

圣阳股份（002580）2015 年中报点评

技术领先体量小， 业绩高速增长有保证

2015 年 7 月 31 日

投资要点

- ❖ **上半年净利同比增长 26%，前三季预计增长 10%~50%。**公司上半年营业收入/净利润分别为 6.56/0.19 亿元，同比分别增长 19.75%/25.68%，EPS 为 0.09 元，其中 Q2 单季 EPS 为 0.03 元。扣非后对应 EPS 约为 0.07 元，非经常性收入中主要是政府补助的贡献。公司预告前三季净利润为 0.23~0.32 亿元，同比增长 10%~50%。
- ❖ **毛利率增加 2.34pct，备用电池业务占比显著提升。**上半年公司营业毛利率为 19.92%（同比+2.34pct），其中储能电池/备用电池/动力用电池产品分别取得收入 2.21/3.63/0.52 亿元，毛利率分别为 16.20%/21.63%/25.65%（同比变动 +3.63/-0.80/+2.12pct），占总收入比例分别为 34.02%/55.91%/7.95%，毛利率较高的备用电池及动力电池产品业务占比提升，产品结构进一步优化。三项费用率为 15.53%（同比+0.96pct），其中销售/管理/财务费用率分别为 6.89%/7.05%/1.59%，管理费用率上升主要是研发投入和职工薪酬增加所致；财务费用率上升主要是贷款利息增加所致。
- ❖ **铅炭电池技术领先，有望受益于行业增长。**公司新能源及储能用电池业务发展聚焦智能电网在发、输、变、配、用各环节对储能系统的潜在需求，目前与日本古河合作开发的 FCP 深循环、长寿命铅炭电池产品已具备批量生产能力，面向大容量的储能应用领域，可大幅度降低全寿命期内电池的储能度电成本，预计产品循环寿命超过 4000 次，度电成本低于 0.8 元，仅为锂电储能的一半。近两年 4G 建设的提速将为公司传统通讯市场拓展中带来机会，上半年成功中标中国铁塔西藏、青海和内蒙古等分公司的通信基站新能源储能供电系统，进一步巩固市场领先地位。
- ❖ **新能源汽车领域发展迅速拉动动力电池产品需求。**公司顺应新能源车发展需求，持续加大锂电投资力度，上半年成功研发符合 DIN 标准和 BS 标准的高性能叉车电池，满足国内外高端叉车的需求；基于石墨烯技术开发的超级动力电池，目前已成功配套吉利电动车使用；公司电动物流车锂离子电池产品开发成功进入工信部节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录。公司扩建的年产 140 万 KVAh 电池生产线有望于今年底完工并于明年投产，动力电池行业需求缺口将为项目盈利提供有力的支撑。
- ❖ **风险因素：**储能政策补贴不达预期；新能源汽车增速低于预期。
- ❖ **盈利预测、评级及投资评级。**预计未来几年公司业绩增长将受益于新能源汽车产业链的景气繁荣，我们给予公司 2015~2017 年业绩预测 EPS 0.18/0.27/0.38 元，当前价 14.30 元，对应 2015~17 年 P/E78/53/38x。按照行业平均估值水平，公司 3xP/B 估值对应目标价约为 15 元，首次覆盖给予“增持”评级。

盈利预测及估值表

项目/年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（万元）	101,774	124,613	158,155	202,062	237,106
增长率 YoY%		22.44	26.92	27.76	17.34
净利润（万元）	1,838	1,939	3,922	5,789	8,141
增长率 YoY%		5.51	102.22	47.60	40.63
每股收益 EPS（基本）（元）	0.17	0.18	0.18	0.27	0.38
净资产收益率 ROE%	2.26	2.36	3.59	5.08	6.76
PE	85	79	78	53	38
PB	1.92	1.88	2.82	2.70	2.56
EV/EBITDA	34.40	23.29	58.86	42.52	32.92

资料来源：中信数量化投资分析系统，中信证券研究部预测 注：股价为 2015 年 7 月 30 日收盘价



增持（首次）

当前价：14.3 元

目标价：15.0 元

中信证券研究部

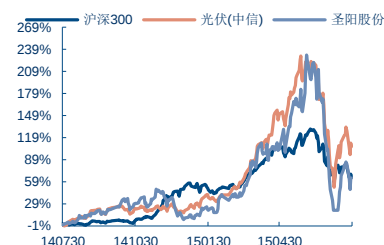
祖国鹏

电话：010-60836712

邮件：zgp@citics.com

执业证书编号：S1010512080004

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	3815.41 点
总股本/流通股本	109.2/39.5 百万股
近 12 月最高/最低价	33.36 元/10.48 元
近 1 月绝对涨幅	-18.67%
近 6 月绝对涨幅	35.34%
今年以来绝对涨幅	49.43%
12 个月日均成交额	113.69 百万元

利润表 （百万元）

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1018	1246	1582	2021	2371
营业成本	838	1023	1317	1658	1929
毛利率	17.69%	17.89%	16.75%	17.95%	18.64%
营业税金及附加	2	5	5	7	9
营业费用	86	99	121	162	186
营业费用率	8.47%	7.91%	7.63%	8.00%	7.85%
管理费用	72	77	93	129	146
管理费用率	7.10%	6.20%	5.88%	6.39%	6.16%
财务费用	15	24	8	9	11
财务费用率	1.47%	1.92%	0.48%	0.46%	0.46%
投资收益	12	0	6	6	4
营业利润	-3	10	27	49	76
营业利润率	-0.26%	0.78%	1.70%	2.40%	3.21%
营业外收入	35	12	23	23	19
营业外支出	10	0	5	5	3
利润总额	22	21	45	67	92
所得税	4	2	6	9	11
所得税率	18.11%	8.60%	13.35%	13.35%	11.77%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	18	19	39	58	81
净利率	1.81%	1.56%	2.48%	2.86%	3.43%
每股收益(元)(摊薄)	0.17	0.18	0.18	0.27	0.38

现金流量表

（百万元）

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	22	21	45	67	92
少数股东损益	-4	-2	-6	-9	-11
折旧和摊销	26	42	12	15	17
营运资金变动	160	-21	243	28	236
其他	-286	72	-468	-40	-448
经营现金流	-82	112	-173	61	-113
资本支出	-93	-44	-9	-9	-10
投资收益	12	0	6	6	4
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	-12	2	-21	-14	-11
投资现金流	-93	-42	-23	-18	-17
发行股票	0	0	107	0	0
负债变化	-4	-50	141	256	196
股息支出	-411	-74	-11	-11	-16
其他	507	103	39	-136	-103
融资现金流	92	-21	276	109	77
现金净增加额	-83	50	80	152	-53

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表 （百万元）

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	148	195	275	427	374
存货	236	249	346	420	498
应收账款	404	496	629	700	882
其他流动资产	151	84	175	180	236
流动资产	939	1,024	1,425	1,726	1,989
固定资产	436	458	488	518	551
长期股权投资	200	0	0	0	0
无形资产	59	67	68	68	68
其他长期资产	0	0	0	0	0
非流动资产	545	562	572	573	571
资产总计	1,484	1,587	1,996	2,299	2,561
短期借款	40	24	0	0	0
应付账款	201	256	323	411	476
其他流动负债	69	260	352	507	629
流动负债	310	541	675	918	1,105
长期负债	340	184	184	184	184
其他长期负债	0	0	0	0	0
非流动性负债	361	222	230	242	251
负债合计	671	763	904	1,160	1,356
股本	109	108	215	215	215
资本公积	501	493	626	626	626
股东权益合计	813	823	1,092	1,139	1,204
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	1,484	1,587	1,996	2,299	2,561

主要财务指标

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
增长率（%）					
营业收入	18.19%	22.44%	26.92%	27.76%	17.34%
营业利润	11.89%	22.14%	28.67%	25.93%	16.35%
净利润	6.83%	5.51%	102.22%	47.60%	40.63%
利润率（%）					
毛利率	17.69%	17.89%	16.75%	17.95%	18.64%
EBITMargin	3.68%	3.62%	3.34%	3.77%	4.35%
EBITDAMargin	3.70%	3.66%	3.35%	3.78%	4.36%
净利率	1.81%	1.56%	2.48%	2.86%	3.43%
回报率（%）					
净资产收益率	2.26%	2.36%	3.59%	5.08%	6.76%
总资产收益率	1.24%	1.22%	1.96%	2.52%	3.18%
其他（%）					
资产负债率	45.22%	48.11%	45.30%	50.45%	52.97%
所得税率	18.11%	8.60%	13.35%	13.35%	11.77%
股利支付率	0.00%	55.74%	27.87%	27.87%	37.16%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。