

# 圣阳股份 (002580.SZ) 动力电池行业

评级: 买入 维持评级

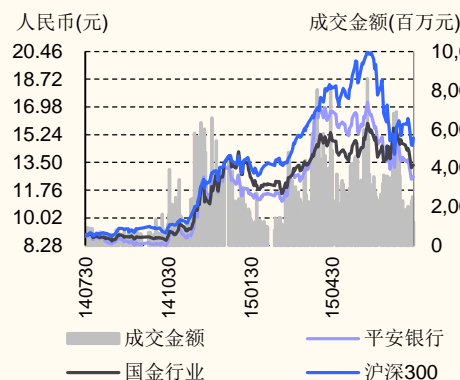
业绩点评

市场价格 (人民币): 14.20 元  
目标价格 (人民币): 28.00-28.00 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)	148.88
总市值 (百万元)	3,089.24
年内股价最高最低 (元)	28.91/8.73
沪深 300 指数	3930.38
深证成指	12823.07



## 相关报告

1. 《业绩反转确立的储能“杀手级产品”供应商》，2015.4.27

张帅

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

姚遥

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

## 盈利弹性逐步释放, 储能业务爆发在即

### 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	0.088	0.242	0.559	0.966
每股净资产 (元)	7.44	7.61	9.22	10.22	11.96
每股经营性现金流 (元)	-0.75	1.04	0.55	0.09	0.38
市盈率 (倍)	84.98	161.93	59.13	25.60	14.81
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%	131.01%	72.89%
净资产收益率 (%)	2.26%	2.36%	4.72%	9.84%	14.53%
总股本 (百万股)	109.23	219.62	219.62	219.62	219.62

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

公司 2015 年上半年实现营业收入 6.56 亿元, 同比增长 19.57%, 净利润 1862 万元, 同比增长 25.68%, 折合 EPS 0.09 元, 符合市场预期以及公司一季报预告范围。

### 经营分析

- **储能用电池毛利率回升显著, 国内大规模商业化应用大幕逐渐拉开:** 公司今年提高了对储能业务订单经济效益的筛选标准, 尽管收入同比略有下滑, 但毛利率回升 3.6 个百分点至 16.2%, 保证了订单的盈利水平; 近期能源局开始大规模推广微电网示范项目建设, 我们认为这标志着国内储能商业化应用大幕的正式拉开, 后续补贴政策出台指日可待。而一旦进入商业化应用阶段, 公司优势产品“铅碳储能电池”的经济性优势将能够更加得到凸显。
- **备用电池收入、订单快速增长, 延伸运维服务进一步提升竞争力:** 公司备用电池业务上半年收入大幅增长 73%, 主要得益于公司在与铁塔公司合作中的先发优势, 以及在数据中心和轨交领域的业务拓展; 公司上半年中标多个大型数据中心和轨交项目订单, 预计下半年仍将贡献可观的收入增量。此外, 公司上半年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、运维优化服务延伸, 有助于在与铁塔公司的合作中进一步提升销售竞争力。
- **动力用电池受益低速电动车收入大增:** 公司动力用电池受益低速电动车市场的持续火爆, 上半年收入增长 44%, 且毛利率上升 2 个百分点至 25.65%, 未来随着公司基于石墨烯技术开发的超级动力电池 (已配套吉利电动车) 等高端产品的逐步放量, 动力电池对公司的盈利贡献仍将进一步提升。
- **收入规模和利润率水平全线回升, 盈利弹性逐步释放:** 公司收入规模在商业化储能市场尚未正式启动的情况下已实现了平稳较快增长, 同时毛利率和净利率也处于逐季提升趋势中, 上半年净利率已恢复至 2.84% (2014 年全年仅 1.56%), 收入增长令盈利弹性逐步释放。

### 盈利调整及投资建议

- 我们维持对公司的盈利预测, 2015~2017E 年 EPS 分别为 0.24, 0.56, 0.97 元, 三年净利润复合增速 122%。
- 我们维持对公司的“买入”评级, 并维持目标价 28 元, 对应 50 倍 2016 年 PE; 下半年国内储能补贴政策的逐步落地、以及公司有望在微电网示范项目中取得的储能订单都将是股价的有力催化剂。

图表 1: 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	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>
增长率		-14.6%	22.4%	26.5%	38.9%	39.0%
<b>主营业务成本</b>	<b>-985</b>	<b>-838</b>	<b>-1,023</b>	<b>-1,283</b>	<b>-1,760</b>	<b>-2,434</b>
% 销售收入	82.7%	82.3%	82.1%	81.4%	80.4%	79.9%
<b>毛利</b>	<b>207</b>	<b>180</b>	<b>223</b>	<b>293</b>	<b>430</b>	<b>611</b>
% 销售收入	17.3%	17.7%	17.9%	18.6%	19.6%	20.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>
% 销售收入	0.3%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>营业费用</b>	<b>-78</b>	<b>-86</b>	<b>-99</b>	<b>-118</b>	<b>-149</b>	<b>-189</b>
% 销售收入	6.5%	8.5%	7.9%	7.5%	6.8%	6.2%
<b>管理费用</b>	<b>-52</b>	<b>-72</b>	<b>-77</b>	<b>-95</b>	<b>-125</b>	<b>-164</b>
% 销售收入	4.3%	7.1%	6.2%	6.0%	5.7%	5.4%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>74</b>	<b>19</b>	<b>42</b>	<b>74</b>	<b>147</b>	<b>245</b>
% 销售收入	6.2%	1.9%	3.3%	4.7%	6.7%	8.1%
<b>财务费用</b>	<b>-11</b>	<b>-15</b>	<b>-24</b>	<b>-13</b>	<b>-14</b>	<b>-16</b>
% 销售收入	0.9%	1.5%	1.9%	0.8%	0.6%	0.5%
<b>资产减值损失</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-6</b>	<b>-5</b>
<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>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
% 税前利润	0.0%	0.5%	0.0%	1.5%	0.8%	0.5%
<b>营业利润</b>	<b>56</b>	<b>-3</b>	<b>10</b>	<b>54</b>	<b>128</b>	<b>226</b>
营业利润率	4.7%	n.a	0.8%	3.4%	5.9%	7.4%
<b>营业外收支</b>	<b>7</b>	<b>25</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>10</b>
<b>税前利润</b>	<b>63</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	<b>59</b>	<b>136</b>	<b>236</b>
利润率	5.3%	2.2%	1.7%	3.7%	6.2%	7.7%
<b>所得税</b>	<b>-10</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	<b>-6</b>	<b>-14</b>	<b>-24</b>
所得税率	16.0%	18.1%	8.6%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>净利润</b>	<b>53</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>53</b>	<b>123</b>	<b>212</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<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>123</b>	<b>212</b>
净利率	4.4%	1.8%	1.6%	3.4%	5.6%	7.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>净利润</b>	<b>53</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>53</b>	<b>123</b>	<b>212</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>24</b>	<b>33</b>	<b>50</b>	<b>55</b>	<b>60</b>	<b>63</b>
<b>非经营收益</b>	<b>12</b>	<b>22</b>	<b>23</b>	<b>13</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-147</b>	<b>-156</b>	<b>20</b>	<b>-54</b>	<b>-177</b>	<b>-234</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-58</b>	<b>-82</b>	<b>112</b>	<b>67</b>	<b>11</b>	<b>47</b>
<b>资本开支</b>	<b>-212</b>	<b>-93</b>	<b>-42</b>	<b>-112</b>	<b>-31</b>	<b>-40</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-212</b>	<b>-93</b>	<b>-42</b>	<b>-112</b>	<b>-30</b>	<b>-39</b>
<b>股权募资</b>	<b>30</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>248</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>140</b>	<b>122</b>	<b>-9</b>	<b>-195</b>	<b>20</b>	<b>78</b>
<b>其他</b>	<b>-13</b>	<b>-33</b>	<b>-12</b>	<b>-15</b>	<b>-15</b>	<b>-17</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>156</b>	<b>90</b>	<b>-20</b>	<b>39</b>	<b>5</b>	<b>60</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-114</b>	<b>-84</b>	<b>50</b>	<b>-6</b>	<b>-14</b>	<b>68</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>货币资金</b>	<b>242</b>	<b>148</b>	<b>195</b>	<b>189</b>	<b>175</b>	<b>244</b>
<b>应收账款</b>	<b>473</b>	<b>535</b>	<b>568</b>	<b>627</b>	<b>838</b>	<b>1,123</b>
<b>存货</b>	<b>174</b>	<b>236</b>	<b>249</b>	<b>281</b>	<b>386</b>	<b>533</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>54</b>	<b>20</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>20</b>	<b>26</b>
<b>流动资产</b>	<b>943</b>	<b>939</b>	<b>1,024</b>	<b>1,112</b>	<b>1,418</b>	<b>1,927</b>
% 总资产	71.1%	63.3%	64.6%	63.9%	69.8%	76.1%
<b>长期投资</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>11</b>
<b>固定资产</b>	<b>332</b>	<b>478</b>	<b>466</b>	<b>542</b>	<b>524</b>	<b>512</b>
% 总资产	25.0%	32.2%	29.4%	31.2%	25.8%	20.2%
<b>无形资产</b>	<b>45</b>	<b>59</b>	<b>67</b>	<b>71</b>	<b>75</b>	<b>79</b>
<b>非流动资产</b>	<b>384</b>	<b>545</b>	<b>562</b>	<b>627</b>	<b>612</b>	<b>604</b>
% 总资产	28.9%	36.7%	35.4%	36.1%	30.2%	23.9%
<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>
<b>短期借款</b>	<b>129</b>	<b>40</b>	<b>187</b>	<b>30</b>	<b>50</b>	<b>127</b>
<b>应付款项</b>	<b>222</b>	<b>258</b>	<b>329</b>	<b>371</b>	<b>510</b>	<b>705</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>23</b>	<b>12</b>	<b>25</b>	<b>29</b>	<b>40</b>	<b>55</b>
<b>流动负债</b>	<b>373</b>	<b>310</b>	<b>541</b>	<b>430</b>	<b>599</b>	<b>887</b>
<b>长期贷款</b>	<b>130</b>	<b>340</b>	<b>184</b>	<b>184</b>	<b>184</b>	<b>184</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>24</b>	<b>21</b>	<b>38</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>527</b>	<b>671</b>	<b>763</b>	<b>614</b>	<b>783</b>	<b>1,071</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>800</b>	<b>813</b>	<b>823</b>	<b>1,125</b>	<b>1,247</b>	<b>1,460</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<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>

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.485	0.168	0.088	0.242	0.559	0.966
每股净资产	7.342	7.444	7.615	9.219	10.224	11.963
每股经营现金净流	-0.536	-0.747	1.039	0.548	0.093	0.383
每股股利	0.150	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	6.60%	2.26%	2.36%	4.72%	9.84%	14.53%
总资产收益率	3.98%	1.24%	1.22%	3.05%	6.04%	8.38%
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%	131.01%	72.89%
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%	4.71%	4.67%
EBIT 利息保障倍数	6.8	1.3	1.7	5.6	10.5	15.1
资产负债率	39.70%	45.22%	48.11%	35.31%	38.57%	42.33%

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

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

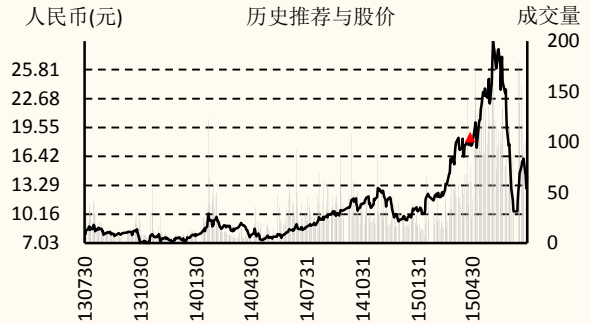
来源：国金证券研究所

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



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