

# 圣阳股份 (002580.SZ) 动力电池行业

评级：买入 首次评级

公司研究

市场价格 (人民币): 33.36 元

目标价格 (人民币): 50.00 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)	82.71
总市值(百万元)	4,070.18
年内股价最高最低(元)	33.36/13.29
沪深 300 指数	4807.59
深证成指	14809.42



## 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.168	0.179	0.435	1.001	1.729
每股净资产(元)	7.44	7.61	9.22	10.01	11.74
每股经营性现金流(元)	-0.75	1.04	0.55	0.09	0.38
市盈率(倍)	81.05	175.60	72.36	31.48	18.22
行业优化市盈率(倍)	38.27	48.26	72.36	72.36	72.36
净利润增长率(%)	-65.20%	5.51%	173.84%	129.89%	72.73%
净资产收益率(%)	2.26%	2.36%	4.72%	10.00%	14.73%
总股本(百万股)	109.23	108.12	122.01	122.01	122.01

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 公司主营铅酸电池、锂电池系列产品及相关系统集成工程业务, 主要面向新能源储能、通信备用、低速电动车等下游行业; 凭借新产品“铅碳电池”在国内外储能市场的推广应用, 公司有望在未来 2~3 年内实现爆发式增长。
- 储能是“能源互联网”核心必备环节, “电改”推进将加速需求爆发: 我们认为储能市场将在迫切的实际需求、逐渐达到的经济性、以及各种政策激励下, 在两年内呈现第一轮爆发式增长, 德、日、美等海外市场已显著启动, 国内市场在“电改”的深化推进和潜在的政策刺激下将具备更强的爆发力。
- 公司与日本古河合作生产的铅碳电池有望成为储能领域“杀手级产品”: 与其他企业的同类产品及其他储能电池技术路线相比, 公司生产的铅碳电池性价比优势突出(充放电成本低至 0.5 元/kWh), 凭借自身的研发储备、国内现成的客户基础, 结合日本古河电池的成熟技术和海外销售渠道, 有望率先在国内外市场实现批量销售。目前该产品已实现小批量生产并交下游客户试用, 公司增发扩建的铅炭电池专用生产线将于 2015 年底投产, 产能释放时点将与国内储能市场的启动完美合拍。
- 铅酸电池行业景气触底回升叠加新产品放量, 拐点已出弹性巨大: 随着铅酸电池行业的洗牌整合在 2015 年接近尾声, 行业景气度有望逐步回升, 而公司的业绩拐点也已经出现, 公司 2014 年收入已实现 22% 增长, 但净利率仍仅为 1.56%, 我们认为在行业整合接近完成、储能市场需求爆发、高利润率的铅碳电池实现批量销售的合力作用下, 公司的收入和利润将进入快速增长期, 综合净利率有望在 2 年内恢复至 5% 以上水平, 释放巨大盈利弹性。公司一季报收入和净利润增速已进一步加速达到 35% 和 28%。
- 通信备用电池从硬件销售向运维服务延伸, 动力电池受益低速电动车增长: 除储能业务外, 目前仍占公司一半收入的通信备用电池和动力电池业务板块也将分别受益于 4G 基站的建设提速、以及低速电动车市场的持续高速增长, 从而为公司提供稳定的收入和利润增长来源。此外, 公司近期通过投资参股北京创智信科, 实现了通信备用电池业务从单纯的硬件生产向基于互联网的数据分析、运维优化服务的产业链延伸, 迎合了客户需求的升级。

## 盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 2015~2017E 年 EPS 分别为 0.44, 1.00, 1.73 元, 对应净利润复合增速 122%, 考虑公司铅炭电池产品“杀手级”性价比+储能市场正处于爆发初期+公司业绩触底反转, 我们给予公司 6~12 个月目标价 50 元, 对应 61 亿元市值和 50 倍 2016 年 PE, 建议“买入”。

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

## 内容目录

铅炭电池批产释放盈利弹性，储能大行业中极具爆发力的小公司 .....	4
盈利预测：2015~2017E 年 EPS 分别为 0.44, 1.00, 1.73 元 .....	4
铅炭电池已实现小批量生产，新产能释放与国内储能市场启动完美合拍 .....	5
市值成长空间巨大，建议“买入”，6~12 个月目标价 50 元 .....	5
储能行业需求爆发近在眼前，公司铅炭电池有望成为“杀手级产品” .....	7
储能设备是“能源互联网”核心必备部件，可类比计算机互联网的存储器 ..	7
海外市场已全面启动，国内政策风起，储能行业处于第一轮爆发增长初期 ..	8
与日本古河电池技术合作，生产目前全球最高性价比铅炭电池 .....	9
通信备用电池从硬件生产向运维服务延伸，动力电池继续受益低速电动车行业	
快速增长 .....	12
通信电池受益 4G 基站建设提速，业务模式从单纯硬件生产向运维服务延伸	
.....	13
动力电池受益低速电动车市场持续快速增长，区位优势显著 .....	14

## 图表目录

图表 1：公司近三年收入、净利润、净利率及预测 .....	4
图表 2：公司近三年三费/费率、毛利率及预测 .....	4
图表 3：公司搬迁扩建后厂区全景 .....	4
图表 4：公司产能释放节奏及销售预测 .....	4
图表 5：公司分产品收入预测 .....	5
图表 6：同行业（铅酸电池）/同主题（储能）可比公司估值比较 .....	6
图表 7：可比公司 P/S、P/B 估值比较 .....	6
图表 8：计算机网络和能源互联网硬件环节比较 .....	7
图表 9：储能设备将广泛分布于整个电力系统的电源侧、电网侧、用户侧 .....	7
图表 10：储能行业发展路径和投资机会演绎将与光伏行业类似 .....	8
图表 11：铅炭电池结构原理示意图 .....	9
图表 12：目前主流电池储能技术充放电度电成本比较 .....	10
图表 13：储能系统充放电度电成本计算方法 .....	10
图表 14：铅炭电池储能海外示范项目（一） .....	10
图表 15：铅炭电池储能海外示范项目（二） .....	10
图表 16：铅炭电池储能海外示范项目（三） .....	11
图表 17：铅炭电池储能海外示范项目（四） .....	11
图表 18：圣阳与古河签订技术合作协议现场 .....	11
图表 19：圣阳铅炭储能国内示范项目（一） .....	12
图表 20：圣阳铅炭储能国内示范项目（二） .....	12
图表 21：公司储能项目业绩案例（一） .....	12
图表 22：公司储能项目业绩案例（二） .....	12
图表 23：公司分产品销售收入结构及预测 .....	13

图表 24: 公司分产品毛利结构及预测 .....	13
图表 25: 通信备用电池业务增长来源及驱动力 .....	14
图表 26: 低速电动车用电池市场规模及预测 .....	14
图表 27: 近期低速电动车相关支持政策一览 .....	15

## 铅炭电池批产释放盈利弹性，储能大行业中极具爆发力的小公司

盈利预测：2015~2017E 年 EPS 分别为 0.44，1.00，1.73 元

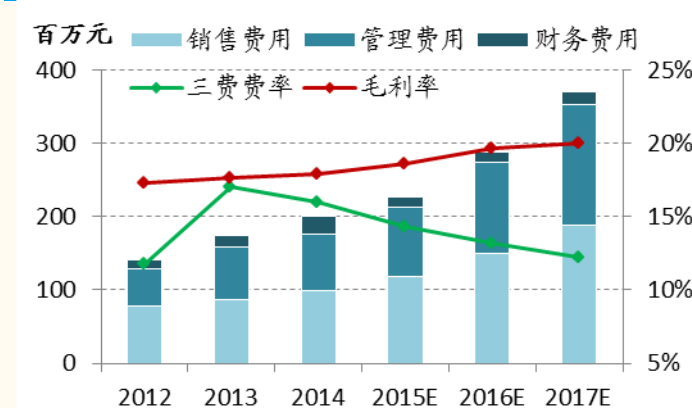
- 过去三年中，在铅酸电池行业竞争激烈的“外因”和公司厂房搬迁的“内因”共同影响下，公司经营业绩差强人意，但随着行业整合逐步完成，公司 2014 年收入和利润已呈现恢复性增长的态势（拐点已现），而储能市场的爆发和公司铅炭电池产品的批产放量则将显著加速公司营收的增长。
- 应铅酸电池行业环保治理及自身发展需要，公司在 2013 年实施了主要产能的搬迁和扩建项目，对当年的生产经营产生了不利影响，造成收入和利润的显著下滑。
- 在搬迁完成并形成 400 万 KVAh 的产能后，公司 2014 年营收已呈现恢复式增长，但净利率仍仅为 1.6%。
- 公司通过非公开增发募资实施 200 万 KVAh 产能扩建，计划 2015 年底投产，2016 年中达产，其中 60 万 KVAh 产能将专门用于生产铅炭电池产品（目前已在小批量生产）。
- 在铅酸电池行业整合接近完成、国内外储能市场需求爆发、利润率较高的铅炭电池实现批量销售的合力作用下，公司的收入和利润正进入快速增长期，综合净利率有望在 2 年内恢复至 5% 以上水平，释放巨大盈利弹性。我们预计公司 2015~2017E 年 EPS 分别为 0.44，1.00，1.73 元，对应净利润复合增速 122%。

图表 1：公司近三年收入、净利润、净利率及预测



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司近三年三费/费率、毛利率及预测



来源：公司公告，国金证券研究所

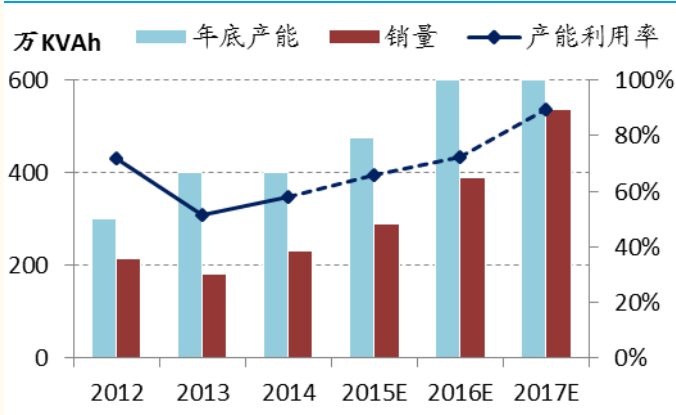
- 公司年度净利率的历史高点出现在 2009 年的 6.7%，之后因铅酸电池行业洗牌整合等因素影响一路走低，至 2014 年仅为 1.6%，我们判断：随着铅酸电池行业洗牌接近尾声、公司产能利用率恢复上升、以及新产品的批量出货，公司经营情况将从 2015 年起明显改善。

图表 3：公司搬迁扩建后厂区全景



来源：国金证券研究所

图表 4：公司产能释放节奏及销售预测



来源：公司公告，国金证券研究所

铅炭电池已实现小批量生产，新产能释放与国内储能市场启动完美合拍

- 公司铅炭电池产品目前已实现小批量生产，性能参数与日本古河原装产品基本相同（详见后文分析），并已送交部分下游客户试用，真正的放量销售我们预计将从 2016 年开始，并逐步带动公司销售收入和利润率的提升。
- 我们预计国内储能相关的直接激励政策将在 2015 年底至 2016 年初落地，国内储能市场有望在 2016~2017 年爆发增长（正如 2011 年国内光伏上网电价出台后的光伏电站市场井喷），而公司增发扩建的新生产线也将于 2015 年底投产，产能释放时点将与国内储能市场的启动完美合拍。

图表 5：公司分产品收入预测

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>新能源及应急储能用电池</b>						
普通铅酸销量（万 KVAh）	103	92	104	130	163	212
铅炭电池销量（万 KVAh）				5	40	100
收入（百万元）	551	471	532	720	1183	1859
YoY		-15%	13%	35%	64%	57%
普通铅酸毛利率				11.76%	11.88%	12.00%
铅炭电池毛利率				31.82%	27.78%	26.25%
储能产品综合毛利率	19.45%	18.71%	10.65%	13.30%	16.72%	18.13%
收入占比	47%	47%	43%	46%	54%	61%
毛利占比	53%	49%	26%	33%	46%	55%
<b>通信备用电池</b>						
收入（百万元）	357	290	538	659	775	912
YoY		-19%	86%	23%	18%	18%
毛利率	17.55%	22.50%	22.55%	22.50%	22.50%	22.50%
收入占比	30%	29%	44%	42%	35%	30%
毛利占比	31%	36%	55%	51%	41%	34%
<b>动力用电池</b>						
收入（百万元）	253	169	95	121	148	181
YoY		-33%	-44%	27%	23%	23%
毛利率	10.67%	7.73%	27.61%	27.50%	27.00%	27.00%
收入占比	21%	17%	8%	8%	7%	6%
毛利占比	13%	7%	12%	11%	9%	8%
<b>收入合计</b>	<b>1,179</b>	<b>1,009</b>	<b>1,234</b>	<b>1,576</b>	<b>2,190</b>	<b>3,044</b>
YoY		-14%	22%	28%	39%	39%
<b>综合毛利率</b>	<b>17.12%</b>	<b>17.83%</b>	<b>17.91%</b>	<b>18.61%</b>	<b>19.62%</b>	<b>20.06%</b>

来源：公司公告，国金证券研究所

市值成长空间巨大，建议“买入”，6~12个月目标价 50 元

- 参考 A 股同行业（铅酸电池）及同主题（储能）相关上市公司进行相对估值比较，公司因处于业绩拐点上升初期，目前股价对应的 PE 估值略高，但 2.4 倍 PS 和 4.6 倍 PB 估值则均处于同类公司中的中等偏低位置。
- 从市值空间角度看，公司目前市值仅 40 亿元，考虑到未来储能市场千亿级别的巨大市场空间，公司凭借性价比优势突出的铅炭电池产品、以及显著的先发优势，无疑将占得重要的一席之地，百亿市值触手可及。
  - 凭借公司自身多年研发积累和丰富的项目业绩，结合日本古河电池的领先技术和本土化的低成本制造，我们认为公司铅炭电池产品可以说是目前国内同类产品品质最优、性价比最高的产品，先发优势突出。即使后续有其他企业随储能市场规模扩大而逐步进入，公司这两年所积累的项目业绩经验又将成为对抗行业新进入者的重要竞争优势。
- 考虑公司铅炭电池产品的“杀手级”性价比+储能市场正处于第一轮爆发初期+公司业绩触底回升，我们给予公司 6~12 个月目标价 50 元，对应 61 亿元市值和 50 倍 2016 年 PE，建议“买入”。

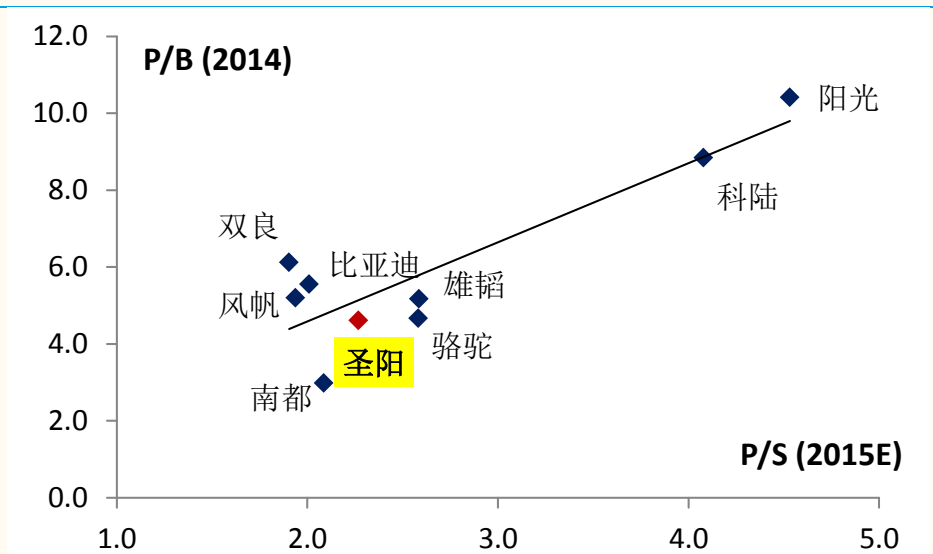
图表 6: 同行业 (铅酸电池) / 同主题 (储能) 可比公司估值比较

代码	名称	股价	市值 (亿元)	EPS			P/E			P/S		P/B	储能相关业务概况
				2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E	2014	2015E	2014	
002580.SZ	圣阳股份	33.36	41	0.18	0.44	0.98	186	76	34	3.3	2.4	4.6	与日本古河合作生产铅碳电池储能系统
300274.SZ	阳光电源	36.92	243	0.45	0.85	1.15	83	43	32	8.0	4.7	10.4	与三星SDI合作生产锂电池储能系统
300068.SZ	南都电源	15.68	95	0.17	0.31	0.40	90	50	39	2.5	2.1	3.0	自主研发生产铅碳电池储能系统
002594.SZ	比亚迪	62.98	1559	0.18	0.81	1.03	360	78	61	2.7	2.0	5.6	磷酸铁锂电池龙头, 与ABB合作进军储能
002121.SZ	科陆电子	28.79	115	0.29	0.60	0.94	100	48	31	7.0	4.0	8.8	新能源储能系统集成供应商
002733.SZ	雄韬股份	40.91	56	0.72	0.86	0.99	57	48	41	2.8	2.6	5.2	新能源储能电池供应商, 铅碳电池储备
002684.SZ	猛狮科技	29.26	68	0.10	NA	NA	290	NA	NA	14.0	9.8	11.6	铅酸/锂电生产商, 计划转型储能市场
601311.SH	骆驼股份	20.94	178	0.79	1.03	1.31	27	20	16	3.5	2.5	4.7	铅酸电池 (汽车启动电池)
600482.SH	风帆股份	24.21	130	0.27	0.38	0.48	90	65	50	2.3	2.0	5.2	铅酸电池 (汽车启动电池)
600481.SH	双良节能	17.76	144	0.36	0.70	0.84	49	26	21	2.1	1.9	6.1	与中科院联合研制压缩空气储能系统
002298.SZ	鑫龙电器	19.98	83	0.04	0.32	0.39	552	62	51	10.2	7.6	3.2	引进美国ZBB锌-溴液流电池储能技术

注: 股价为2015年4月27日收盘价。

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 可比公司 P/S、P/B 估值比较



来源: Wind, 国金证券研究所

储能行业需求爆发近在眼前，公司铅炭电池有望成为“杀手级产品”

储能设备是“能源互联网”核心必备部件，可类比计算机互联网的存储器

- 就像计算机互联网在系统各处都离不开存储设备一样，“能源互联网”也离不开储能设施，只不过前者存储的是数据，后者存储的则是能量，且通常以电能形式直接存储在化学电池中，此外也有部分势能（抽水蓄能、压缩空气、飞轮）或热能（熔盐）存储设备。
- 与计算机互联网中有集中存储（服务器、云端数据中心）和分布式存储（PC、移动存储）一样，储能设施也可分为部署于大型风电场/光伏电站、或电网中的集中式储能，和部署于工商业/居民用户侧的分布式储能，甚至是以集装箱为单元可灵活移动部署的储能车。

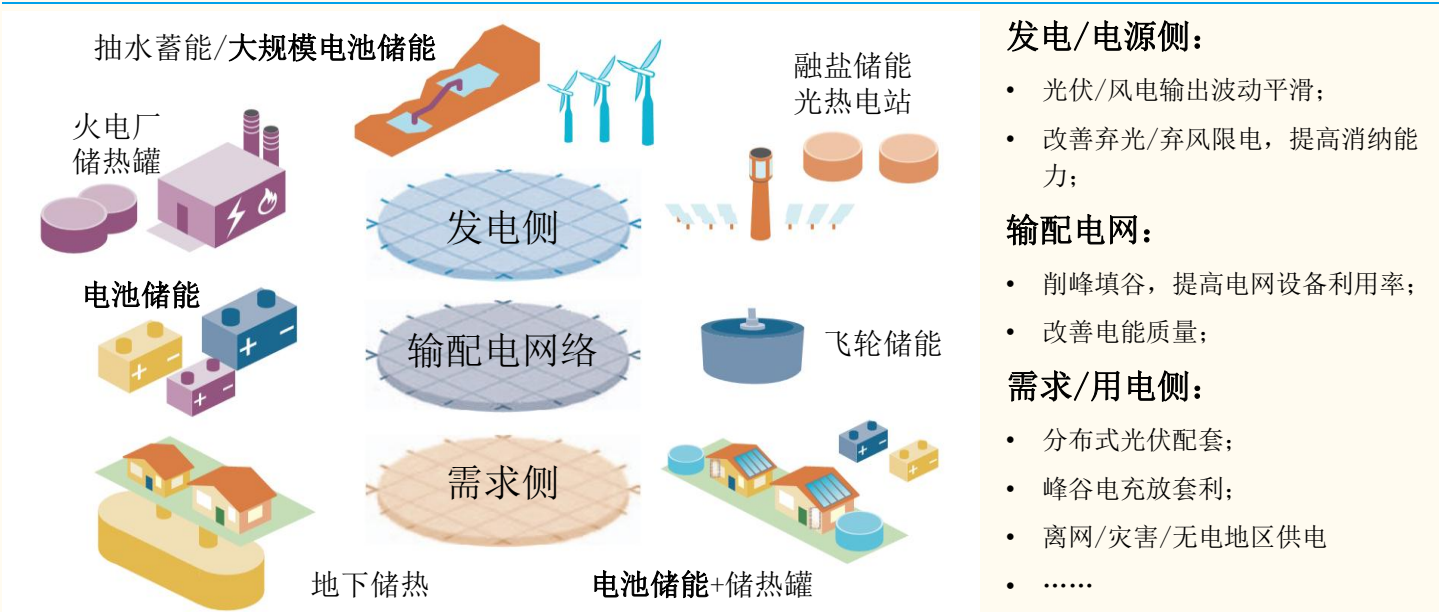
图表 8：计算机网络和能源互联网硬件环节比较



来源：国金证券研究所

- 在目前的整个电力系统中（或者未来的能源互联网中），储能将广泛分布于发电/电源侧、输配电网侧、需求/用电侧等全部环节，并起到平滑波动电源输出、负荷削峰填谷、提高电能质量、离网地区供电等各种不同用途。

图表 9：储能设备将广泛分布于整个电力系统的电源侧、电网侧、用户侧

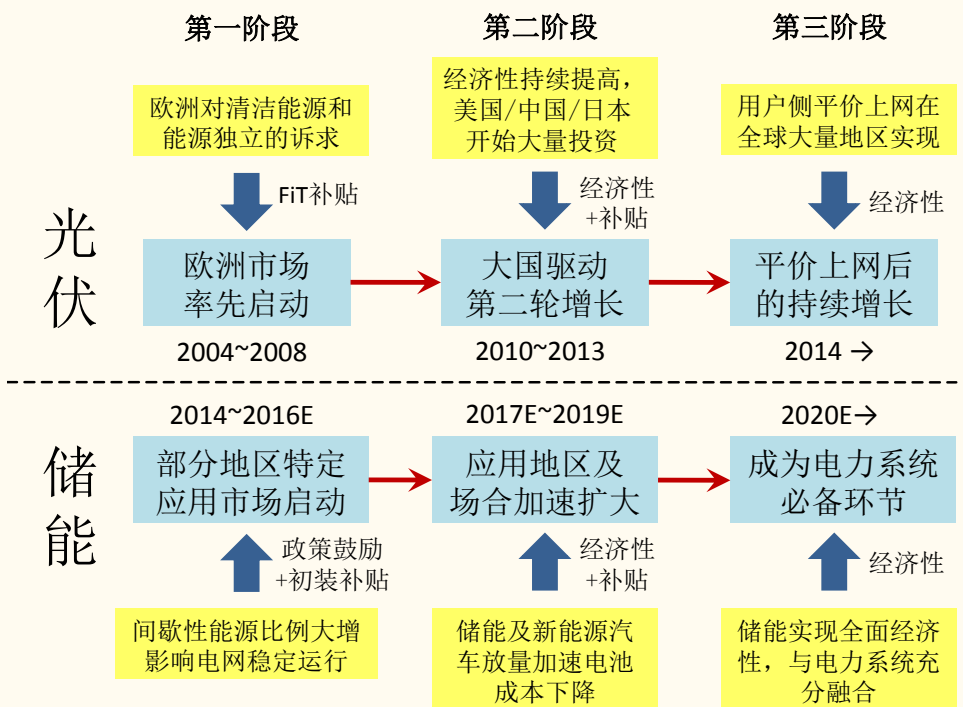


来源：国金证券研究所

海外市场已全面启动，国内政策风起，储能行业处于第一轮爆发增长初期

- 德国、日本、美国、澳大利亚等海外市场在实际的迫切需求和政策刺激下，已从 2014 年开始逐步启动。而国内市场在“电改”的深化推进和潜在的政策落地刺激下，将具备更强的爆发力。
- 与光伏行业类似，储能市场的大规模启动，同样将有赖于政策推动和经济性的实现，区别在于其行业发展速度（尤其是中国市场的启动速度）可能比光伏行业更快速。
  - 我们判断，从 2014~2016 年的三年左右时间内，将是储能市场的第一波爆发式增长期，其特点是在补贴和政策激励，储能在部分应用场景下开始具备经济性，各类型应用项目开始加大试点力度；
  - 此后，随着储能系统成本在新能源汽车和储能市场本身放量作用下加速下降，类似于光伏发电“平价上网”概念的经济性驱动力将逐渐加强，市场开始第二波较快速增长；
  - 而在 2020 年后，随着电网智能化基本实现，以及各类与电网运行相关的激励机制逐步完善，储能系统将成为各地电力系统中的必备环节，并与其充分融合。
- 储能有望被作为重点列入“十三五”能源规划，“电改”深化推进将有效拉动国内储能需求的加速启动：
  - 本次电改“9 号文”下发后已先后发布 3 份配套文件，其中第 1 和第 2 份分别名为《关于改善电力运行调节促进清洁能源多发满发的指导意见》、《关于完善电力应急机制做好电力需求侧管理城市综合试点工作的通知》的文件，都将间接刺激储能需求的启动，因为，无论是为了提高清洁能源消纳比例、还是实现高效灵活的电力需求侧管理，部署储能设备都将起到立竿见影的效果。
  - 国家能源局接国务院常务会议指示，已从去年底开始联合行业协会研究制定储能十三五规划政策纲要，文件按计划将在今年下半年形成初稿，最终将大概率作为重点新增项目列入“十三五”能源规划
- 更多关于储能的行业情况，可参见我们 2014 年 11 月 24 日发布的储能行业深度研究报告《千亿储能市场爆发在即，看好铅碳和锂电路线》。

图表 10：储能行业发展路径和投资机会演绎将与光伏行业类似



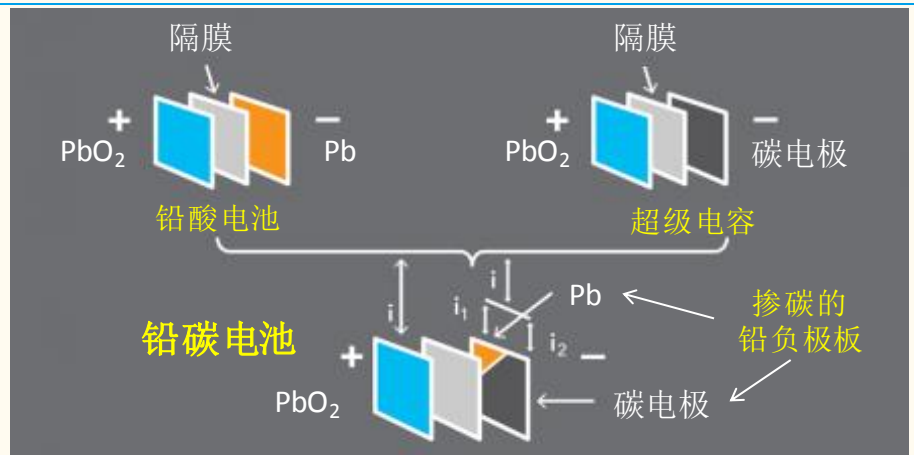
来源：国金证券研究所



与日本古河电池技术合作，生产目前全球最高性价比铅炭电池

- 我们认为，圣阳股份的铅炭电池产品，与国内其他企业的同类产品及其他储能电池技术路线相比，具备显著的性价比优势，凭借公司自身多年以来在铅炭电池领域的研发储备，结合日本古河电池的成熟技术和海外销售渠道，有望率先在国内外市场实现批量销售。
  - 作为为能源系统服务的产品，设备的稳定性和运行经济性是核心要素，而电池作为储能设备的功能核心和成本占比最大的部分，对整套系统的使用效果和运行经济性都起着决定性的影响，而铅炭电池可能是目前综合考虑技术成熟度和成本情况下用作储能的最优技术路线选择。
- 铅炭电池是一种将超级电容和铅酸电池技术特性结合为一体的混合电池储能设备，相比传统铅酸电池和锂电池在充放电度电成本和使用性能方面都具有显著优势：
  - 铅炭电池的原理是在铅负极板中加入活性炭，阻止极板的硫酸盐化，大幅提升循环寿命，70%DoD（放电深度）实验循环次数超过 4200 次，量产至少 3500 次；
  - 具备电容特性，充电接受能力高（不影响寿命的情况下充电速度快），设计寿命长达 15 年；
  - 几乎无需维护，单位容量的购置成本（元/kWh）较传统铅酸电池高 50%~100%，使用寿命长 4~6 倍，因此整个储能系统全生命周期充放电成本可低至 0.4~0.5 元/度。

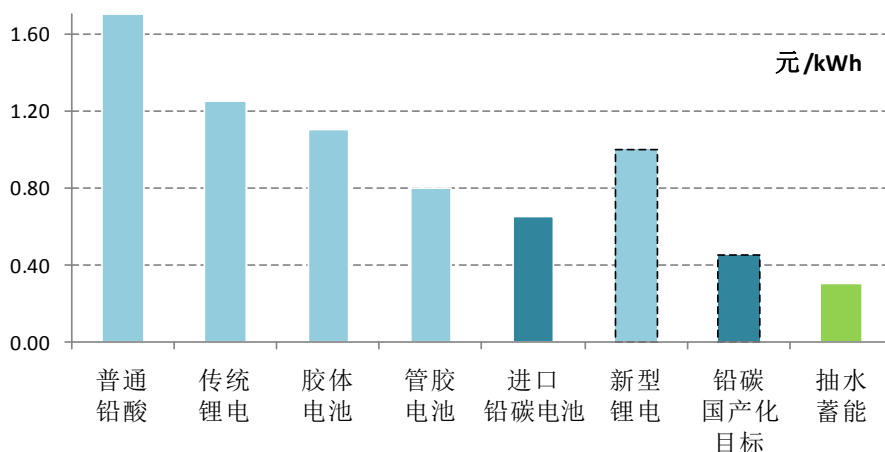
图表 11：铅炭电池结构原理示意图



来源：国金证券研究所

- 铅炭电池成本优势突出：我们在比较储能系统的成本时，需考虑两个指标，即：初始购置成本和全生命周期内的度电充放电成本，两者的单位都是“元/kWh”，但概念完全不同。以电池储能系统为例：
  - 初始购置成本一般与系统的储能容量成近似线性的正比例关系，然而不同电池技术路线之间购置成本差异极大，如目前的用于电网储能的主流胶体铅酸电池购置成本普遍在 1000 元/kWh 以下，而锂电储能系统的购置成本在高达 4000 元/kWh 以上；
  - 因此，全生命周期充放电度电成本是能够更准确衡量储能系统使用成本的参数，由于目前全球电池储能市场仍以各种试点项目为主，各类产品价格差异较大，以目前的主流产品价格和性能参数测算，锂电池储能系统的充放电度电成本在 1.2~1.5 元/kWh，为储能应用优化后的锂电有望达到 1 元/kWh 以下，主流胶体铅酸电池的度电成本在 0.8 元/kWh 左右，新型铅酸（铅炭）电池则已经可以做到 0.6 元/kWh 以下。

图表 12：目前主流电池储能技术充放电度电成本比较



来源：国金证券研究所

- 下面的图表给出了储能系统充放电度电成本的简单计算公式，一般储能产品参数都会给出某一特定工况下（即特定 DoD%）的循环次数，但储能系统在实际使用过程中，大多数应用场景下的工况不可能永远一样，即不会以固定的 DoD% 运行，因此，以此公式计算的度电成本仅可作为参考值。

图表 13：储能系统充放电度电成本计算方法

$$\begin{aligned}
 \text{全生命周期充放电度电成本 (元/kWh)} &= \frac{\text{全生命周期总成本}}{\text{全生命周期有效充放电度数}} \\
 &= \frac{\text{设备购置成本} + \text{运维成本} - \text{系统残值}}{F(\text{DoD}\%, \text{循环次数}, \text{充放电效率})^*}
 \end{aligned}$$

\*F(DoD%, 循环次数, 充放电效率)表示：一套储能系统在全生命周期内的有效充放电度数由该系统的典型充放电深度 (DoD%)、效率和循环次数三个主要参数决定。

来源：国金证券研究所

- **铅碳电池已有广泛的商业化示范应用：**目前国际上拥有成熟铅碳电池产品并开始商业化示范应用的企业主要有日本的古河电池、日立电工，美国的 Axion Power、East Penn 等，且铅碳电池凭借其长循环寿命、充电接受能力高等优秀特性，示范项目类型广泛分布于电网调频、光伏平滑与电能转移、风电平滑、商业建筑及社区储能等各种应用场合。

图表 14：铅碳电池储能海外示范项目（一）



用于工厂电能质量优化（调频）的 3MW 系统（美国）

来源：国金证券研究所

图表 15：铅碳电池储能海外示范项目（二）



光伏电站出力平滑与电能转移（美国）

图表 16: 铅碳电池储能海外示范项目 (三)



商业用户负荷削峰填谷 (日本, 古河铅碳电池)

来源: 国金证券研究所

图表 17: 铅碳电池储能海外示范项目 (四)



智能电网储能系统 (美国, 古河铅碳电池)

- 2014 年 6 月, 山东圣阳电源股份有限公司与日本古河电池株式会社在中国山东曲阜正式签署技术合作协议, 古河电池将具有国际领先水平的大容量、深循环、超长寿命铅碳储能电池——FCP 产品系列授权给圣阳进行本地化生产, 并在中国日益快速发展的新能源市场及通信电源市场进行市场推广和销售, 双方在各自国家和面向全球市场共用统一的 FCP 产品代码。
- 日本古河电池 (Furukawa Battery, TYO:6937) 是日本古河电工集团旗下企业, 并在东京证券交易所上市, 是国际电池行业的著名公司。
- 双方合作的 FCP 系列铅炭技术大容量、深循环、超长寿命储能电池产品, 由古河电池自主研发, 在古河日本工厂商业化生产, 并已经开始市场应用。其系统运行的安全可靠、系统成本和在整个服务寿命期间的投资回报率显著优于当前的锂离子电池储能产品方案, 而且电池具有完全回收价值、可进一步节约投资成本、减少对环境的影响。

图表 18: 圣阳与古河签订技术合作协议现场



**FB FURUKAWA BATTERY**

TYO:6937



002580.SZ

来源: 圣阳股份, 国金证券研究所

- **公司铅炭电池国产化进程和产品推广顺利推进:** 公司在对古河铅碳电池进行全力国产化以降低成本的同时, 前期已通过从古河引进主要电池组件进行系统集成形式在国内市场展开示范项目的建设, 示范项目一方面将用于验证铅碳电池的技术参数优势, 另一方也为将来产品量产之后的市场开拓打下坚实基础。
- 根据我们最新了解的情况, 公司完全自产的铅炭电池产品已开始小批量生产, 并交由主要下游客户试用。

图表 19: 圣阳铅碳储能国内示范项目 (一)



项目名称: 江苏盐城电信储能示范项目  
应用方式: 移峰填谷 (利用分时电价价差, 节省电费支出)  
储能系统: 2组 48V500Ah FCP-500 电池组。

来源: 圣阳股份, 国金证券研究所

图表 20: 圣阳铅碳储能国内示范项目 (二)



项目名称: 上海电力学院智能微电网示范项目  
应用方式: 移峰填谷  
储能系统: 248 只 FCP-1000, 共计 496kWh。

来源: 圣阳股份, 国金证券研究所

- **丰富的项目业绩构成储能领域的先发优势:** 无论是用作新能源接入平滑、还是用户/电网侧的削峰填谷, “储能”都可以看做是一套具有较高复杂度的系统工程, 因此, 与其他很多涉及电力系统的工程项目类似, 在储能项目订单的争夺中, 过往项目业绩的丰富程度也是很很重要的一项参考指标。
- 公司是国内最早深耕于新能源配套储能市场的企业之一, 在国内及海外市场均积累了大量的项目经验和客户基础, 国内的重点项目包括: 全国第一个微网架构的金太阳项目——浙江瑞安北麂岛光储柴电站、中广核曲麻莱、共和光储电站的储能系统、张北风光储示范工程等。

图表 21: 公司储能项目业绩案例 (一)



浙江瑞安北麂岛微网储能项目

来源: 国金证券研究所

图表 22: 公司储能项目业绩案例 (二)



中广核高原光储电站储能系统项目

来源: 国金证券研究所

**通信备用电池从硬件生产向运维服务延伸, 动力电池继续受益低速电动车行业快速增长**

- 储能市场的启动和相关产品的销售放量是公司未来的核心看点和亮点所在, 此外, 目前占到公司销售收入一半以上的通信备用电池和动力用电池也将提供稳定且持续的增速。

图表 23: 公司分产品销售收入结构及预测



来源: 国金证券研究所

图表 24: 公司分产品毛利结构及预测

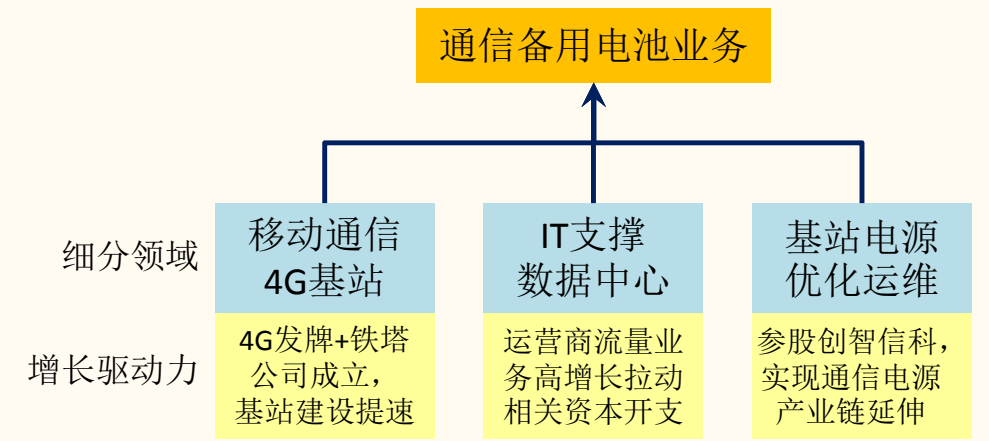


来源: 国金证券研究所

### 通信电池受益 4G 基站建设提速, 业务模式从单纯硬件生产向运维服务延伸

- 2014 年随着由三大运营商联合成立中国通信设备服务股份有限公司 (俗称“铁塔公司”), 后续围绕 4G 网络的基础设施建设有望提速。根据三大运营商年报显示, 2015 年三家公司资本开支整体将增加 9%, 达到 4075 亿元, 其中对备用电源的主要需求来源: 4G 投资计划增长 22%, IT 支撑 (数据中心等) 及新业务投资增长 36%。
- 除通信基站备用电源外, 公司产品还广泛应用于中国移动广东南方基地数据中心、中国电信陕西云基地、鹏博士数据机房和海外等多个 IDC 数据中心, 在中国移动和中国电信的集采招标中, 均战略性进入领先的竞争位次。
- 2014 年, 中国移动、中国联通、中国电信联合成立中国通信设施服务股份有限公司 (俗称“铁塔公司”), 将存量通讯基站统一划拨给铁塔公司, 由其管理基站维护业务。成立铁塔公司的核心目的是统一基站发展建设、节约基站维护成本、提高使用效率, 备用电源将成为铁塔公司的核心资产之一。因此, 其对电源管理的需求, 也将从基于经验向基于数据过渡, 从硬件采购向整体化服务过渡, 市场份额也将逐步向具备更强的技术研发优势、产品保障能力和服务能力的企业转移。
- 今年 3 月 29 日, 公司以自有资金 1000 万元投资北京创智信科科技有限公司, 占投资完成后该公司注册资本的 15%。实现了通信备用电池业务从单纯的硬件生产向基于互联网的数据分析、运维优化服务延伸。
  - 创智信科成立于 2003 年, 一直致力基于大数据分析的通信领域电源系统化的管理, 业务范围主要包括基站电源分析管理平台、基于平台的蓄电池分析服务、蓄电池上站精细化维护服务等三大类核心业务, 2014 年公司主营业务收入 1468 万元, 净利润 423 万元。
  - 公司此次投资参股创智信科, 除了每年带来直接的投资收益外, 更是公司对通信备用电池业务板块发展战略的贯彻, 即从单纯的硬件生产向基于互联网的数据分析、运维优化服务延伸, 提升业务模式的同时还将在一定程度上拉动产品销售。

图表 25：通信备用电池业务增长来源及驱动力

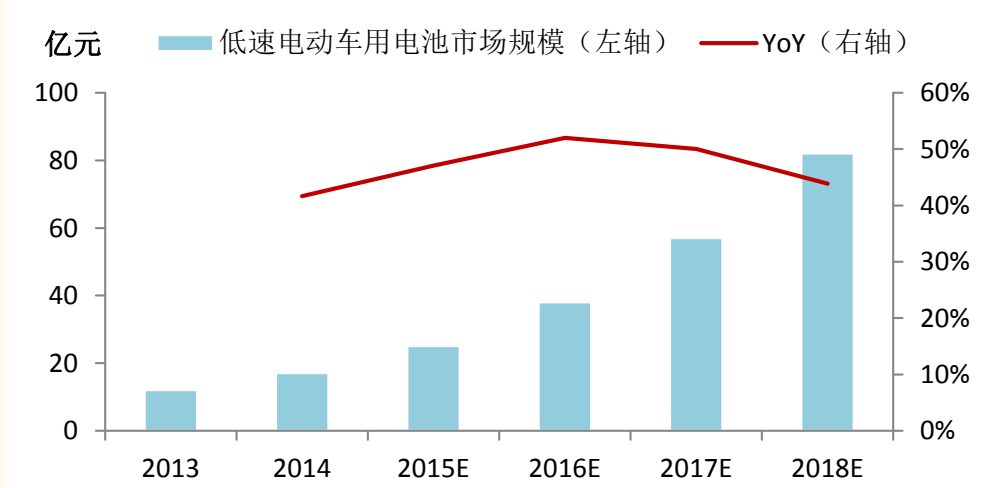


来源：国金证券研究所

动力电池受益低速电动车市场持续快速增长，区位优势显著

- 公司 2013 年以前动力电池产品主要供应电动自行车市场，随着该细分市场两巨头的常年价格战，竞争环境持续恶化，之后公司做出战略调整，逐步退出电动自行车市场，将动力铅酸电池产品转向主攻低速电动车客户，这一战略的执行在 2014 年已呈现显著成果，分业务毛利率由 2014 年的 7.7% 大幅提高至 27.6%。
- 公司地处山东曲阜，而山东省是我国低速电动车应用和生产第一大省，当地拥有时风、宝雅、唐骏等全国领先的低速电动车生产企业，公司均是这些下游企业的主力电池供应商。
- 除针对低速电动车使用的动力铅酸电池外，公司动力电池产品结构也在进一步向高利润率的高端产品拓展，2014 年与吉利汽车合作，为吉利熊猫电动汽车专制配套 EV 电池；并在轨道交通市场开拓新领域，成功中标贵广高铁等电池项目。

图表 26：低速电动车用电池市场规模及预测



来源：国金证券研究所

- **政策指引意在规范而非限制：**在我国能源战略转型的顶层设计背景下，降低对外部的石油依赖是核心目标之一，因此，我们认为低速电动车行业不但不会被国家限制甚至禁止，而只会在政策的呵护下逐步实现规范化，近期也不断有福建省等新增省市加大了对低速电动车的支持和认可。

**图表 27：近期低速电动车相关支持政策一览**

时间	省份	政策名称	政策主要内容
2015.3	福建省	《关于申请核定低速电动汽车牌证办理和检验相关收费》	全省范围内允许低速电动汽车合法上牌上路，全国首个低速电动汽车推广省份
2014.12	河南省	《河南省汽车行业协会低速电动车标准》及《河南省低速电动车生产企业准入条件》	明确低速电动汽车定义和生产企业准入资质
2014.7	广东佛山	在高明区启动纯电动汽车示范运营	前100辆车的购买者将一次性获得政府高达2万元人民币的补贴和厂家提供的优惠。100名以后的购买者，也可享受到政府不超过1万元人民币的补贴
2014.6	山东省	《山东省低速电动车行业标准》	建立中国第一个低速电动车行业标准
2014.5	湖北襄阳	襄阳市政府常务会议上决议	引导和鼓励发展低速四轮电动车，创造良好的应用环境，促进电动汽车产业发展
2014.2	广西河池	《河池市低速电动汽车管理办法》	低速电动汽车参照机动车管理实行登记制度，登记后方可上路行驶
2013.9	河北邢台	《邢台市低速电动汽车管理办法》	允许低速电动汽车参照机动车管理实行登记制度，低速电动汽车的驾驶人应取得C3(含C3)以上驾驶证

来源：国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,192</b>	<b>1,018</b>	<b>1,246</b>	<b>1,576</b>	<b>2,190</b>	<b>3,044</b>	货币资金	242	148	195	189	175	244
增长率		-14.6%	22.4%	26.5%	38.9%	39.0%	应收账款	473	535	568	627	838	1,123
主营业务成本	-985	-838	-1,023	-1,283	-1,760	-2,434	存货	174	236	249	281	386	533
%销售收入	82.7%	82.3%	82.1%	81.4%	80.4%	79.9%	其他流动资产	54	20	13	15	20	26
毛利	207	180	223	293	430	611	流动资产	943	939	1,024	1,112	1,418	1,927
%销售收入	17.3%	17.7%	17.9%	18.6%	19.6%	20.1%	%总资产	71.1%	63.3%	64.6%	63.9%	69.8%	76.1%
营业税金及附加	-3	-2	-5	-6	-9	-12	长期投资	2	2	11	12	11	11
%销售收入	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定投资	332	478	466	542	524	512
营业费用	-78	-86	-99	-118	-149	-189	%总资产	25.0%	32.2%	29.4%	31.2%	25.8%	20.2%
%销售收入	6.5%	8.5%	7.9%	7.5%	6.8%	6.2%	无形资产	45	59	67	71	75	79
管理费用	-52	-72	-77	-95	-125	-164	非流动资产	384	545	562	627	612	604
%销售收入	4.3%	7.1%	6.2%	6.0%	5.7%	5.4%	%总资产	28.9%	36.7%	35.4%	36.1%	30.2%	23.9%
息税前利润 (EBIT)	74	19	42	74	147	245	<b>资产总计</b>	<b>1,327</b>	<b>1,484</b>	<b>1,587</b>	<b>1,739</b>	<b>2,031</b>	<b>2,531</b>
%销售收入	6.2%	1.9%	3.3%	4.7%	6.7%	8.1%	短期借款	129	40	187	30	76	155
财务费用	-11	-15	-24	-13	-15	-18	应付款项	222	258	329	371	510	705
%销售收入	0.9%	1.5%	1.9%	0.8%	0.7%	0.6%	其他流动负债	23	12	25	29	40	55
资产减值损失	-7	-7	-8	-8	-6	-5	流动负债	373	310	541	430	625	914
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	130	340	184	184	184	184
投资收益	0	0	0	1	1	1	其他长期负债	24	21	38	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.5%	0.0%	1.5%	0.8%	0.6%	<b>负债</b>	<b>527</b>	<b>671</b>	<b>763</b>	<b>614</b>	<b>809</b>	<b>1,099</b>
营业利润	56	-3	10	54	128	224	<b>普通股股东权益</b>	<b>800</b>	<b>813</b>	<b>823</b>	<b>1,125</b>	<b>1,221</b>	<b>1,432</b>
营业利润率	4.7%	n.a	0.8%	3.4%	5.8%	7.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	7	25	12	5	8	10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,327</b>	<b>1,484</b>	<b>1,587</b>	<b>1,739</b>	<b>2,031</b>	<b>2,531</b>
税前利润	63	22	21	59	136	234	<b>比率分析</b>						
利润率	5.3%	2.2%	1.7%	3.7%	6.2%	7.7%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-10	-4	-2	-6	-14	-23	<b>每股指标</b>						
所得税率	16.0%	18.1%	8.6%	10.0%	10.0%	10.0%	每股收益	0.485	0.168	0.179	0.435	1.001	1.729
净利润	53	18	19	53	122	211	每股净资产	7.342	7.444	7.615	9.219	10.008	11.737
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	-0.536	-0.747	1.039	0.548	0.094	0.384
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>53</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>53</b>	<b>122</b>	<b>211</b>	每股股利	0.150	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	4.4%	1.8%	1.6%	3.4%	5.6%	6.9%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	6.60%	2.26%	2.36%	4.72%	10.00%	14.73%
							总资产收益率	3.98%	1.24%	1.22%	3.05%	6.01%	8.33%
							投入资本收益率	5.86%	1.32%	3.19%	4.99%	8.95%	12.46%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	24.27%	-14.60%	22.44%	26.48%	38.95%	39.01%
							EBIT 增长率	25.14%	-73.95%	116.41%	78.08%	98.47%	66.52%
							净利润增长率	8.68%	-65.20%	5.51%	173.84%	129.89%	72.73%
							总资产增长率	26.64%	11.86%	6.88%	9.59%	16.78%	24.64%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	98.3	139.2	131.8	120.0	115.0	110.0
							存货周转天数	58.8	89.3	86.6	80.0	80.0	80.0
							应付账款周转天数	51.3	73.4	81.6	80.0	80.0	80.0
							固定资产周转天数	57.5	156.4	134.3	118.7	85.0	60.3
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	2.10%	28.50%	21.39%	2.25%	6.97%	6.68%
							EBIT 利息保障倍数	6.8	1.3	1.7	5.6	10.1	13.9
							资产负债率	39.70%	45.22%	48.11%	35.31%	39.86%	43.42%

来源：公司年报、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
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

单击此处输入文字。

**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

单击此处输入文字。

**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 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 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%以下。

**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