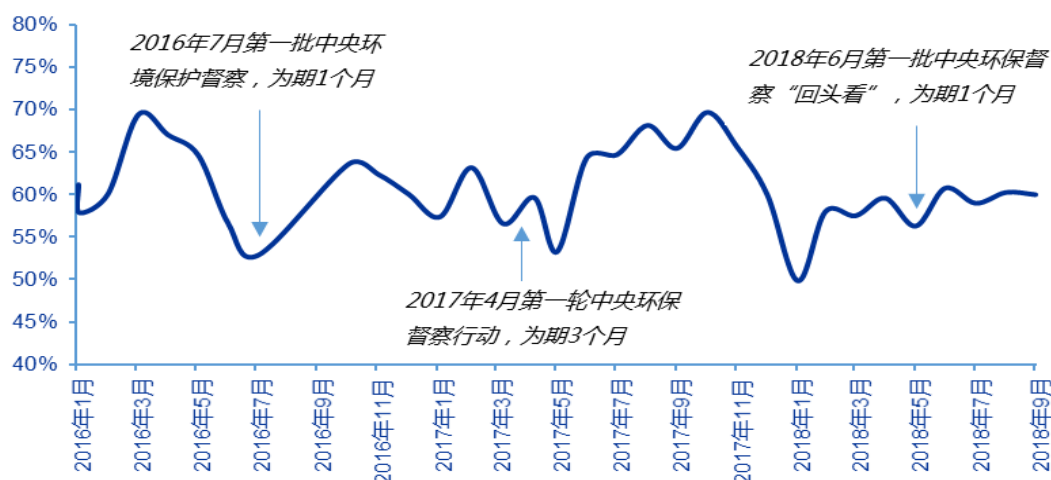
图 21：我国废铅酸蓄电池回收渠道现状

资料来源：CMRA，申万宏源研究

图 22：我国历年铅产量和消费量的情况

资料来源：Wind，申万宏源研究

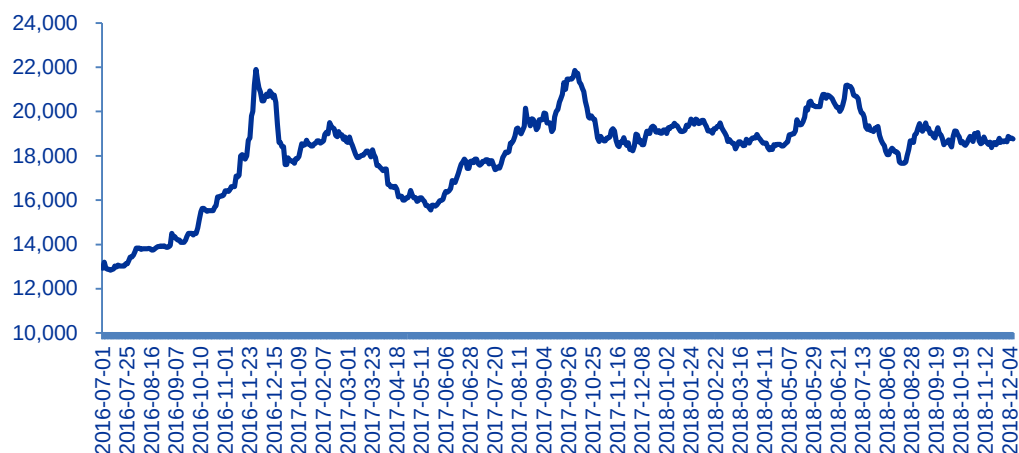
环保力度持续加大，供给侧改革导致原生铅产能收缩。2016年4月，国家环境保护部提出“去产能、降成本、补短板”三项重点任务，要求加大环境监管力度，积极推进违法违规建设项目的清理整顿，加快取缔“十小”等严重污染企业。2016年下半年以来，中央环保督察组组织多轮环保督查。原生铅方面，河南省、云南省各个陈旧铅冶炼厂全面关停，云南部分小型铅矿山也受影响暂时关停。根据有色资讯网（SMM）数据，督查期间全国原生铅开工率下行明显，目前全国主要原生铅厂开工率仅维持在60%左右。

图 23：国内原生铅工厂开工率

资料来源：SMM，申万宏源研究

供需偏紧，铅价维持高位。据国家统计局数据，2017 年中国铅产量达到 471.6 万吨，消费量达到 483 万吨，供需偏紧支撑铅价维持高位。自 2017 年下半年以来，我国铅价经历大幅上涨后，目前保持在 18770 元/吨的较高水平。

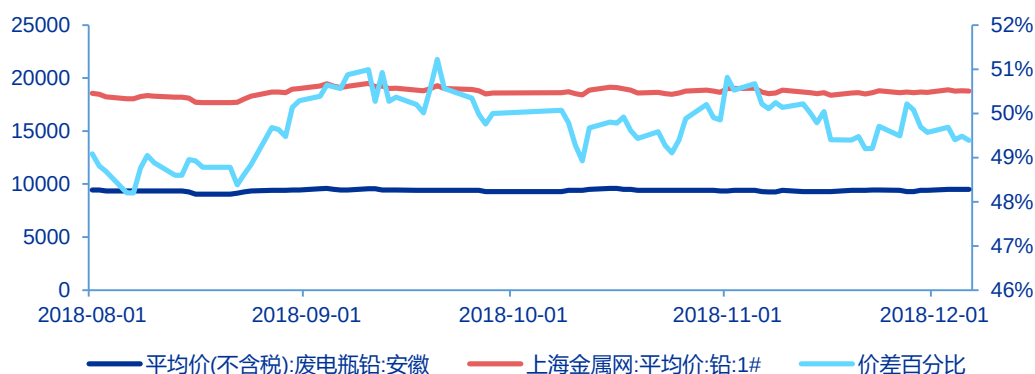
图 24：1#铅价格维持高位（单位：元/吨）



资料来源：Wind，申万宏源研究

回收价差维持较高水平，回收利用环节盈利向好。上海有色金属网数据，12 月 6 日 1 号铅均价 18770 元，安徽地区废电瓶铅价格 9500 元，平均价差 49.39%，维持在较高水平，原因在于回收冶炼企业大幅减少，大型正规回收企业对废电池回收商溢价能力增强。铅价维持高位，加工企业受益来自两方面，一方面 30% 增值税即征即退税基增加，带动退税额增加；另一方面成品铅售价涨幅高于废电池回收价涨幅，利润空间进一步拉大。

图 25：成品铅、废品铅价差情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind，申万宏源研究

生产责任制推动行业重构，铅回收主体向下游生产商转移。2016 年底国务院发布《生产者责任延伸制度推行方案》，强调铅酸蓄电池生产企业对产品的全生命周期责任。2017

年，超威集团与上海鑫云贵金属再生有限公司、上海有色网成立铅蓄电池生产者责任延伸上海示范区，利用全国 30 万个铅蓄电池销售终端完善铅回收渠道。骆驼集团依靠全国超 1000 家签约经销商及超 50000 家零售商搭建全国性回收大网络。电池生产企业在废电池回收网络搭建上有先天优势，可以依靠现有销售网络在消费末端以逆向物流方式回收废旧电池。同时在回收形式上也有更多的选项，可以采取“以旧换新”等方式提高回收率。

图 26：电池企业废旧电池处理产能布局



资料来源：各公司公告、官网，申万宏源研究

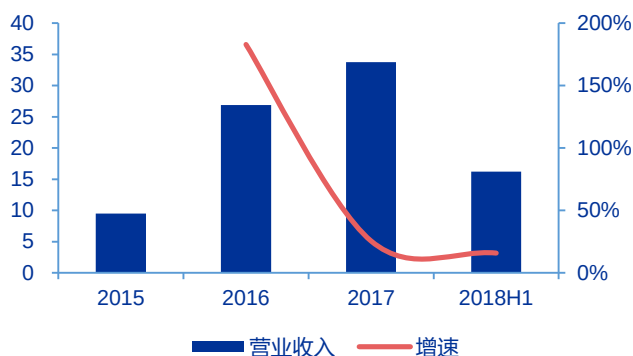
除废电池回收网络外，各大电池生产厂家也开始废旧电池处理及再生铅产能布局：天能电池规划建立了华东、华北两个旧电池回收基地，2017 年底达成 40 万吨/年的处理产能；南都电源子公司华铂科技现具备 43 万吨废旧电池处理能力及 30 万吨再生铅产能，并规划在 2018 年新增 60 万吨处理能力及 46 万吨再生铅产能；骆驼股份现已规划 50 万吨废旧电池处理产能。铅蓄电池生产商进行铅蓄电池-铅回收-再生铅的闭循环产业链布局，能够有效提高铅使用率，减少铅污染，降低生产成本，通过废旧电池回收及再生铅生产业务创造新的盈利点。我们认为环保趋严趋势不可逆，未来随着再生铅产能逐渐投放，替代小作坊与原生铅产能，规模化再生铅渗透率会继续提升，我们认为未来两年铅价有望维持在 1.6-1.8 万元区间。

3.3 华铂二期顺利投产 业绩进入加速通道

华铂二期项目顺利投产,新增年处理废旧铅蓄电池 60 万吨、再生铅 46 万吨产能。2018 年 10 月 24 日,华铂科技投资建设的废旧铅蓄电池高效绿色处理暨综合回收再利用示范项目(华铂二期)顺利投产,该项目是全球规模最大、生产效率及环保及安全水平最高的废旧铅蓄电池绿色处理及综合回收项目。项目完成后,华铂科技将新增年处理废旧铅蓄电池 60 万吨的产能及约 46 万吨再生铅产能,公司的废旧铅蓄电池的总处理能力超过 100 万吨,再生铅的总处理能力超过 70 万吨,成为全球最大的铅资源再生工厂。

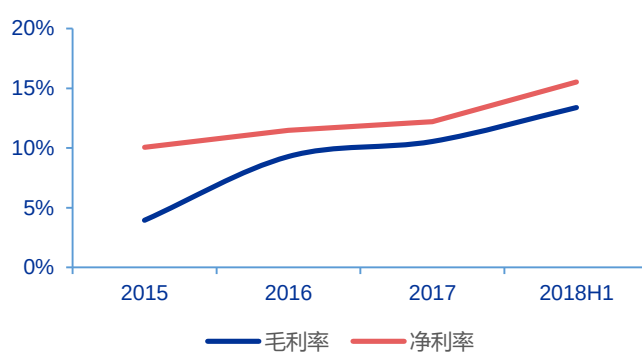
产能扩张驱动毛利、政府补助双重受益,公司业绩爆发可期。2015 年 1 月华铂一期投产以来,伴随着项目逐步达产及铅价上涨,公司的资源再生业务毛利率稳步提升,2018H1 达 13.39%。

图 27：华铂科技收入增长情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

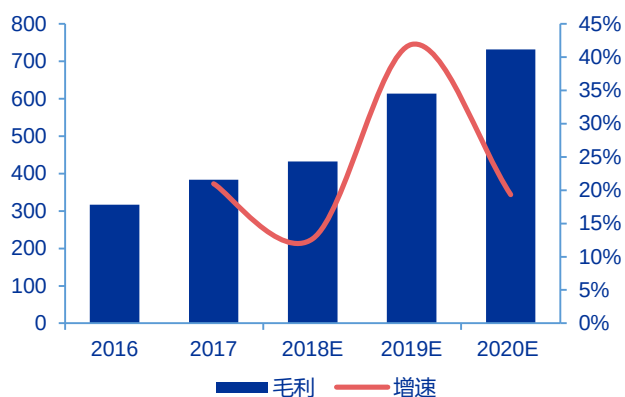
图 28：华铂科技毛利率和净利率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

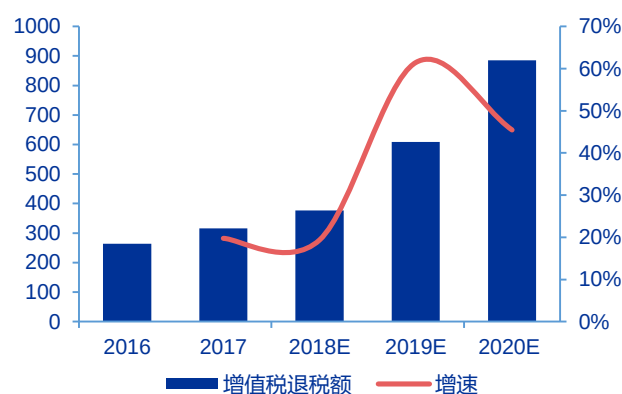
公司每年收到的增值税退税等政府补助构成利润重要组成部分。由于废电池采购来自个人端不开发票，采购端无增值税抵扣，自 2015 年 7 月 1 日起，华铂科技以废旧电池及其拆解物为原料生产的铅及合金铅享受国家给予的增值税即征即退 30% 的政策。

图 29：华铂科技毛利预测（单位：百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 30：华铂科技增值税退税预测（单位：百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

华铂科技承诺 2015-2016 年公司净利润分别不低于 1.2 亿、2.3 亿元，2017-2019 年的扣非归母净利润承诺分别为 4 亿、5.5 亿和 7 亿元。2015-2017 年华铂科技当年实际净利润分别为 1.15 亿、3.79 亿和 5.11 元，伴随着一期项目达产，2016、2017 年均超额完成业绩承诺。当前华铂二期项目已顺利投产，目前铅供需偏紧支撑铅价维持高位，未来业绩超预期是大概率事件。

4.盈利预测与估值

再生铅产品受益环保趋严的不可逆形势，铅处理产能与再生铅供给短中期会持续偏紧，铅价有望维持 16000 元/吨以上相对高位。华铂二期完全投产后产能翻倍以上增长，但由于铅回收牌照稀缺，行业扩产有序，华铂维持 90%以上的产能利用率是大概率事件。盈利端，由于废旧蓄电池回收价格与再生铅现货价格以“计价系数”形式挂钩，回收加工毛利空间稳定。

表 3：再生铅业务盈利测算

年份	2016	2017	2018E	2019E	2020E
实际有效产能（万吨）	30.24	30.24	30.24	55.44	80.64
产能利用率	84.7%	92.6%	90.0%	85%	85%
销量（万吨）	25.62	28.00	27.22	47.12	68.54
含税价格（元/吨）	15060.0	16500.0	18500.0	16650.0	16650.0
营业收入（百万元）	3297.8	3948.7	4340.5	6763.9	9838.4
计价系数		0.55	0.55	0.54	0.55
营业成本（百万元）	2980.77	3565.22	3917.66	6019.81	8873.18
期间费用（百万元）	130.3	150.1	164.9	338.2	373.9
税前利润（百万元）	186.7	233.4	257.9	405.9	591.4
增值税即征即退-国家 30%	158.29	189.54	221.36	344.96	501.76

资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

阀控密封电池属于公司传统业务，主要包括通信备用电源、电动自行车与储能项目，受益储能与 5G 基站需求，未来三年内复合增速预计在 10%左右，毛利率稳定在当前水平附近；

锂电产品方面，公司目前主要下游来自自行车、储能、与通信领域，渠道与传统铅酸电池形成协同，目前体量较小，预计复合增速在 30%左右；

表 4：主营业务收入与毛利率预测

单位：百万元	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5153	7141	8637	10788	14228	18028
阀控密封电池产品	3903	3971	4721	5193	5712	5998
再生铅产品	951	2690	3378	4340	6764	9838

锂电产品	299	480	504	655	852	1022
毛利率 (%)	15.1%	17.6%	14.7%	13.8%	13.8%	13.1%
阀控密封电池产品	17.4%	22.9%	17.5%	15.7%	15.0%	15.5%
再生铅产品	4.0%	9.3%	10.6%	9.7%	11.0%	9.8%
锂电产品	20.8%	21.3%	15.7%	16.2%	16.7%	17.2%

资料来源：Wind, 申万宏源研究

华铂二期投产后公司铅回收产业盈利能力大幅提升, 2019 年再次进入业绩加速增长期。我们下调 2018 年盈利预测, 上调 2019、2020 年盈利预测, 预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 107.9 亿、142.3 亿和 180.3 亿, 归属于母公司所有者的净利润为 5.67 亿、9.50 亿和 14.48 亿 (调整前为 7.65 亿、8.39 亿和 9.13 亿), 对应 EPS 为 0.65 元、1.08 元、1.65 元 (调整前为 0.87 元、0.96 元、1.04 元)。

传统的铅酸电池行业, 可比公司估值主要有 A 股的骆驼股份和港股的天能动力、超威动力。由于铅酸销售业务仍占可比公司业务的主导地位, 行业增速低、利润率低导致公司估值受压制, 平均 PE 水平在 19 年 8 倍。由于公司利润 80% 以上将来自回收产业, 给与资源回收行业平均估值 2019 年 18 倍 PE, 对应目标 19.62 元, 相对现价股价有 47% 上涨空间, 上调至 “买入” 评级。

表 5：重点推荐公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
		2018/12/6		2017 A	2018 E	2019 E	2020 E	2017 A	2018 E	2019 E	2020 E
601311.SH	骆驼股份	9.85	84	0.57	0.73	0.87	1.10	17	14	11	9
0819.HK	天能动力	6.66	75	1.05	1.20	1.44	1.70	6	6	5	4
0951.HK	超威动力	3.53	39	0.41	0.41	0.48	0.00	9	9	7	-
铅酸电池行业平均									9	8	
002340.SZ	格林美	4.15	172	0.16	0.21	0.27	0.34	26	20	15	12
002741.SZ	光华科技	17.39	65	0.25	0.49	0.76	1.10	70	35	23	16
002672.SZ	东江环保	11.73	104	0.55	0.62	0.77	0.93	21	19	15	-
资源回收行业平均									25	18	
300068.SZ	南都电源	13.33	117	0.47	0.65	1.08	1.66	28	21	12	8

资料来源：Wind, 申万宏源研究 (粗体为申万宏源研究预测, 其他为 Wind 一致预测)

表 6：利润表 (单位：百万元)

科目	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
一、营业收入	5153	7141	8637	10788	14228	18028
二、营业总成本	5039	6850	8510	10565	13794	17349

其中：营业成本	4375	5882	7364	9294	12260	15665
营业税金及附加	39	208	262	324	427	541
销售费用	287	369	427	481	597	548
管理费用	231	287	338	342	431	499
财务费用	72	78	120	111	64	82
资产减值损失	35	26	(1)	13	16	15
加：公允价值变动收益	3	0	0	0	0	0
投资收益	(4)	(7)	(0)	(9)	(9)	(8)
三、营业利润	113	285	412	214	425	670
加：营业外收入	207	235	11	369	575	836
减：营业外支出	11	10	6	15	18	14
四、利润总额	308	510	418	568	982	1493
减：所得税	29	33	(1)	(9)	20	32
五、净利润	279	477	419	577	962	1461
少数股东损益	76	148	38	10	12	13
归属于母公司所有者的净利润	203	329	381	567	950	1448
六、基本每股收益	0.23	0.38	0.43	0.65	1.08	1.65
全面摊薄每股收益	0.23	0.38	0.43	0.65	1.08	1.65

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 7：资产负债表（单位：百万元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	971	1587	1324	2261	1484	1382
交易性金融资产	0	0	0	0	0	0
经营性应收款项	2029	2540	2382	2662	2953	3221
其中：应收账款	1783	2267	2018	2278	2550	2808
其他应收款	58	88	59	64	67	59
应收票据、预付款项	188	185	305	321	337	353
应收利息	0	0	0	0	0	0
应收股利	0	0	0	0	0	0
存货	1199	2102	2738	2904	3065	3133
其他流动资产	182	130	238	183	184	202
流动资产合计：	4381	6359	6682	8010	7686	7937
可供出售金融资产	20	11	11	11	11	11
持有至到期投资	0	0	0	0	0	0
长期应收款	0	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	38	413	413	413	413
投资性房地产	0	0	0	0	0	0
固定资产	1524	1628	2176	2888	3320	3491
在建工程	277	414	597	597	797	697
无形资产类	623	611	671	673	678	681
其中：无形资产	236	223	283	285	290	293

商誉	388	388	388	388	388	388
开发支出	0	0	0	0	0	0
长期待摊费用	13	25	28	28	28	28
递延所得税资产	33	35	30	30	30	30
其他非流动资产	61	69	287	287	287	287
非流动资产合计：	2551	2830	4212	4926	5563	5638
资产总计	6932	9189	10894	12936	13249	13575
短期借款	2025	750	1418	2378	1467	0
其中：短期借款	1877	650	1418	2378	1467	0
一年内到期的非流动负债	148	100	0	0	0	0
交易性金融负债	0	0	0	0	0	0
经营性应付款项	1062	1623	1918	2324	2452	2611
其中：应付票据	270	530	561			
应付账款	634	886	1098			
预收款项	32	60	130			
应付职工薪酬	37	46	51			
应交税费	89	101	77			
应付利息	4	11	22	22	22	22
应付股利	0	0	0	0	0	0
其他应付款	276	30	69			
其他流动负债	29	40	33	33	33	33
流动负债合计：	3396	2454	3460	4826	4043	2735
长期借款	100	15	300	400	533	706
应付债券	0	298	894	894	894	894
其他非流动负债	76	73	76	75	74	75
其中：长期应付款	0	0	0			
专项应付款	0	0	0			
预计负债	0	0	0			
其它非流动负债	76	73	76			
递延所得税负债	0	0	0	0	0	0
非流动负债合计	176	386	1270	1369	1502	1675
负债合计	3572	2840	4730	6195	5545	4410
股本	605	787	874	874	874	874
资本公积	1707	4047	3914	3914	3914	3914
减：库存股	0	0	2	2	2	2
盈余公积	91	104	104	104	104	104
未分配利润	641	958	1182	1748	2698	4146
归属于母公司所有者权益合计	3043	5896	6071	6638	7588	9036
少数股东权益	317	454	93	103	115	129
股东权益合计	3360	6350	6165	6741	7704	9165
负债和股东权益总计	6932	9189	10894	12936	13249	13575

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 8：现金流量表（单位：百万元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	279	477	419	577	962	1461
加：计提的资产减值准备	35	26	(1)	13	16	15
固定资产折旧	134	161	188	288	368	428
无形资产摊销	14	15	16	0	0	0
长期待摊费用摊销	5	5	8	0	0	0
公允价值变动损失（收益以“—”号列示）	(3)	0	0	0	0	0
财务费用（收益以“—”号列示）	73	81	134	111	64	82
投资损失（收益以“—”号列示）	4	7	0	9	9	8
递延所得税资产减少（增加以“—”列示）	(17)	(2)	4	0	0	0
递延所得税负债增加（减少以“—”列示）	0	0	0	0	0	0
存货的减少（增加以“—”列示）	(136)	(902)	(637)	(166)	(160)	(68)
经营性应收项目的减少（增加以“—”列示）	(676)	(378)	(80)	(292)	(308)	(283)
经营性应付项目的增加（减少以“—”列示）	327	508	251	406	128	159
其它				55	(0)	(18)
经营活动产生的现金流量净额	42	5	304	1000	1079	1785
收回投资所收到的现金	15	0	0	0	0	0
取得投资收益收到的现金	0	0	0	(9)	(9)	(8)
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额	0	1	11	0	0	0
投资活动现金流入小计	15	17	11	(9)	(9)	(8)
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	562	419	1175	1002	1005	503
投资所支付的现金	15	35	332	0	0	0
投资活动现金流出小计	888	483	1507	1002	1005	503
投资活动产生的现金流量净额	(873)	(466)	(1496)	(1011)	(1014)	(511)
吸收投资收到的现金	0	2499	48	0	0	0
取得借款收到的现金	1920	843	3568	1060	(777)	(1295)
收到其它与筹资活动有关的现金	113	44	20	(1)	(0)	1
筹资活动现金流入小计	2032	3683	4231	1059	(778)	(1294)
偿还债务支付的现金	923	2203	2615	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	99	104	256	111	64	82
支付的其它与筹资活动有关的现金	66	293	517	0	0	0
筹资活动现金流出小计	1089	2600	3389	111	64	82
筹资活动产生的现金流量净额	943	1083	842	948	(842)	(1376)

现金及现金等价物净增加额	121	641	(379)	937	(777)	(102)
货币资金的期初余额	722	843	1484	1324	2261	1484
货币资金的期末余额	843	1484	1106	2261	1484	1382

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhyse.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhyse.com
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	chenxuehong@swhyse.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等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人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。