

# 圣阳股份 (002580.SZ) 动力电池行业

评级：买入 维持评级

公司点评

市场价格 (人民币): 16.46 元

目标价格 (人民币): 26.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	169.28
总市值(百万元)	3,675.12
年内股价最高最低(元)	28.91/10.09
沪深 300 指数	3216.28
深证成指	10445.69



## 相关报告

- 《盈利弹性加速释放，整装待发储能市场-圣阳股份业绩点评》，2015.10.23
- 《盈利弹性逐步释放，储能业务爆发在即-圣阳股份半年报点评》，2015.7.31
- 《业绩反转确立的储能“杀手级产品”供应商-圣阳股份公司研究》，2015.4.27

姚遥 分析师 SAC 执业编号: S1130512080001  
(8621)60230214  
yaoy@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)60230213  
zhangshuai@gjzq.com.cn

## 铅酸行业持续复苏，储能业务量价齐升

### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.179	0.151	0.299	0.517	0.787
每股净资产(元)	7.61	5.07	5.37	5.75	6.54
每股经营性现金流(元)	1.04	0.18	0.69	-0.01	-0.10
市盈率(倍)	96.33	132.24	55.08	31.84	20.92
行业优化市盈率(倍)	48.26	124.27	115.40	115.40	115.40
净利润增长率(%)	5.51%	69.65%	102.80%	72.96%	52.20%
净资产收益率(%)	2.36%	2.91%	5.57%	8.98%	12.03%
总股本(百万股)	108.12	217.55	223.28	223.28	223.28

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 公司 2015 年实现收入 13.8 亿元，同比增长 11%，净利润 3290 万元，同比增长 70%，其中扣非净利润 2286 万元，同比增长 137%，符合市场预期。

### 经营分析

- 新能源储能业务量价齐升，奠定公司核心业务板块地位：**公司年报中最大的亮点莫过于“新能源及应急储能用电池”业务收入和毛利率的同比大幅增长，其中收入同比增长 22%，毛利率同比提升近 10 个百分点至 20.25%，创下该项业务板块毛利率的历史新高。且 2015 年储能业务板块的收入和毛利均占到公司总数的近半，一举超越“通信备用电池”业务，成为公司收入和利润贡献的最大来源。
- 铅炭电池初步完成市场验证，进入量产交付阶段，开始推升公司盈利能力：**公司 2014 年下半年开始与日本古河公司合作生产高性能铅炭电池产品，经过近一年的研发、试产、市场推广，其产品可靠性及性价比优势已经初步获得市场验证，目前已进入量产，并开始交付国内外客户订单。铅炭电池作为公司参与国内外储能市场竞争的强有力武器，随着出货量的提升，有望继续推升公司储能业务板块的收入增速和毛利率水平。
- 铅酸电池行业景气持续复苏，盈利弹性加速释放：**国家对铅酸电池行业的环保整治在 2015 年完成，行业准入名单确立（公司是第一批入围企业），此前企业之间为抢夺市场份额而持续多年的价格战终告结束，产品价格较 2014 年小幅回升。公司净利率水平也在 2014 年触底后，2015 年小幅回升 1 个百分点至 2.4%，我们预计在行业景气持续复苏、以及公司自身的收入持续增长和产品结构升级带动下，净利率有望继续上行，盈利弹性将加速释放。
- 参与电网调峰辅助服务将加速商业化储能市场启动：**近期国家能源局监管司起草政策文件拟鼓励电储能设备参与电网调峰辅助服务（详见我们 3 月 17 日点评报告），我们认为该政策若能出台，将大幅提高储能项目的预期收益率，加速新能源发电配套、用户侧削峰填谷等商业化储能应用市场的启动。

### 盈利调整及投资建议

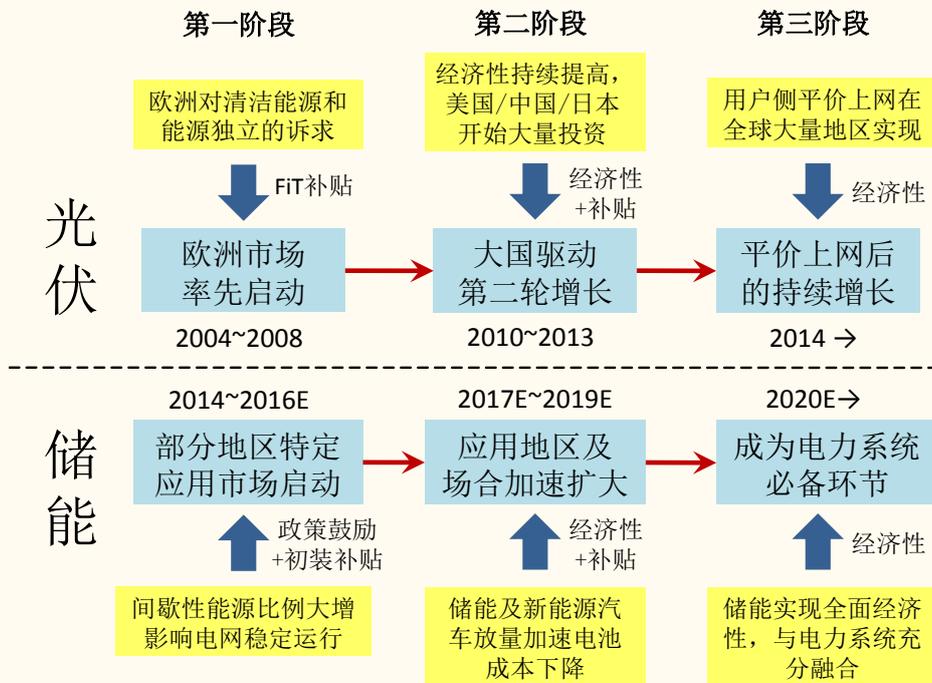
- 我们预测公司 2016~2018E 年 EPS 分别为 0.30, 0.52, 0.79 元，三年净利润符合增速 75%。
- 我们继续看好储能市场在政策催化、成本下降、电改推进及能源互联网建设的合力作用下呈现爆发式增长，并看好公司凭借业务布局和产品优势成为储能产品及系统的核心供应商，维持“买入”评级，目标价 26 元。

图表 1: 分项目收入预测

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>新能源及应急储能用电池</b>						
收入 (百万元)	471	532	647	897	1291	1918
YoY	-15%	13%	22%	39%	44%	49%
储能产品综合毛利率	18.71%	10.65%	20.25%	21.51%	21.90%	21.85%
收入占比	47%	43%	47%	53%	59%	66%
毛利占比	49%	26%	48%	55%	61%	68%
<b>通信备用电池</b>						
收入 (百万元)	290	538	557	606	660	719
YoY	-19%	86%	3%	9%	9%	9%
毛利率	22.50%	22.55%	19.62%	20.00%	20.00%	20.00%
收入占比	29%	44%	40%	36%	30%	25%
毛利占比	36%	55%	40%	34%	29%	23%
<b>动力用电池</b>						
收入 (百万元)	169	95	94	107	132	164
YoY	-33%	-44%	-1%	14%	24%	24%
毛利率	7.73%	27.61%	24.36%	24.50%	25.00%	25.00%
收入占比	17%	8%	7%	6%	6%	6%
毛利占比	7%	12%	8%	7%	7%	7%
<b>收入合计</b>	<b>1,009</b>	<b>1,234</b>	<b>1,380</b>	<b>1,701</b>	<b>2,183</b>	<b>2,910</b>
<b>YoY</b>	<b>-14%</b>	<b>22%</b>	<b>12%</b>	<b>23%</b>	<b>28%</b>	<b>33%</b>
<b>成本合计</b>	<b>829</b>	<b>1,013</b>	<b>1,106</b>	<b>1,348</b>	<b>1,721</b>	<b>2,291</b>
<b>毛利合计</b>	<b>180</b>	<b>221</b>	<b>274</b>	<b>353</b>	<b>462</b>	<b>619</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>17.83%</b>	<b>17.91%</b>	<b>19.87%</b>	<b>20.76%</b>	<b>21.16%</b>	<b>21.27%</b>

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 2: 储能市场发展预测及与光伏行业发展路径对比



来源: 国金证券研究所

**图表 3: 三张报表摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,018</b>	<b>1,246</b>	<b>1,380</b>	<b>1,701</b>	<b>2,183</b>	<b>2,910</b>	货币资金	148	195	283	280	255	327
增长率		22.4%	10.7%	23.3%	28.3%	33.3%	应收款项	535	568	642	726	927	1,236
<b>主营业务成本</b>	<b>-838</b>	<b>-1,023</b>	<b>-1,105</b>	<b>-1,348</b>	<b>-1,721</b>	<b>-2,291</b>	存货	236	249	195	277	354	471
% 销售收入	<b>82.3%</b>	<b>82.1%</b>	<b>80.1%</b>	<b>79.2%</b>	<b>78.8%</b>	<b>78.7%</b>	其他流动资产	20	13	143	22	28	36
<b>毛利</b>	<b>180</b>	<b>223</b>	<b>274</b>	<b>353</b>	<b>462</b>	<b>619</b>	流动资产	939	1,024	1,263	1,305	1,564	2,071
% 销售收入	<b>17.7%</b>	<b>17.9%</b>	<b>19.9%</b>	<b>20.8%</b>	<b>21.2%</b>	<b>21.3%</b>	% 总资产	<b>63.3%</b>	<b>64.6%</b>	<b>70.0%</b>	<b>70.2%</b>	<b>73.6%</b>	<b>78.8%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2</b>	<b>-5</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>	<b>-11</b>	<b>-15</b>	长期投资	2	11	21	22	21	21
% 销售收入	<b>0.2%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	固定资产	478	466	441	461	466	457
<b>营业费用</b>	<b>-86</b>	<b>-99</b>	<b>-113</b>	<b>-136</b>	<b>-170</b>	<b>-218</b>	% 总资产	<b>32.2%</b>	<b>29.4%</b>	<b>24.4%</b>	<b>24.8%</b>	<b>21.9%</b>	<b>17.4%</b>
% 销售收入	<b>8.5%</b>	<b>7.9%</b>	<b>8.2%</b>	<b>8.0%</b>	<b>7.8%</b>	<b>7.5%</b>	无形资产	59	67	65	69	73	76
<b>管理费用</b>	<b>-72</b>	<b>-77</b>	<b>-102</b>	<b>-121</b>	<b>-142</b>	<b>-175</b>	非流动资产	545	562	542	554	562	556
% 销售收入	<b>7.1%</b>	<b>6.2%</b>	<b>7.4%</b>	<b>7.1%</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.0%</b>	% 总资产	<b>36.7%</b>	<b>35.4%</b>	<b>30.0%</b>	<b>29.8%</b>	<b>26.4%</b>	<b>21.2%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>19</b>	<b>42</b>	<b>51</b>	<b>88</b>	<b>139</b>	<b>212</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,484</b>	<b>1,587</b>	<b>1,805</b>	<b>1,859</b>	<b>2,126</b>	<b>2,627</b>
% 销售收入	<b>1.9%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.7%</b>	<b>5.2%</b>	<b>6.4%</b>	<b>7.3%</b>	短期借款	40	187	129	94	155	298
<b>财务费用</b>	<b>-15</b>	<b>-24</b>	<b>-12</b>	<b>-10</b>	<b>-13</b>	<b>-17</b>	应付款项	258	329	308	401	512	682
% 销售收入	<b>1.5%</b>	<b>1.9%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.6%</b>	其他流动负债	12	25	44	30	39	52
<b>资产减值损失</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-19</b>	<b>-16</b>	<b>-9</b>	<b>-8</b>	流动负债	310	541	482	526	706	1,031
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	340	184	135	135	135	135
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	其他长期负债	21	38	57	0	0	0
% 税前利润	<b>0.5%</b>	<b>0.0%</b>	<b>14.7%</b>	<b>6.6%</b>	<b>3.8%</b>	<b>2.5%</b>	<b>负债</b>	<b>671</b>	<b>763</b>	<b>673</b>	<b>661</b>	<b>841</b>	<b>1,166</b>
<b>营业利润</b>	<b>-3</b>	<b>10</b>	<b>26</b>	<b>66</b>	<b>122</b>	<b>191</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>813</b>	<b>823</b>	<b>1,132</b>	<b>1,198</b>	<b>1,285</b>	<b>1,460</b>
营业利润率	<i>n.a.</i>	0.8%	1.9%	3.9%	5.6%	6.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>25</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,484</b>	<b>1,587</b>	<b>1,805</b>	<b>1,859</b>	<b>2,126</b>	<b>2,627</b>
<b>税前利润</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	<b>37</b>	<b>76</b>	<b>132</b>	<b>201</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	2.2%	1.7%	2.7%	4.5%	6.0%	6.9%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>所得税</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	<b>-5</b>	<b>-10</b>	<b>-16</b>	<b>-25</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	18.1%	8.6%	12.1%	12.5%	12.5%	12.5%	每股收益	0.168	0.179	0.151	0.299	0.517	0.787
<b>净利润</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>33</b>	<b>67</b>	<b>115</b>	<b>176</b>	每股净资产	7.444	7.615	5.068	5.367	5.754	6.540
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	-0.747	1.039	0.181	0.689	-0.014	-0.097
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>33</b>	<b>67</b>	<b>115</b>	<b>176</b>	每股股利	0.000	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	1.8%	1.6%	2.4%	3.9%	5.3%	6.0%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	2.26%	2.36%	2.91%	5.57%	8.98%	12.03%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	1.24%	1.22%	1.82%	3.59%	5.43%	6.69%
净利润	18	19	33	67	115	176	投入资本收益率	1.32%	3.19%	3.22%	5.38%	7.71%	9.78%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	33	50	63	58	55	59	主营业务收入增长率	-14.60%	22.44%	10.72%	23.27%	28.35%	33.30%
非经营收益	22	23	11	10	-1	4	EBIT增长率	-73.95%	116.41%	22.81%	71.45%	58.15%	52.52%
营运资金变动	-156	20	-66	19	-173	-260	净利润增长率	-65.20%	5.51%	69.65%	102.80%	72.96%	52.20%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-82</b>	<b>112</b>	<b>40</b>	<b>154</b>	<b>-3</b>	<b>-22</b>	总资产增长率	11.86%	6.88%	13.76%	3.00%	14.34%	23.57%
资本开支	-93	-42	-38	-57	-44	-35	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	0	-10	-1	0	0	应收账款周转天数	139.2	131.8	144.6	140.0	140.0	140.0
其他	0	0	-110	5	5	5	存货周转天数	89.3	86.6	73.3	75.0	75.0	75.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-93</b>	<b>-42</b>	<b>-158</b>	<b>-53</b>	<b>-39</b>	<b>-30</b>	应付账款周转天数	73.4	81.6	77.3	80.0	80.0	80.0
股权筹资	2	0	300	0	-29	0	固定资产周转天数	156.4	134.3	112.3	93.2	73.4	55.2
债权筹资	122	-9	-107	-92	61	143	<b>偿债能力</b>						
其他	-33	-12	-14	-12	-14	-19	净负债/股东权益	28.50%	21.39%	-1.61%	-4.25%	2.70%	7.21%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>90</b>	<b>-20</b>	<b>180</b>	<b>-103</b>	<b>17</b>	<b>124</b>	EBIT利息保障倍数	1.3	1.7	4.2	8.6	10.6	12.1
<b>现金净流量</b>	<b>-84</b>	<b>50</b>	<b>62</b>	<b>-2</b>	<b>-25</b>	<b>72</b>	资产负债率	45.22%	48.11%	37.30%	35.54%	39.57%	44.41%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-04-27	买入	33.36	50.00~50.00
2	2015-07-31	买入	14.20	28.00~28.00
3	2015-10-23	买入	15.28	25.00~25.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD