

新材料研究小组

分析师: 李琳琳

执业证书编号: S0730511010010

联系人: 牟国洪 021-50588666-8039

国内领先的阀控密封式铅酸蓄电池专家

——圣阳股份(002580)新股分析报告

研究报告-新股分析报告

增持(首次)

发布日期: 2011年05月10日

发行数据

发行价(元)	25.80
发行数量(万股)	1880
发行方式	网下配售 网上资金申购
发行日期	2011年04月26日
上市日期	2011年05月06日

基础数据

每股净资产(元)	1.84
每股经营现金流(元)	0.50
毛利率(%)	20.17
净资产收益率(%)	27.40
资产负债率(%)	57.80
发行后总股本(万股)	7510
B股/H股(万股)	—

联系人: 顾彦冰

电话: 021-50588666-8113

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

报告关键要素:

圣阳股份(002580)在创业板发行上市。募集资金投向高性能阀控密封式胶体电池产能扩张,项目投资总额20841万元。公司在通信和新能源储能用电池细分领域具有一定行业地位。

投资要点:

- 公司是国内领先的阀控密封式铅酸蓄电池专家。公司专业从事吸附式(AGM)和胶体(GEL)电池的研发、制造与销售,产品广泛应用于通信、新能源储能、车用动力、电力、计算机后备电源等领域。
- 铅酸蓄电池下游覆盖行业广、受细分市场波动影响小。通信用电池受益于通信行业基础设施建设快速增长;动力电池占据95%以上的电动自行车市场增速回升;新能源储能用电池将受益于风能等新能源的高速增长,以及推进节能减排进行的电网调峰;国家电网工程投资规模的增长和未来智能电网建设使电力后备用电池需求稳步增长。
- 公司竞争优势:产品定位中高端、技术领先且种类齐全;是我国首家出口免验资格企业,主导或参与了共计11项国家或行业标准的起草与制定;公司在通信和新能源储能用电池细分领域产销量分别位居行业前五名和前三强,是“金太阳”工程五家铅酸蓄电池供应商之一。
- 募集项目分析:公司本次公开发行股票1880万股,募集资金用于80万KVAh高性能阀控密封式胶体蓄电池的产能扩张,项目投资总额为20841万元,项目将进一步优化公司产品结构和提升公司综合竞争力。
- 盈利预测与公司估值:预测公司2011、2012年每股收益分别为0.78元和1.06元,建议给予公司2011年30-35倍的市盈率,对应合理股价区间为23.40-27.30元,首次给予公司增持评级。
- 风险提示:公司主要风险包括产能扩张风险和通信行业市场的不确定性。

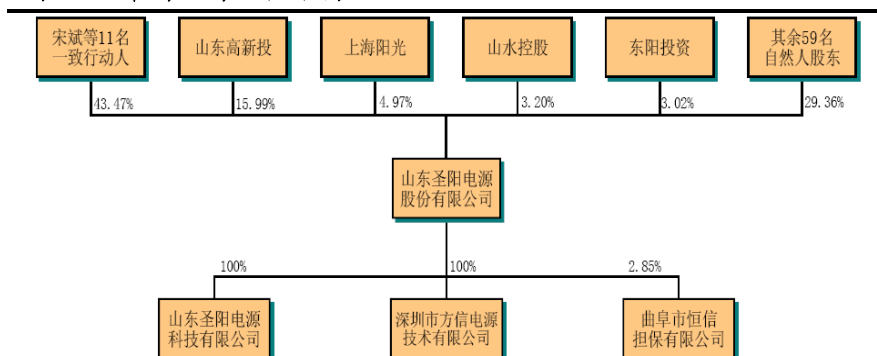
	2010年	2011年E	2012年E	2013年E
营业收入(万元)	73256.79	89878.76	110856.46	133171.86
增长比率(%)	18.51%	22.69%	23.34%	20.13%
净利润(万元)	4492.25	5887.16	7934.62	9662.83
增长比率(%)	8.21%	31.05%	34.78%	21.78%
每股收益(元)	0.60	0.78	1.06	1.29

1. 阀控密封式铅酸蓄电池专业制造商

公司前身圣阳实业1998年成立于山东曲阜，2007年变更为圣阳电源股份有限公司。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，是国家高新技术企业，产品包括吸附式(AGM)和胶体(GEL)电池两大类，目前吸附式和胶体电池产能分别为120KVAh和20KVAh，“圣阳”、“ABT”、“赛耐克”等品牌产品已被广泛用于通信、新能源储能、车用动力、电力、计算机后备电源等领域，并在通信和新能源储能用电池细分领域具有一定行业地位。公司立足国内市场，同时积极拓展国际市场，先后通过了通讯泰尔认证、新能源金太阳认证及中国人民解放军、铁道部、广电总局、船级社等行业认证和国家电力网络的使用许可。同时，自筹资金正投资建设动力和通信用锂离子电池，业务延伸至锂电池行业。2010年，公司实现营业收入7.33亿元，同比增长18.51%；实现净利润4492万元，同比增长8.19%。

上市前，宋斌等11名一致行动人持有圣阳股份43.47%的股权，为公司实际控制人。本次发行前公司总股本为5630万股，本次发行人民币普通股1880万股，发行后总股本为7510万股，占发行后股本总额的25.03%。

图1：上市前公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，中原证券

2. 行业分析及公司地位

2.1 铅酸电池：下游覆盖行业广、受细分市场波动影响小

二次电池中的铅酸、锂离子和镍氢电池各有特点，其主要应用领域也不同。其中，铅酸电池商业化应用已有130余年历史，特点是容量大、安全可靠性强、性价比高，占据二次电池70%的市场，主要用于通信、新能源储能、电动自行车和汽车启动等领域。

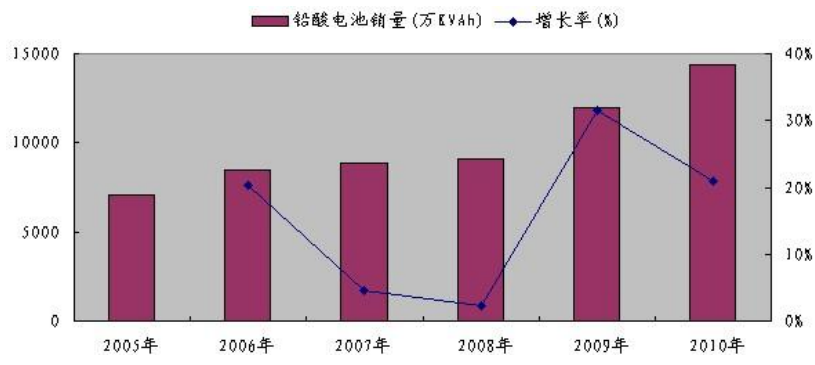
表 1: 二次电池性能比较

性能指标	铅酸电池	锂离子电池	镍氢电池
商品化时间(年)	1890	1992	1990
单体电压(V)	2	3.7	1.2
体积比能量(Wh/L)	50-100	250-300	200-240
质量比能量(Wh/Kg)	23-55	100-125	60-90
循环寿命(次)	300-1000	500-1500	500-800
自放电率(%/月)	2-15	5-10	10-20
工作温度范围(℃)	-40-60	-20-60	-20-50
电池容量范围(Ah)	0.8-10000	0.02-100	0.02-13
环保性能	阀控密封式无污染	无污染	无污染
安全性	好	较好	较好
经济性	好	差	一般
主要应用领域	后备电源、储能系统、电动车 辆、汽车启动、军用等	便携储能装置、 动力汽车等	电动工具、动 力汽车等

资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

2010年, 全国铅酸电池销量14416万KVAh, 同比增长20.84%。中国电池工业协会预计2011-2015年铅酸蓄电池市场需求的年均复合增长率为12%。

图2: 全国铅酸电池销量



资料来源: Wind, 中原证券

大容量阀控密封式铅酸蓄电池(简称VRLA电池, Valve Regulated Lead Acid Battery)是20世纪80年代发展起来的新一代铅酸蓄电池, 主要特点为充放电过程中实现了内部氧气的循环机制, 无需进行添加水和调整酸度等维护工作, 使用过程中无酸雾产生, 实现了铅酸蓄电池行业革命性的技术突破。阀控密封式铅酸蓄电池分为吸附式(AGM)和胶体(GEL)电池, 而胶体电池在我国正处于起步阶段, 具有较高的技术壁垒和毛利率, 是未来铅酸蓄电池的重点发展方向。

表 2: 阀控密封式电池性能比较

性能指标	AGM 密封电池	GEL 电池
浮充性能	浮充电压高、浮充电流大、散热差, 易发生“热失控”	浮充电压相对较低, 胶体电解液的热容高, 不易发生“热失控”
循环性能	200-300@100%D. O. D	最高 1200-1600@80%D. O. D
自放电	自放电率 3-5%/月, 电池常温搁置 6 月以上须充电	自放电率 1.5-1.8%/月, 电池常温搁置 2 年可无须充电
氧复合效率	95%以上	95%以上, 后期增高
电解液分层	无法完全克服电解质层化问题	无分层现象, 电池可正立或侧放使用
安全可靠	高	更高

资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

2009年美国奥巴马总统宣布拨款24亿美元支持“下一代电池和电动车”生产项目中, 传统的铅酸电池也从中受益, 分别是Exide受助3430万美元发展铅-炭电极生产先进的铅酸蓄电池, East Penn受助3250万美元生产铅酸电池同超级电容器结合的超电池, 目标均指向动力汽车。

2.2 受益通信行业基础设施建设快速增长

通信领域是阀控密封式铅酸蓄电池的主要市场之一, 主要用于通信基站和中心机房的后备电源, 目前阀控密封式铅酸蓄电池占据通信领域市场的90%以上。2009年, 国内通信基站约为120万, 后期增速预计为10%。通信用铅酸蓄电池使用寿命一般为4-6年, 保守估计该领域新增市场容量约为45亿元, 更换市场为10亿元。

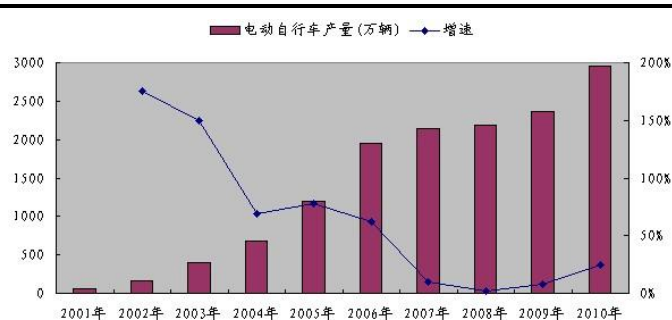
2009年, 公司通信用电池产销量位居行业前五名, 其主要竞争对手为江苏双登、光宇国际和南都电源。

图3: 新建基站统计及预测



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

图4: 2001-2010年全国电动自行车产量



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

2.3 电动汽车市场增速回升

铅酸蓄电池作为动力电池主要应用在电动自行车领域, 并占据95%以上的市场份额。2010年, 全国电动自行车产量为2954.4万辆, 同比增速为24.71%, 全国电动自行车保有

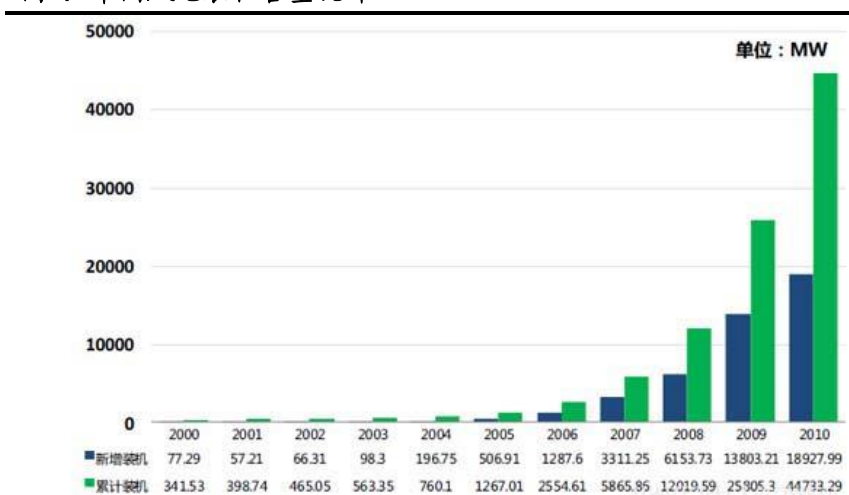
量约为1.3亿辆。电动自行车用铅酸电池的使用寿命为1-2年，每年需更换蓄电池近7000万套。根据每辆自行车350元的电池成本，新增电动自行车市场蓄电池平均每年的市场容量约为100亿元，蓄电池更换市场为245亿元。

2010年，公司“赛耐克”品牌被评为“2009年度消费者喜欢的电动车电池品牌”。

2.4 新能源及应急储能用电池领域大有作为

新能源储能技术受国家政策支持，处于快速启动期，主要应用领域包括光伏、风能发电储能和智能电网调峰调频等。2010年中国新增安装风电机组12904台，装机容量18927.99MW，同比增长37.1%；累计安装风电机组34485台，装机容量44733.29MW，同比增长73.3%。

图5：中国风电装机容量统计



资料来源：CWEA，中原证券

2009年全国电网容量为8.74亿，但电网峰谷比达10:0.7，而美国、日本和德国的峰谷比分别为1:0.25、1:0.4和1:0.2，一般发展中国家是1:0.63。为做到资源合理配置，推动采用规模储能技术进行电网调峰调频对节能减排具有重大意义，该领域市场容量巨大。

公司是国内最早进入新能源储能电池市场的企业之一，是GB/T22473-2008《储能用铅酸蓄电池》等多项国家标准的主要起草单位。2009年，公司新能源储能用电池产销量位居行业前三强。2010年，公司中标成为“金太阳”工程中五家铅酸蓄电池供应商之一。

2.5 电力后备电池需求稳步增长

传统电力用后备电源领域是市场容量较大、毛利率较高的市场。电力工业“十二五”规划将加强电网建设，彻底消除电网瓶颈，预计全国电力工业投资将达5.3万亿，比“十一五”增长68%。其中，电网投资2.55万亿，占电力总投资的48%，比“十一五”规划增长76%。2010年底，全国发电装机容量9.5亿千瓦，同比增长8.69%。可见，国家电网工程

投资规模的增长及未来智能电网建设，同现有装机容量带来存量蓄电池的替换需求，二者叠加将带动电力用电池未来市场需求的稳步增长。

表 3：“十一五”电网投资规划及变动情况 单位：亿元

年度	国网 (原计划)	南网 (原计划)	合计	国网 (新增)	南网 (新增)	总投资
2006	1893	199	2092	-	-	2092
2007	2254	197	2451	-	-	2451
2008	2520	480	3000	-	-	3000
2009	2800	660	3460	3000	300	6760
2010	2683	804	3487	3300	300	7087
十一五 投资总额	12150	2340	14490	6300	600	21390

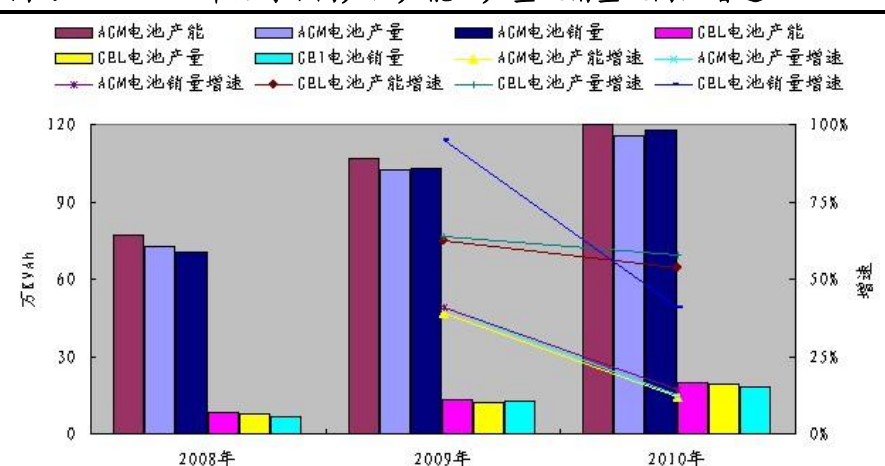
资料来源：公司招股说明书，中原证券

3. 公司经营与财务分析

3.1 公司产品定位中高端，综合优势明显

公司高性能阀控密封式铅酸蓄电池包括吸附式(AGM)和胶体(GEL)电池两类，具体形成了固定型GDM类、中小型SP类、前置端子FT类、动力型DM类、胶体类等五大类二十一个系列四百多个品种，已成为国内铅酸蓄电池行业产品系列最完整、技术水平和产品档次领先、生产规模居行业前列、具有较高知名度的大型阀控密封式铅酸蓄电池生产企业。2010年吸附式电池产能和销量增速分别为12.15%和14.30%，而对应胶体电池产能和销量增速分别为53.85%和41.05%，增速明显高于吸附式电池，产品结构得以进一步优化。

图6：2008-2010年公司不同产品产能、产量及销量及同比增速



资料来源：公司招股说明书，中原证券

目前，公司产品已覆盖通信、新能源储能、电力、计算机备用电源以及电动车辆电池等诸多领域，可有效分散单个行业市场需求波动带来的经营风险，并在通信和新能源储能用电池细分领域具有一定行业地位。

2009年12月，公司成为我国铅蓄电池行业首家获得出口免验资格的企业。对提升公司品牌无形资产价值、实现国际市场销售规模的更大突破具有重要意义，对整个蓄电池行业也将起到良好示范作用。根据中国电池工业协会统计：2009年，公司在全国铅酸蓄电池企业中按销售收入排名第17位，在固定用铅酸蓄电池中按产量排名第六位。公司是山东省专利明星企业，目前拥有专利25项，其中发明专利4项，拥有C01系列阀控密封铅酸蓄电池、太阳能风能储能胶体电池等多项核心技术；同时主导或参与了共计11项国家或行业标准的起草与制定。可见，公司在铅酸蓄电池行业具有较强影响力和综合竞争力。

3.2 公司经营分析

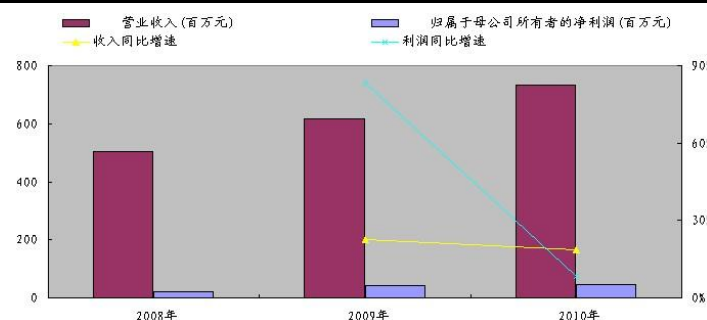
公司2009年和2010年营业收入同比增长分别为22.62%和18.51%，净利润同比增长分别为83.23%和8.19%。公司近三年期间费用率逐步下降表明公司管理水平提高，而存货周转率上升是由于公司存款管理水平提高以及工艺优化缩短了生产和交付周期，可进一步避免铅价波动带来的经营风险。与同类公司相比，

表 4：公司近三年盈利、经营情况及同类公司对比

	2008 年	2009 年	2010 年	风帆股份(2010 年)
营业收入(百万元)	504.13	618.14	732.57	3255
净利润(百万元)	22.66	41.52	44.92	48.73
净资产收益率-摊薄(%)	25.93	25.18	19.12	4.37
综合毛利率(%)	21.58	24.79	20.80	14.13
期间费用率(%)	15.82	15.94	13.53	11.27
销售净利率(%)	4.50	6.72	6.13	1.50
存货周转率(次)	6.04	6.61	7.90	3.05
应收账款周转率(次)	4.15	4.51	4.52	10.91

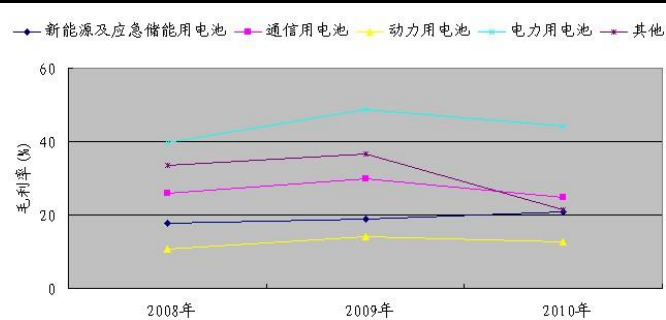
资料来源：Wind，中原证券

图7：2008-2010年公司营业收入、利润及同比增速



资料来源：Wind，中原证券

图8：2008-2010年公司不同领域产品毛利率

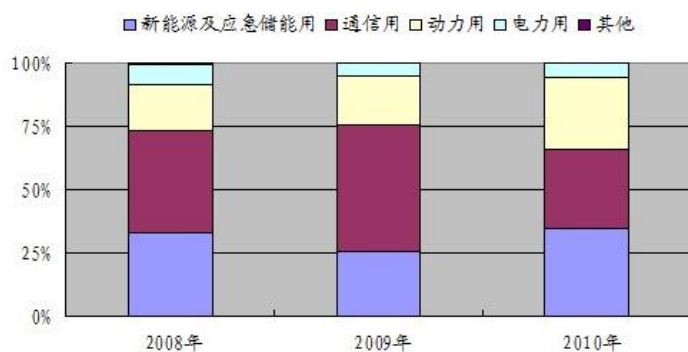


资料来源：Wind，中原证券

公司营业收入主要来源于新能源及应急储能用、通信用和动力用电池三大主营业务。2010年公司营收增速放缓的主要原因是通信用电池市场受中国联通、中国电信等通信运

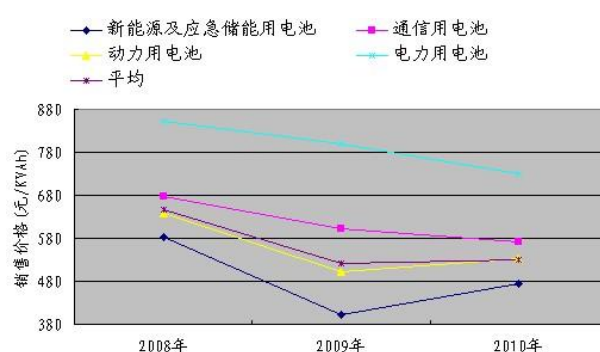
营商招标推迟导致其销售收入同比大幅下降近20个百分点；净利润增速放缓最主要因素是通信用电池销量下降25.58%和毛利率同比下降5.11%所致，毛利率降低是由于行业竞争加剧和公司为保证市场占有率在上游原材料铅成本上升的同时销售价格同比下降5.12%。

图9：2008-2010年公司营业收入构成



资料来源：公司招股说明书，中原证券

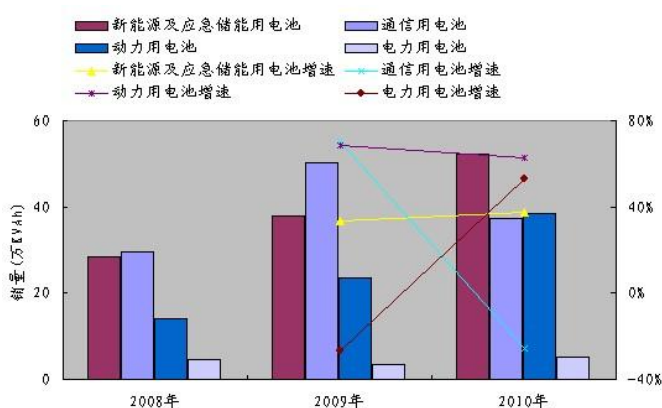
图10：2008-2010年不同领域产品销售价格



资料来源：公司招股说明书，中原证券

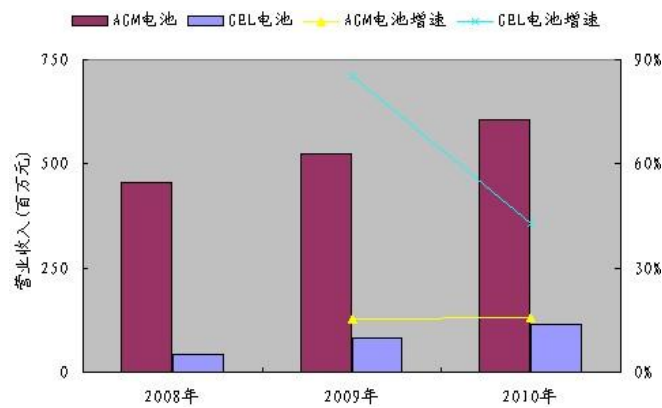
2009年、2010年GEL电池分别实现销售收入8037.91和11487.17万元，同比增速分别为85.33%和42.91%，高于同期AGM电池的15%的增速水平；GEL电池对应销售价格分别为633.77和639.16元/KVAh，高于公司同期522.38和531.37元/KVAh的水平。2010年，GEL电池毛利率比AGM电池高出5.09个百分点。

图11：2008-2010年公司不同领域产品销量及增速



资料来源：公司招股说明书，中原证券

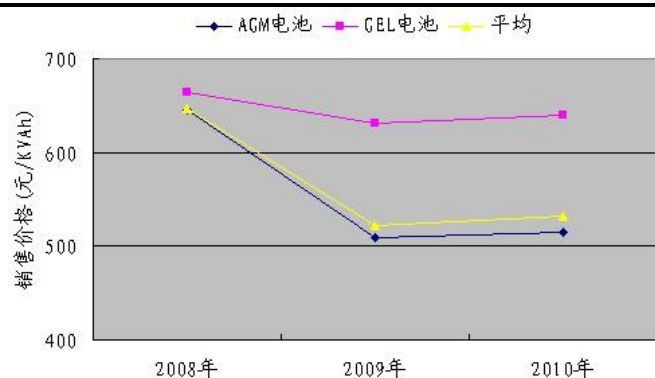
图12：2008-2010年公司不同产品营业收入



资料来源：公司招股说明书，中原证券

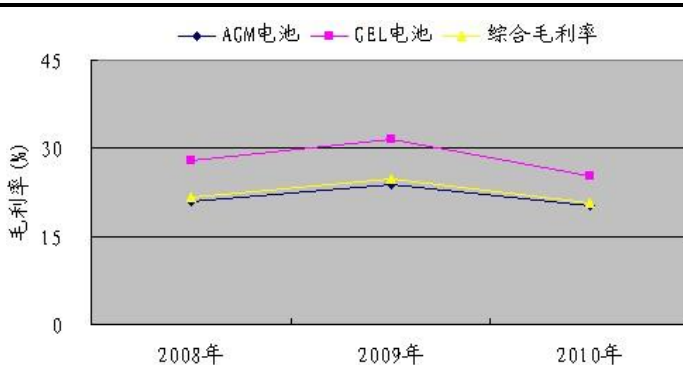
公司产品出口近30个国家和地区。2010年，出口实现营收108.1万元，同比增长55.25%，其主要原因是经济复苏导致海外市场中的通信和新能源领域投资快速恢复增长，对应占比从2009年的11.65%提升至2010年的15.35%，出口毛利率为13.51%。

图13: 2008-2010年公司不同产品销售价格



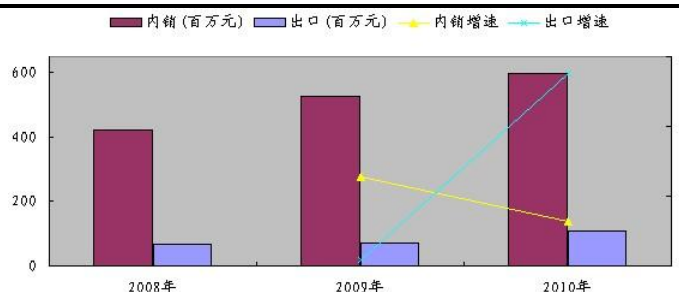
资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

图14: 2008-2010年公司不同产品毛利率



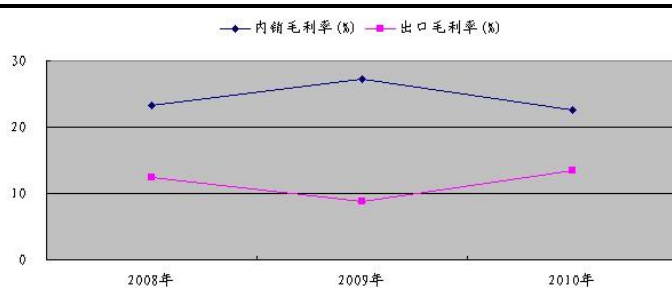
资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

图15: 2008-2010年公司不同地区营业收入



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

图16: 2008-2010年公司不同地区毛利率

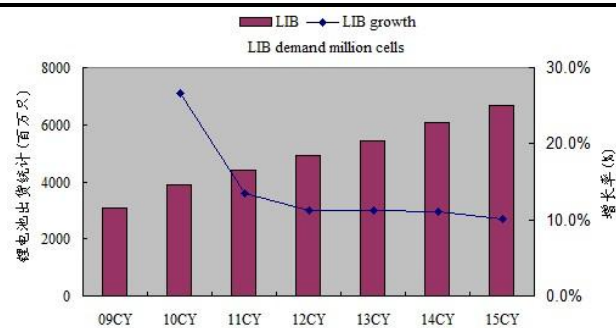


资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

3.3 公司积极进军锂电领域, 营收利润增亮点

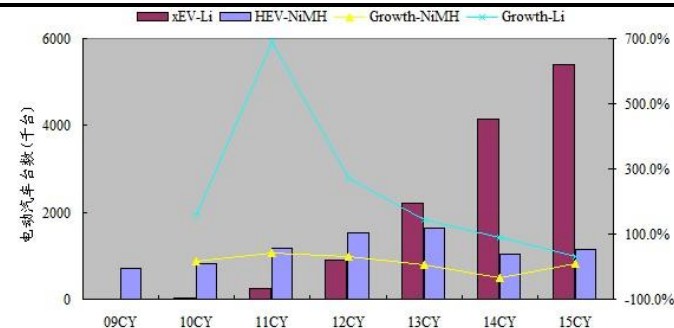
锂离子电池具有电压高、比能量大、可实现高功率充放电及循环性好, 已被广泛用于手机、笔记本电脑等便携装置中。2010年, 全球锂电池出货总量为38.84亿, 同比增长26.65%。预计2011年可达44亿只, 增速为13.4%, 后期年均增速保持为10%。在新能源汽车用动力电池方面, 锂电池将逐步替代镍氢电池成为市场的主流。由于一辆新能源汽车所需锂电池是普通手机电池的数千倍, 对应锂离子电池需求有望呈现爆发式增长。

图17: 全球锂电池需求及预测



资料来源: IIT, 中原证券

图18: 电动汽车统计及预测



资料来源: IIT, 中原证券

公司已使用自有资金分两期建设年产1500万Ah的锂离子电池生产线, 项目总投资

4500万元。其中，电动自行车和电动汽车用锂离子电池1000万Ah，通信用锂离子电池500万Ah，项目将于2011年正式投产。锂离子电池正极采用磷酸铁锂材料、负极采用动力电池首选材料中间相炭微球。目前，公司已完成电动车辆用动力锂离子电池10Ah电芯的研究开发，产品通过无锡国家电动自行车检测中心的检验，目前正处于中试阶段；完成通信接入网用48V10Ah、40Ah电池产品的试样，正处于中试期。其它大容量型号电池正处于进一步完善开发和样品试制化阶段。

4. 募集资金项目分析

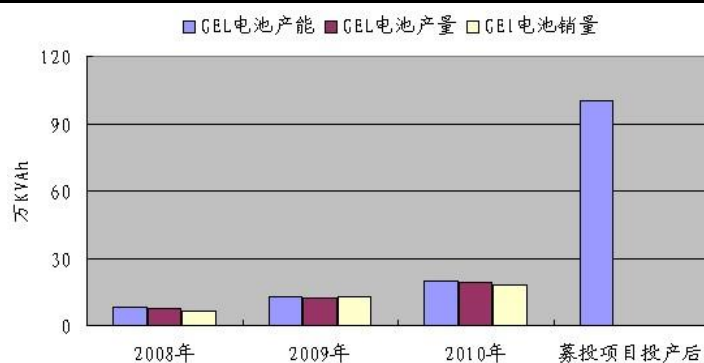
公司募集资金投向高性能阀控式密封胶体蓄电池建设，项目计划投资总额20841万元，项目建设期为1.5年，项目完成后将形成年产80万KVAh高性能阀控式密封胶体蓄电池的生产能力。其中，新建涂膏式胶体电池产能50万KVAh，可利用生产AGM电池的相关设备；新建管式胶体电池产能30万KVAh，需购置全新生产设备。

表 5: 募集资金运用计划

序号	项目名称	项目总投资	新增产能
1	高性能阀控式密封胶体蓄电池建设项目	20841 万元	80 万 KVAh 高性能阀控式密封胶体蓄电池

资料来源：公司招股说明书，中原证券

图19：公司GEL电池产能变化



资料来源：公司招股说明书，中原证券

项目完成将进一步丰富公司在阀控铅酸蓄电池领域，尤其是在胶体电池领域的产品系列，优化公司的产品结构，提高公司主营产品和技术含量，扩大新型胶体电池在通信、新能源储能和能力转换、电力系统和动力电池等高端领域的应用，进一步提升公司的核心竞争力和综合毛利率。

5. 盈利预测

按发行后总股本7510万股计算，预计公司2011年每股收益为0.78元，2012年每股收益1.06元。根据可比公司和近期中小板上市企业平均估值水平以及公司在行业中的地位，

给予公司2011年30-35倍PE，合理股价区间为23.40-27.30元，首次给予公司增持评级。

表 6：可比公司估值

公 司	代 码	股价(元) (05/06)	EPS (元)			PE		
			2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
风帆股份	600482.SH	16.04	0.11	0.20	0.28	145.82	78.98	56.50
南都电源	300068.SZ	21.91	0.36	0.76	1.13	60.86	28.87	19.33
科士达	002518.SZ	33.02	0.92	0.93	1.27	35.89	35.45	25.94
行业均值						80.86	47.77	33.92
圣阳股份	002580.SZ	23.51	0.60	0.78	1.06	39.18	30.14	22.18

资料来源：Wind，中原证券

表 7：公司盈利预测

单位(万元)

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
一、营业总收入	50413.25	61814.20	73256.79	89878.76	110856.46	133171.86
减：营业成本	39533.76	46492.72	58018.58	70195.31	85614.44	102275.99
营业税金及附加	236.13	278.79	269.60	399.96	482.23	613.92
销售费用	4039.95	5427.70	4754.66	6192.65	7516.07	8975.78
管理费用	2280.17	3130.66	3793.48	4511.91	5620.42	6765.13
财务费用	1654.91	1292.65	1363.15	1743.65	2183.87	2849.88
资产减值损失	103.63	472.45	86.06	109.72	260.06	440.59
加：投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	2564.70	4719.23	4971.26	6905.31	9179.37	11250.57
加：营业外收入	130.21	302.23	444.09	350.00	350.00	350.00
减：营业外支出	26.39	4.59	16.35	20.00	20.00	20.00
五、利润总额	2668.52	5016.88	5399.00	7055.56	9509.37	11580.57
减：所得税	402.34	865.37	906.75	1168.40	1574.75	1917.74
六、净利润	2266.19	4151.50	4492.25	5887.16	7934.62	9662.83
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	2266.19	4151.50	4492.25	5887.16	7934.62	9662.83
基本每股收益(元)	0.30	0.55	0.60	0.78	1.06	1.29

注：基本每股收益按发行后的总股本计算

资料来源：中原证券

6. 风险提示

公司面临的主要风险是：(1)募投项目产能扩张风险。募投项目全部投产后，胶体电池总产能达100万KVAh，同比增长400%。募投项目产品市场开拓受行业竞争和下游行业景气度影响可能受阻，公司将面临产能扩张带来的预期销售风险，从而影响公司经营业绩。(2)通信行业市场不确定性影响。通信用电池占公司营收比重较大，其销售规模和毛利率波动将随通信行业投资规模与市场需求出现波动，进而影响公司经营业绩。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。