

# 圣阳股份 (002580)

证券研究报告  
2020年07月26日

## 铅酸老牌企业，转型布局动力锂电

**铅酸电池老牌企业，收入规模稳中带增。**

公司是国内最早自主研发和生产阀控密封式铅酸蓄电池的企业之一，最早可追溯至1991年。2015-2019年，收入规模从13.80亿元增至18.57亿元，复合增速8%。2017和2018年，受上游原材料铅价格上涨影响，公司归母净利润呈现负增长，但2019年归母净利润达0.24亿元，同比增长46%。

**电池产品广泛应用于备用电源、储能和动力电源领域。**

公司主要产品有铅酸蓄电池、锂离子电池、FCP铅炭电池和新能源系统集成，主要应用于备用电源、储能和动力电源领域。

备用电源领域，公司长期服务三大运营商和电网电厂，并且加力渠道建设，2019年新增授权100余家高级和认证合作代理商。

储能领域，公司推出并网户用锂电池储能系统、通信基站铅-锂混合供电系统、储能型UPS高压锂电池系统等新产品，成功参与了多个储能项目。

动力电源领域，公司产品成功配套林德、丰田、力至优等多家高端叉车制造商和销售商，市场占有率和品牌知名度稳步提升。

预计2020、2021、2022年，公司营业收入分别为16.7、18.4、20.2亿元，同比增长-10%、10%、10%；归母净利润分别为0.20、0.28、0.30亿元，同比增长-15%、41%、8%。

2020、2021、2022年公司每股eps分别为0.06、0.08、0.09元，对应PE分别为99X、71X、66X。我们采用电池类龙头公司进行估值对比，取万得一致预测（180天）作为可比公司的PE，当前可比公司估值平均PE为50X，首次覆盖给予公司“持有”评级。

**风险提示：**铅价格上涨风险，汇率波动风险，疫情持续风险，环保风险

### 投资评级

行业	电气设备/电源设备
6个月评级	持有（首次评级）
当前价格	5.69元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	349.13
流通A股股本(百万股)	312.03
A股总市值(百万元)	1,986.55
流通A股市值(百万元)	1,775.43
每股净资产(元)	3.46
资产负债率(%)	33.85
一年内最高/最低(元)	6.44/4.30

### 作者

邹润芳 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517010004  
zourunfang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,835.56	1,856.55	1,670.89	1,837.98	2,021.78
增长率(%)	7.56	1.14	(10.00)	10.00	10.00
EBITDA(百万元)	141.62	164.01	121.56	138.58	152.31
净利润(百万元)	16.16	23.59	20.04	28.16	30.28
增长率(%)	(48.15)	45.99	(15.06)	40.53	7.53
EPS(元/股)	0.05	0.07	0.06	0.08	0.09
市盈率(P/E)	122.93	84.21	99.14	70.55	65.61
市净率(P/B)	1.68	1.65	1.61	1.58	1.55
市销率(P/S)	1.08	1.07	1.19	1.08	0.98
EV/EBITDA	12.80	11.08	14.73	14.18	12.95

资料来源：wind，天风证券研究所



## 内容目录

1. 圣阳股份：改制于国企，从事电池业务 30 余年 .....	3
2. 营业收入稳中带增，净利润波动受原材料价格影响 .....	4
3. 电池业务从传统通信拓展至储能、动力 .....	5
4. 盈利预测.....	6
5. 估值 .....	6
6. 风险提示.....	6

## 图表目录

图 1：圣阳股份历史沿革.....	3
图 2：圣阳股份股权结构图 .....	3
图 3：圣阳股份 2015-2019 年营业收入、增速（亿元、%） .....	4
图 4：圣阳股份 2015-2019 年归母净利润、增速（亿元、%） .....	4
图 5：圣阳股份 2015-2019 销售毛利率、净利率（%） .....	4
图 6：铅现货价（元/吨） .....	5
图 7：圣阳股份 2015-2019 年分业务收入（亿元） .....	5
图 8：圣阳股份 2015-2019 年分业务毛利率（%） .....	5

## 1. 圣阳股份：改制于国企，从事电池业务 30 余年

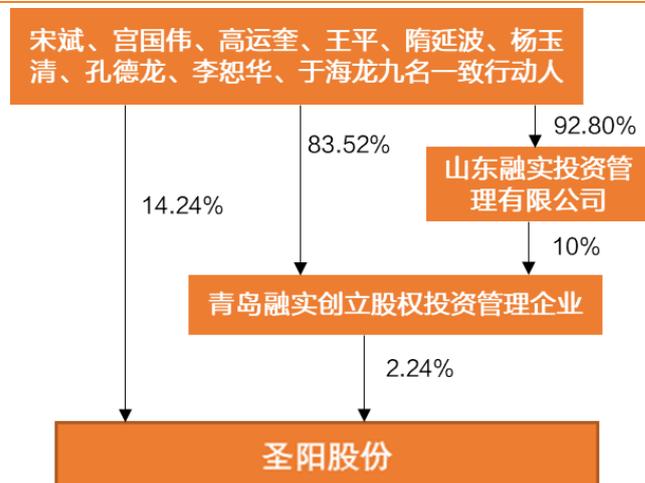
公司成立于 1998 年，由 1991 年成立的全民所有制曲阜市电源厂一步步改制而来，国有股东全部退出，由员工持股。目前实际控制人为宋斌、宫国伟、高运奎、王平、隋延波、杨玉清、孔德龙、李恕华、于海龙九名一致行动人，合计持股 16.32%（直接+间接）。实际控制人通过信托或其他资产管理方式控制公司。

图 1：圣阳股份历史沿革



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 2：圣阳股份股权结构图



资料来源：2019 年年报、天风证券研究所

## 2. 营业收入稳中带增，净利润波动受原材料价格影响

公司营业收入保持增长态势，2019 年归母净利润迎来正增长。2017-2019 年，营业收入分别为 17.06、18.36、18.57 亿元，同比增长 10%、8%、1%；归母净利润分别为 0.31、0.16、0.24 亿元，同比增长-42%、-48%、46%。2017 和 2018 年公司的营业收入稳步增长，但毛利率、净利率呈下滑趋势。

营业收入与净利润变动相背离的主要原因为原材料铅价格上涨及汇率的变动。铅是圣阳股份的重要原材料，2016 年下半年以来，我国铅的现货价格呈现明显的上升趋势，尤其是 2017 年下半年及 2018 年一度突破 20,000.00 元/吨。圣阳股份实施“国际化、跨边界”的经营战略，目前海外市场已覆盖 100 多个地区和国家，出口业务主要以美元进行结算。2017 年美元兑人民币汇率持续下跌，由年初 6.93 元下跌到年底 6.53 元，跌幅为 5.81%。

图 3：圣阳股份 2015-2019 年营业收入、增速（亿元、%）



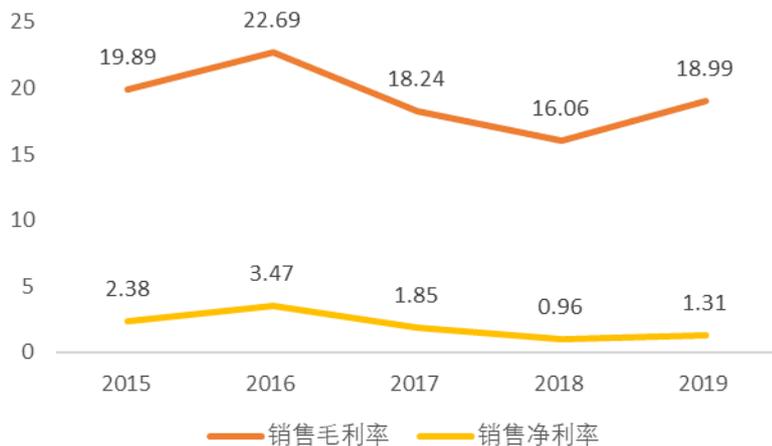
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：圣阳股份 2015-2019 年归母净利润、增速（亿元、%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 5：圣阳股份 2015-2019 销售毛利率、净利率（%）



资料来源：2019 年年报、天风证券研究所

图 6: 铅现货价 (元/吨)



资料来源: Wind、商务部、天风证券研究所

### 3. 电池业务从传统通信拓展至储能、动力

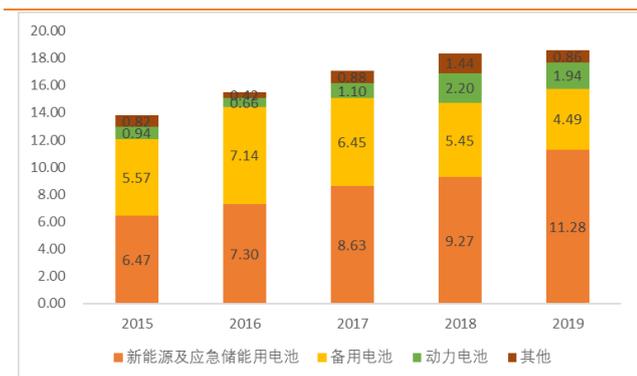
公司是国内最早自主研发和生产阀控密封式铅酸蓄电池的企业之一,公司专业从事吸附式 (AGM)、胶体(GEL)等新型阀控密封式铅酸蓄电池的研发、制造和销售。电池业务从产品端可分为新能源及应急储能用电池、备用电池、动力电池和其他。

**新能源及应急储能用电池是第一大销售来源, 2019 年占比 61%。**截至 2019 年末成功实施中广核青海离网电站、西藏措勤户用系统、西藏阿里储能、西藏铁塔新能源发电系统、山东电网综合能源示范等项目;紧跟储能锂电化、市场化发展步伐,成功实施北京天城同创锂电储能、河南铁塔高效能锂电移动电源车等项目,有效拓展锂电储能市场。

**备用电池是第二大销售来源, 2019 年占比 24%。**公司持续稳定在三大运营商、电网电厂、主机配套市场的产品供应保障能力和服务能力。中标中国电信南方基地项目、河北移动廊坊项目、湖南长沙证通云谷科技园项目、苏州新海宜二期项目、国家信息中心项目、河南移动高功率电池项目等;在轨道交通市场,中标京沪高铁机房一体化项目、青藏铁路格拉线改造工程项目、成渝客专铁路项目、商合杭铁路项目、南昌至赣州铁路客运专线项目以及北京、贵阳、深圳、西安等地铁项目等。

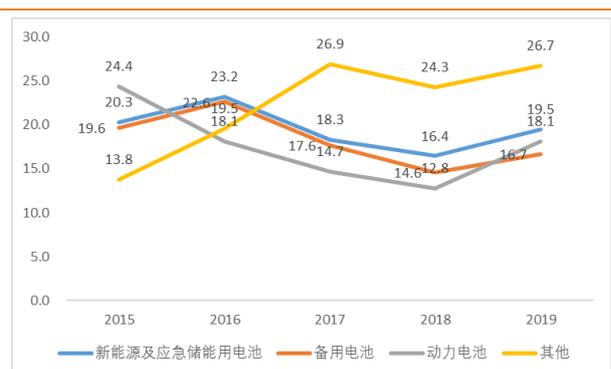
**动力电池是第三大销售来源, 2019 年占比 10%。**公司重点开发主机配套业务,拓展产品租赁业务;依托稳定、可靠的产品及服务,加强渠道建设,建立了覆盖东北、华北、华东、华中、华南地区的营销网络,产品成功配套林德、丰田、力至优等多家高端叉车制造商和销售商,市场占有率和品牌知名度稳步提升。

图 7: 圣阳股份 2015-2019 年分业务收入 (亿元)



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 8: 圣阳股份 2015-2019 年分业务毛利率 (%)



资料来源: Wind、天风证券研究所

## 4. 盈利预测

假设公司未来三年收入增速分别为-10%、10%、10%，预计 2020、2021、2022 年，公司营业收入分别为 16.7、18.4、20.2 亿元。

假设公司毛利率保持稳定，净利率分别为 1.2%、1.5%、1.5%，对应净利润分别为 0.20、0.28、0.30 亿元，同比增长-15%、41%、8%。

表 1：圣阳股份盈利预测（亿元、%）

收入（亿元）	2019A	2020E	2021E	2022E
新能源及应急储能用电池	11.28	10.03	11.03	12.13
备用电池	4.49	4.18	4.60	5.06
动力电池	1.94	1.67	1.84	2.02
其他	0.86	0.84	0.92	1.01
合计	<b>18.6</b>	<b>16.7</b>	<b>18.4</b>	<b>20.2</b>
YOY		<b>-10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>
毛利率（%）				
新能源及应急储能用电池	20%	20%	20%	20%
备用电池	17%	17%	17%	17%
动力电池	18%	18%	18%	18%
其他	27%	27%	27%	27%
毛利润	3.53	3.18	3.49	3.84
净利润	<b>0.24</b>	<b>0.20</b>	<b>0.28</b>	<b>0.30</b>
YOY		<b>-15%</b>	<b>41%</b>	<b>8%</b>

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 5. 估值

我们预计圣阳股份 2020、2021、2022 年净利润分别为 0.20、0.28、0.30 亿元，每股 eps 分别为 0.06、0.08、0.09 元，对应 PE 分别为 99X、71X、66X。我们采用电池类龙头公司进行估值对比，取万得一致预测（180 天）作为可比公司的 PE，当前可比公司估值平均 PE 为 50X，首次覆盖给予公司“持有”评级。

表 2：可比公司 PE（亿元、%）

股票代码	股票简称	2020E	2021E	2022E
300750	宁德时代	82	63	49
2709	当升科技	43	31	24
2812	亿纬锂能	51	39	31
603659	南都电源	25	22	19
	<b>平均</b>	<b>50</b>	<b>39</b>	<b>31</b>

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 6. 风险提示

**铅价格上涨风险：**公司 2017、2018 年净利润下滑主要系上游原材料铅价格上涨影响，若未来铅价格进一步上涨，将影响公司毛利润水平进而影响盈利。

**汇率波动风险：**公司的海外市场已覆盖 100 多个国家和地区，出口规模不断增大且主要以美元进行结算，若美元对人民币出现大幅波动，将对公司业绩产生影响。

**疫情持续风险：**国内疫情已经控制住，但海外疫情局势暂不明朗，公司部分业务在海外，若海外疫情进一步严重，将影响公司业绩。

环保风险：国家对公司的铅蓄电池在生产及再生资源回收环境保护等各方面提出严格要求，若政策收紧或出现重大环保问题，将加大公司成本，从而影响公司盈利能力。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	211.65	316.23	582.49	518.93	627.80
应收票据及应收账款	843.25	769.86	697.90	810.93	848.78
预付账款	4.46	7.46	8.08	5.30	10.20
存货	266.71	222.29	231.22	266.17	282.26
其他	6.18	62.52	23.44	30.22	38.52
<b>流动资产合计</b>	<b>1,332.27</b>	<b>1,378.35</b>	<b>1,543.12</b>	<b>1,631.54</b>	<b>1,807.55</b>
长期股权投资	2.94	2.91	2.91	2.91	2.91
固定资产	465.87	419.87	421.09	441.62	460.72
在建工程	2.66	4.52	38.71	71.23	72.74
无形资产	60.04	58.75	55.68	52.61	49.54
其他	48.87	47.10	30.58	33.51	37.06
<b>非流动资产合计</b>	<b>580.37</b>	<b>533.13</b>	<b>548.97</b>	<b>601.87</b>	<b>622.97</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,912.64</b>	<b>1,911.49</b>	<b>2,092.09</b>	<b>2,233.41</b>	<b>2,430.53</b>
短期借款	0.00	30.00	130.00	230.00	330.00
应付票据及应付账款	254.74	242.58	269.83	266.18	317.52
其他	235.65	212.32	226.04	228.66	231.93
<b>流动负债合计</b>	<b>490.39</b>	<b>484.89</b>	<b>625.86</b>	<b>724.83</b>	<b>879.45</b>
长期借款	163.94	147.50	162.25	178.48	196.32
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	53.81	53.81	52.09	53.24	53.05
<b>非流动负债合计</b>	<b>217.75</b>	<b>201.31</b>	<b>214.34</b>	<b>231.71</b>	<b>249.37</b>
<b>负债合计</b>	<b>708.14</b>	<b>686.20</b>	<b>840.21</b>	<b>956.55</b>	<b>1,128.82</b>
少数股东权益	19.01	19.44	20.25	21.70	22.91
股本	354.06	349.13	349.13	349.13	349.13
资本公积	537.31	513.24	513.24	513.24	513.24
留存收益	860.33	864.93	882.50	906.03	929.67
其他	(566.22)	(521.46)	(513.24)	(513.24)	(513.24)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,204.50</b>	<b>1,225.28</b>	<b>1,251.88</b>	<b>1,276.86</b>	<b>1,301.71</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,912.64</b>	<b>1,911.49</b>	<b>2,092.09</b>	<b>2,233.41</b>	<b>2,430.53</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	17.60	24.24	20.04	28.16	30.28
折旧摊销	52.06	54.04	27.65	30.03	32.45
财务费用	14.81	14.56	4.40	5.40	6.40
投资损失	(2.37)	1.18	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(96.05)	(31.68)	151.89	(151.11)	(16.93)
其它	(14.34)	96.46	0.86	1.48	1.24
<b>经营活动现金流</b>	<b>(28.30)</b>	<b>158.79</b>	<b>204.83</b>	<b>(86.06)</b>	<b>53.43</b>
资本支出	9.69	8.57	61.72	78.86	50.19
长期投资	0.21	(0.03)	0.00	0.00	0.00
其他	(27.99)	(34.71)	(121.12)	(158.96)	(100.32)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(18.10)</b>	<b>(26.17)</b>	<b>(59.41)</b>	<b>(80.10)</b>	<b>(50.13)</b>
债权融资	262.28	277.00	396.53	509.18	627.82
股权融资	(4.95)	(18.51)	4.10	(5.11)	(6.11)
其他	(370.11)	(287.43)	(279.80)	(401.47)	(516.13)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(112.78)</b>	<b>(28.95)</b>	<b>120.83</b>	<b>102.60</b>	<b>105.57</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(159.18)</b>	<b>103.67</b>	<b>(79.76)</b>	<b>294.23</b>	<b>(262.99)</b>

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1,835.56</b>	<b>1,856.55</b>	<b>1,670.89</b>	<b>1,837.98</b>	<b>2,021.78</b>
营业成本	1,540.77	1,503.96	1,353.30	1,488.63	1,637.49
营业税金及附加	80.18	77.65	72.74	79.06	86.51
营业费用	108.99	124.58	103.36	110.28	121.31
管理费用	7.49	49.90	17.99	18.38	20.22
研发费用	22.37	61.23	29.60	33.08	36.39
财务费用	3.98	10.49	4.40	5.40	6.40
资产减值损失	10.95	(9.81)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.01	0.89	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.37	(1.18)	0.00	0.00	0.00
其他	40.74	13.95	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>17.70</b>	<b>24.90</b>	<b>89.51</b>	<b>103.15</b>	<b>113.46</b>
营业外收入	0.49	0.83	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.04	0.17	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>18.14</b>	<b>25.56</b>	<b>89.51</b>	<b>103.15</b>	<b>113.46</b>
所得税	0.55	1.33	68.61	73.52	81.94
<b>净利润</b>	<b>17.60</b>	<b>24.24</b>	<b>20.90</b>	<b>29.63</b>	<b>31.51</b>
少数股东损益	1.44	0.65	0.86	1.48	1.24
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>16.16</b>	<b>23.59</b>	<b>20.04</b>	<b>28.16</b>	<b>30.28</b>
每股收益(元)	0.05	0.07	0.06	0.08	0.09

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	7.56%	1.14%	-10.00%	10.00%	10.00%
营业利润	-48.58%	40.65%	259.51%	15.25%	9.99%
归属于母公司净利润	-48.15%	45.99%	-15.06%	40.53%	7.53%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.06%	18.99%	19.01%	19.01%	19.01%
净利率	0.88%	1.27%	1.20%	1.53%	1.50%
ROE	1.36%	1.96%	1.63%	2.24%	2.37%
ROIC	1.85%	2.78%	2.21%	3.36%	3.05%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.02%	35.90%	40.16%	42.83%	46.44%
净负债率	4.20%	-3.20%	-14.85%	-0.76%	0.00%
流动比率	2.72	2.84	2.47	2.25	2.06
速动比率	2.17	2.38	2.10	1.88	1.73
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.27	2.30	2.28	2.44	2.44
存货周转率	6.96	7.59	7.37	7.39	7.37
总资产周转率	0.93	0.97	0.83	0.85	0.87
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.05	0.07	0.06	0.08	0.09
每股经营现金流	-0.08	0.45	0.59	-0.25	0.15
每股净资产	3.40	3.45	3.53	3.60	3.66
<b>估值比率</b>					
市盈率	122.93	84.21	99.14	70.55	65.61
市净率	1.68	1.65	1.61	1.58	1.55
EV/EBITDA	12.80	11.08	14.73	14.18	12.95
EV/EBIT	20.24	16.53	15.84	12.73	13.62

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com