

中性 首次

风帆股份（600482）

2009 年 3 月 9 日

电池概念集大成者，业绩爆发尚待时日

基础化工造纸行业分析师：刘金

liujin@htsec.com

021-23219421

事件：近日我们组织机构投资者前往河北保定，对电池概念的集大成者——风帆股份进行实地调研。公司目前国内铅酸蓄电池行业规模最大、技术力量最强、市场占有率最高的核心骨干企业。汽车启动用铅酸电池和工业电池是公司目前主要的利润来源；同时，公司也在进行锂离子电池和非晶薄膜太阳能电池的研发建设，未来有可能带来一定收益。我们调研的结论可以概括为如下几个主要方面：大股东实力强劲，但借风帆上市的可能性极小；汽车启动用蓄电池业务稳定增长；工业电池将受益于 3G 建设和电动车的发展；锂离子蓄电池效益尚未体现；太阳能非晶薄膜电池有望年底建成。根据我们的预测，公司 2008-2010 年 EPS 分别为 -0.56 元、0.12 元和 0.21 元。近期市场对电池概念股给予了极大的热情，但从风帆的实际情况看，如果锂电池和太阳能非晶薄膜电池不能尽早多贡献利润，公司目前的估值已经基本合理。综合考虑，我们首次给予风帆股份“中性”的投资评级。

1. 风帆股份是电池概念的集大成者

风帆股份有限公司隶属中国船舶重工集团公司。公司前身保定蓄电池厂（原 482 厂）始建于 1958 年，是“一五”期间国家 156 个重点建设项目之一，1992 年更名为风帆蓄电池厂，1996 年改制为保定风帆集团有限责任公司，2000 年 6 月由中国船舶重工集团公司作为主发起人设立股份公司，注册资本 2.18 亿元。2004 年 7 月，风帆股份 A 股（600482）在上海证交所挂牌上市，2006 年 2 月完成股权分置改革。公司目前国内铅酸蓄电池行业规模最大、技术力量最强、市场占有率最高的核心骨干企业。汽车启动用铅酸电池和工业电池是公司目前主要的利润来源；同时，公司也在进行锂离子电池和非晶薄膜太阳能电池的研发建设，未来有可能带来一定收益。可以说，公司是目前化工行业上市公司中电池概念的集大成者。

2. 大股东借风帆上市的可能性极小

风帆股份大股东为中国船舶重工集团公司。中国船舶重工集团公司（简称中船重工，CSIC）成立于 1999 年 7 月 1 日，是在原中国船舶工业总公司所属部分企事业单位基础上组建的特大型国有企业，是国家授权投资的机构和资产经营主体，由中央管理。中船重工是中国最大的造修船集团之一，拥有 46 个工业企业、28 个科研院所，员工 14 万人，总资产 1,900 亿元。其中包括国内外著名的大连船舶重工集团有限公司、渤海船舶重工有限责任公司、武昌造船厂、山海关船舶重工有限责任公司、青岛北海船舶重工有限责任公司、大连船用柴油机厂和中国舰船研究院、中国船舶科学研究中心等。集中集团公司旗下优质船舶配套资产，发起设立了中国船舶重工股份有限公司，并陆续组建了中国船舶重工国际贸易有限公司、中船重工船舶设计研究中心有限公司、中船重工财务有限责任公司、中船重工科技投资发展有限公司和中船重工物资贸易集团有限公司等一批专业公司。中船重工拥有较强的大型成套设备开发制造能力，自主开发生产的上百种非船舶产品（先后成功开发和推出的产品有蓄电池、大型钢结构、港口机械、烟草机械、自动化物流系统、煤气表等数百种机电设备），服务于航天、水电、冶金、石化、烟草、铁路、汽车以及市政建设等 20 多个行业和领域，并出口到世界各地。中船重工的战略目标是创建中国最强最大、国际一流的船舶集团，成为中国造船业的主导力量和中国海军装备最强最大的供应商。

由于风帆股份为中船重工旗下唯一一家 A 股上市公司，之前曾有传闻认为中船重工会借风帆股份来整体上市。由于中船重工已经将旗下优质船舶资产发起成立了中国船舶重工股份有限公司，并打算单独在 A 股 IPO，因此，我们判断大股东借风帆上市的可能性极小。

3. 汽车启动用蓄电池业务稳定增长

铅酸蓄电池具有成本低廉、大容量、高功率、长寿命、安全可靠等优点，被广泛地应用于国民经济的各个领域，是目前世界上产量最大、用途最广的一种电池，铅酸蓄电池销售额占全球电池销售额的 30%以上。汽车启动用蓄电池（主要为机动车的起动、照明及车载电器提供电源）是铅酸蓄电池的最主要用途，约占铅酸蓄电池需求量的 60-70%，国内则高达 80%以上。

从我国的情况看，一般家庭用车中蓄电池的寿命为 3 年，公交车中蓄电池的寿命为 2 年，出租车中蓄电池的寿命为 1 年，卡车中蓄电池的寿命为 1 年。去年下半年开始美国次贷危机引发了全球性的金融危机乃至经济危机，全球新车的销售也出现了大面积滑坡，但由于中国的城市化和工业化进程仍在推进，汽车行业仍处于较快的增长期，因此，从较长时期看，中国汽车的产量和保有量仍将保持较快增长。目前，中国每年的汽车产量约在 1000 万辆左右，保有量约为 4000 万辆。因此，未来很长一段时间，汽车启动用蓄电池仍有很大市场。

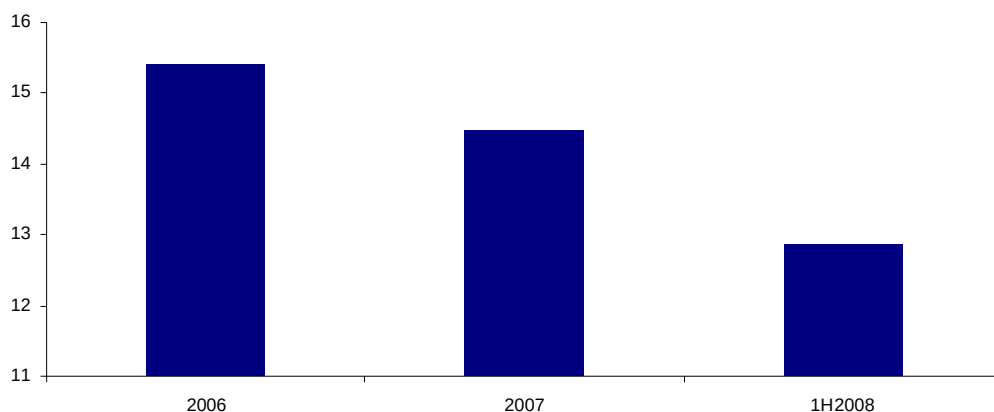
国内铅酸蓄电池生产企业有 100 余家，较大规模的有 30 家。其中，风帆股份为国内最大的铅酸蓄电池生产企业。第二至第五名分别为上海江森自控、湖北骆驼、天津统一企业、华扬。

目前，公司汽车启动用蓄电池中，近 30%用于主机市场（即新车市场），70%以上用于替换市场（即售后维修市场）。在主机市场，公司约占 35%的市场份额，替换市场约占 25%的市场份额。公司公告，公司 2008 年汽车启动用蓄电池总销售量约为 681 万只；而我们了解到，第二至第四名铅酸蓄电池厂家总计销售的汽车启动用蓄电池的数量为 600 万只左右。由此可以看到风帆股份在汽车启动用蓄电池方面的实力。

目前，公司汽车启动用蓄电池生产能力为 1050 万只。公司 2007 年底进行了非公开发行，募集资金中的 2.7 亿元用于再建 300 万只全密封免维护铅酸蓄电池。原计划这 300 万只产能 2009 年底建成，由于全球性经济危机，目前，这一新增产能推迟到 2010 年底实现。届时，公司的铅酸蓄电池生产能力将达到 1350 万只。需要说明的是，就铅酸蓄电池而言，一般正常的产量只能达到设计产能的 90%左右。

公司在全国各地都有销售网络。35%的铅酸蓄电池是通过自销实现的，65%是通过经销商完成的。公司在汽车启动用蓄电池上的销售策略是：在主机市场以平价销售（基本以成本价销售）为主，保住市场份额；而在替换市场，则提高价格。毛利的实现主要依靠替换市场实现。从图 1 我们看到，2006 年以来，风帆股份蓄电池业务毛利率逐步下滑，2006 年还在 15%以上，2008 年上半年已经下降不及 13%。这一方面是由于铅价波动所致，另一方面则说明了铅酸蓄电池市场竞争激烈。

图 1 2006 年以来风帆股份蓄电池业务毛利率变化（%）



资料来源：公司公告、海通证券研究所

4. 工业电池将受益于 3G 建设和电动车的发展

公司生产的工业电池主要用途包括电动自行车、电动摩托车、铁路部门、通信基站、电力等。

我国电动自行车发展很快,2000年导入市场,2005年已经达到了约1300万辆,2006年达到1950万辆。目前我国自行车用户约4.5亿,全国自行车保有量在6亿辆左右。专家预测,未来十年内,将有部分自行车用户成为电动自行车用户,届时,全国电动自行车保有量将增加到4000万辆以上。一般来说,每辆电动自行车使用三只12V10Ah的电池,一般1-2年左右需要更换一次电池。因此,电动车蓄电池市场前景广阔。

另外,今年开始,国家在3G建设上加大投入,风帆股份的工业电池将因此受益。

公司2007年底定向增发募集的4.5亿元资金中,1.8亿元用于投资年产100万KVAH工业密封铅酸蓄电池项目。该生产线已经在2008年投入生产,但我们判断该业务2008年贡献的利润为负。公司原计划投资5亿元,用于完成400万KVAH工业用密封铅酸蓄电池的年生产能力,上述100万KVAH为一期工程,其余为二、三期工程。由于经济危机的因素,二、三期工程有所推迟。

5. 锂离子蓄电池效益尚未体现

公司在2000年成立了锂电池项目组,并成立了锂电池实验室。2006年,公司依托国内成熟技术进行自主研发,投入2亿元,建设了1条日产10万只(年产3000万只)的圆柱型锂电池生产线。公司生产的这种锂电池主要用于笔记本电脑的维修市场。这条生产线已经于2007年8月投入使用,但目前,生产线仍不太稳定。我们判断,公司的锂电池业务2008年仍处于亏损状态。公司原计划第二条年产3000万只的锂电池生产线在2008年投入建设,由于第一条尚不稳定,因此,第二条生产线上马进度推迟。同时,公司之前也有打算再次投入5亿元,用于日产40万只的动力锂电池(主要用于电动工具)生产线。目前看,这些计划都有所推后。

目前,圆柱型锂电池单价为18-19元左右,较国际市场便宜不少。如果生产稳定性可以攻克,公司一期的3000万只生产线每年能够带来9000万元左右的收入和900万元左右的净利润。

6. 太阳能非晶薄膜电池有望年底建成

公司长期在电池领域发展,对太阳能电池业务也一直关注。2006年4月曾决定投资3.99亿元用于建设多晶硅太阳能电池片项目。由于看到在随后的太阳能热当中不少公司盲目投资,导致硅材料价格飞涨,晶体硅电池厂家利润严重下滑,因此,公司及时停止投资。

经过深入调研,2008年9月5日,公司召开2008年第一次临时股东大会通过了与美国艾密欧光伏有限公司(AMELIO SOLAR, INC.)合资设立保定风帆光伏能源有限公司的议案,决定采用国际领先的非晶硅薄膜电池设备及工艺技术,快速投建非晶硅薄膜太阳能电池项目。9月19日,风帆股份与艾密欧公司举行了合资签约仪式。项目总投资10500万元,其中建设投资9450万元,铺底流动资金1050万元。合资公司注册资本为1000万美元,其中风帆股份有限公司出资750万美元,出资比例为75%,处于控股地位;美国艾密欧公司出资250万最终,出资比例为25%。项目预计今年底建成,投产后预计一期年产5MW;以后逐步扩大,计划未来扩大到25MW;最终目标为年产能100MW。预计达产后合资公司一期销售收入为1亿元,税前利润在2000万元左右。

7. 今年6月有望完成对铅矿的详勘

目前,汽车启动用铅酸蓄电池和工业用铅酸蓄电池为公司的主要利润来源。每个汽车用蓄电池的用铅量在10KG以上。现在,公司每年的用铅量在20万吨左右。在公司的生产成本中,铅占了最大的比重,最高时达到蓄电池生产成本的60-70%。

为了减少原材料的制约瓶颈,公司一直在考虑向上游拓展,形成一体化的经营。2007年8月28日,公司与天津华北地质勘查总院签定《探矿权转让合同》(合同金额为6800万元)。公司向天津华北地质勘查总院购买位于河北省涞源县和涞水县境内的部分探矿权。涞源县钼巴岭铅锌矿资源概况如下:地理位置位于涞源和涞水县境内的红岭字、东团堡两个探矿权及《河北省涞水县南款金矿区金银矿普查》探矿权的一部分,合计探矿权面积约36万平方千米。初步勘查的结果显示,探矿权面积内蕴含的资源储量为:黄金10.2吨;白银1550吨;铅加锌87万吨,初步估计该矿储量价值在150亿元以上。公司已经委托了专业探矿机构对这一部分矿权进行详勘,预计今年6月底能够基本完成。

8. 盈利好转尚需时日

今年1月14日,公司已经发布2008年业绩预亏公告。公告称,预计2008年亏损额度大约在2.5亿元—2.7亿元之间。亏损的主要原因有三个方面。

第一,公司蓄电池销售呈现明显的季节性,一般都是第4季度业绩比较好。这一方面是因为第4季度汽车销售逐步进入旺季;另一方面,冬天由于电池放电少,换电池频率增加。但2008年由于铅价下跌,产品价格不及原材料价格从而形成了倒差价,而经济危机因素导致存货大大增加,因此,公司销售毛利率由2007年的14.36%下降到2008年的约8.04%。

第二,受全球金融危机影响,汽车市场销售不畅造成蓄电池销售不乐观,使得公司销售费用增加。同时公司增大投资及增长职工工资造成管理费用增加。

第三,由于管理不善,预计公司出口一笔电铅业务货款存在较大损失风险,因此对此笔业务100%计提资产减值准备,该业务将对公司2008年度利润直接造成共计1.44亿元重大损失。

从目前的生产经营看,情况在逐步好转,高成本存货在逐步消化,1月初,公司本部的存货只有80万只左右。但我们判断,由于汽车市场尚未完全恢复,公司一季度实现盈利的难度仍非常大。

9. 盈利预测与投资建议

假定公司2009年汽车启动用蓄电池销量为800万只,2010年达到880万只;锂离子电池和太阳能非晶薄膜电池2010年开始贡献利润。这样我们得到表2的利润表预测。根据我们的预测,公司2008-2010年EPS分别为-0.56元、0.12元和0.21元。

表1 风帆股份盈利预测(万元)

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
一、营业总收入	137371.76	187281.56	262732.84	317100.00	335259.91	386285.90
二、营业总成本	130933.56	179513.98	248536.12	328522.96	328554.71	374697.33
其中:营业成本	114382.89	158523.05	224994.04	291605.16	295028.72	336068.74
其他营业成本	0	0	0	0	0	0
营业税金及附加	347.43	660.23	298.32	4756.50	3352.60	3862.86
销售费用	8234.97	10209.77	7616.80	9513.00	10057.80	11588.58
管理费用	6014.92	6559.82	8238.00	11098.50	10057.80	11588.58
财务费用	1953.35	2984.11	6487.03	12049.80	10057.80	11588.58
资产减值损失	0	577.00	901.94	-500.00	0	0
三、非经营性净收益	0	0	15.00	0	0	0
四、营业利润	6438.20	7767.57	14211.72	-11422.96	6705.20	11588.58
加:营业外收入	69.73	116.04	330.44	0	0	0
减:营业外支出	89.58	193.17	276.26	14400.00	0	0
其中:非流动资产处置净损失	0	6.704123	160.582565	14400.00	0	0
五、利润总额	6418.35	7690.44	14265.90	-25822.96	6705.20	11588.58
减:所得税费用	1086.38	1005.90	2644.58	0.00	1005.78	1738.29
六、净利润	5331.97	6684.55	11621.32	-25822.96	5699.42	9850.29
归属于母公司所有者的净利润	5323.13	6686.96	11616.80	-25832.96	5689.42	9840.29
少数股东损益	8.84	-2.41	4.52	10.00	10.00	10.00
每股收益(元)	0.24	0.31	0.53	-0.56	0.12	0.21

注:2008-2010年总股本按46100万股计算。

资料来源:海通证券研究所

近期市场对电池概念股给予了极大的热情,但从风帆的实际情况看,如果锂电池和太阳能非晶薄膜电池不能尽早多贡献利润,公司目前的估值已经基本合理。综合考虑,我们首次给予风帆股份“中性”的投资评级。

10. 主要不确定因素

铅价波动;未来电铅业务货款有望收回一部分;铅酸蓄电池的销售情况;锂电池和太阳能非晶薄膜电池的项目进展程度。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

刘金：基础化工及造纸行业分析师

重点研究上市公司：广东榕泰、三爱富、新安股份、蓝星新材、金发科技、风神股份、烟台万华、华泰股份、晨鸣纸业、太阳纸业、博汇纸业。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。