

汪刘胜
 0755-25310137
 wangls@cmschina.com.cn
 范玉琢
 0755-83734407
 fanyz@cmschina.com.cn

2009年3月27日

风帆股份 (600482.SH)/12.76元

铅酸电池将稳定，锂及非晶硅电池将快速成长

工业·汽车

目标价格：16元

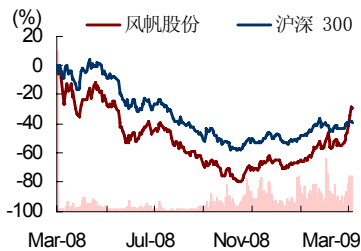
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2362
总股本(万股)	46100
已上市流通股(万股)	29503
总市值(亿元)	59
流通市值(亿元)	38
每股净资产(MRQ)	2.2
ROE(TTM)	-28.9
资产负债率	60.7%
主要股东	中船重工集团公司
主要股东持股比例	34.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	36	113	-21
相对表现	23	102	16



相关报告

- 1、《2009年汽车行业投资策略报告》2008/12/17
- 2、《2008年汽车行业投资策略报告》2008/1/9
- 3、《2007年四季度汽车行业投资报告》2007/10/12
- 4、《2007年中期汽车行业策略报告》2007/6/25
- 5、《上海汽车(600104) - 最优秀的国际化本土汽车企业》2007/6/18
- 6、《一汽轿车(000800) - 自主品牌将成为未来利润增长点》2007/3/2
- 7、《从产业发展现状，寻找综合实力较强企业》2007/1/22

08年公司实现销售收入31.5亿元，同比增长20%，由于一次性计提大额减值准备和毛利率下降使公司净利润亏损2.87亿元。我们认为09年公司毛利率将会回升至正常水平，公司矿产资源价值较高，锂电池和薄膜电池项目将成为公司盈利增长点，继续维持对公司“审慎推荐-A”的投资评级。

- **2008年计提资产减值损失使公司未来“轻装上阵”。**2008年公司一次性计提了1.57亿元的资产减值损失，其中坏账损失1.49亿元，存货跌价损失0.07亿元，大额计提减值损失后，将使公司未来经营压力变小。
- **2009年毛利率将回升。**原材料价格上涨使公司毛利率从07年14.4%下降到08年8.0%，预计在09年原材料价格较低水平下，毛利率水平将回升到12.5%。
- **锂电池和薄膜电池符合发展，将成为公司未来盈利贡献点。**公司锂电池项目已经投产，非晶硅薄膜太阳能电池项目也已开始进行建设，这两项业务未来市场容量巨大，可能成为未来公司重要的盈利增长点。
- **矿产资源重估价值较高，矿产开采同时能稳定公司经营。**公司的镰巴岭铅矿已获探矿权证并展开细勘工作，预计6月份将出结果。初勘探明黄金储量10.2吨、白银储量1550吨、铅锌储量87万吨，矿产资源重估价值较高：
 - 1) 黄金白银价值测算。吨白银价格480万元/吨，黄金20000万/吨，1550吨白银换算成黄金37.2吨，折合黄金储量47吨。按照5500万/吨市值保守估计，黄金白银市值达到25.85亿元，折合每股5.6元。
 - 2) 铅锌矿87万吨。按照3000元/吨测算市值达22亿元，折合每股5.66元。
- **预估每股收益09年0.23元、10年0.25元。**同比分别增长-137%和12%；
- **维持“审慎推荐-A”的投资评级。**我们预计随着毛利率水平回升，公司2009年主业经营将回到正常水平，业务稳定成长；在目前新能源汽车及光伏发电政策积极推进情况下，锂电池和薄膜太阳能电池项目进展情况可能会超预期。矿产资源的价值重估将进一步提升公司的投资价值，主业按照20倍09EPS估值，短期目标价格16元（主业4.6元、资源价值11.3元），继续维持“审慎推荐-A”的投资评级。矿产资源不确定性为最大的风险，也是最大的机会。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	2627	3150	3571	3902	4200
同比增长	40%	20%	13%	9%	8%
营业利润(百万元)	142	(291)	128	143	155
同比增长	83%	-305%	-144%	12%	8%
净利润(百万元)	116	-287	105	117	127
同比增长	74%	-347%	-137%	12%	8%
每股收益(元)	0.50	-0.62	0.23	0.25	0.27
PE	25.3	-20.5	56.0	50.1	46.4
PB	2.2	5.8	5.2	4.7	4.3

资料来源：招商证券

大额计提减值损失使公司出现亏损。2008 年公司计提了 1.57 亿元的资产减值损失，造成净利润出现亏损 2.87 亿元，但我们认为公司一次性大额计提了资产减值损失后，甩掉了包袱，使公司未来经营发展“轻装上阵”。

原材料高涨使公司毛利率下降 6 个百分点。2008 年公司产品原材料价格大幅上涨，使公司产品综合毛利率从 2007 年的 14.4% 下降到 8.0%，特别是 4 季度，为了消化高价库存原材料，单季度毛利率为-15%。

期间费用略有增长。2008 年公司销售费率和管理费率分别为 3.8% 和 3.7%，比 2007 年分别提高了 0.9 和 0.6 个百分点，原因在于 2008 年公司为了应对汽车市场销售下滑而加大了销售力度，造成销售费率有所增加，同时项目投资增大以及职工工资上涨使管理费率略有增加；

表1：2008年业绩回顾

	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	2007	2008
一、营业总收入	457	657	719	795	1036	827	843	444	2627	3150
二、营业总成本	442	641	696	706	1011	813	857	760	2485	3441
其中：营业成本	397	589	631	633	908	722	760	512	2250	2902
营业税金及附加	1	1	1	1	21	1	4	-15	3	11
营业费用	20	13	26	17	25	24	30	41	76	120
管理费用	17	20	20	26	27	27	32	30	82	116
财务费用	8	16	19	22	30	38	32	37	65	136
资产减值损失	0	2	0	7	0	2	-1	156	9	157
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	14	16	23	89	25	14	-15	-316	142	-291
加：营业外收入	0	1	1	1	0	0	7	2	3	9
减：营业外支出	0	1	1	1	0	0	0	1	3	2
五、利润总额	15	16	23	89	26	15	-8	-316	143	-284
减：所得税	2	2	4	18	6	5	1	-9	26	3
六、净利润	12	14	19	72	19	10	-9	-307	116	-287
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	12	14	19	72	19	9	-9	-307	116	-287
EPS	0.03	0.03	0.04	0.16	0.04	0.02	-0.02	-0.67	0.25	-0.62
主要比率										
毛利率	13%	10%	12%	20%	12%	13%	10%	-15%	14%	8%
营业利润率	3%	2%	3%	11%	2%	2%	-2%	-71%	5%	-9%
净利率	3%	2%	3%	9%	2%	1%	-1%	-69%	4%	-9%
营业费率	4%	2%	4%	2%	2%	3%	4%	9%	3%	4%
管理费率	4%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	7%	3%	4%
实际税率	16%	14%	18%	20%	25%	35%	-7%	3%	19%	-1%
YOY										
收入增长率	35%	57%	48%	26%	127%	26%	17%	-44%	40%	20%
归属母公司净利润	48%	51%	41%	97%	58%	-31%	-148%	-529%	74%	

数据来源：招商证券

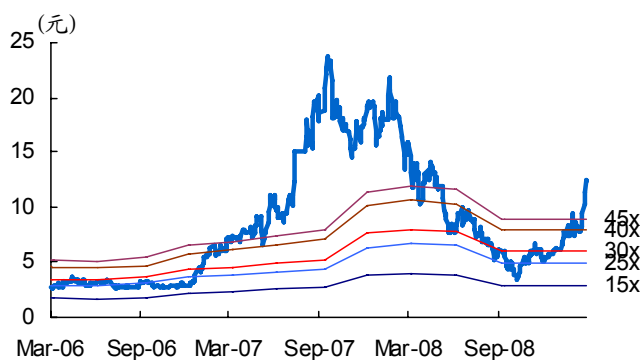
图1：铅价走势分析


数据来源：招商证券

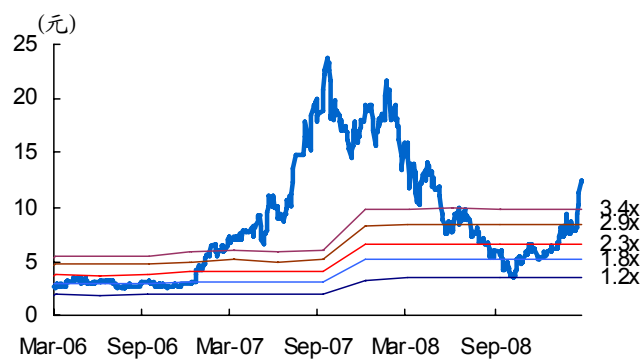
表2：营业收入预测

营业收入	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
蓄电池	2149	2630	3024	3327	3593
铅合金	368	383	395	410	431
电池壳体	4	1	1	1	1
隔板	2	4	4	4	5
其他	17	20	20	20	21
合计	2539	3037	3444	3763	4050
毛利率	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
蓄电池	15.7%	8.9%	13.5%	13.2%	13.0%
铅合金	8.2%	2.3%	5.0%	6.0%	6.0%
电池壳体	3.2%	19.9%	20.0%	18.0%	20.0%
隔板	30.0%	32.3%	33.0%	34.0%	35.0%
其他	1.5%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	14.5%	8.1%	12.5%	12.4%	12.3%

数据来源：招商证券

图 3：风帆股份历史 PE Band


资料来源：招商证券

图 4：风帆股份历史 PB Band


资料来源：招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2174	1458	2161	2335	2495
现金	280	390	400	410	420
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	161	80	179	195	210
应收款项	317	258	346	378	407
其它应收款	20	20	29	31	34
存货	1315	615	1082	1184	1277
其他	82	95	125	137	147
非流动资产	1040	1141	1186	1184	1183
长期股权投资	5	5	5	5	5
固定资产	785	811	868	879	888
无形资产	127	129	117	105	94
其他	123	196	196	195	195
资产总计	3214	2600	3346	3519	3678
流动负债	1888	1574	2220	2275	2307
短期借款	1634	1170	1820	1840	1840
应付账款	131	101	187	205	221
预收账款	15	50	31	34	37
其他	109	252	181	196	209
长期负债	4	4	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4	4	0	0	0
负债合计	1892	1578	2220	2275	2307
股本	231	461	461	461	461
资本公积金	865	750	750	750	750
留存收益	225	(190)	(85)	32	159
少数股东权益	1	1	1	1	1
母公司所有者权益	1321	1021	1126	1243	1370
负债及权益合计	3214	2600	3346	3519	3678

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	(1111)	0	(440)	181	202
净利润			105	117	127
折旧摊销			102	101	101
财务费用			90	91	91
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(514)	(131)	(119)
其它		0	(223)	2	2
投资活动现金流	(311)	0	(100)	(100)	(100)
资本支出			(100)	(100)	(100)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	1492	0	550	(71)	(92)
借款变动			644	21	(0)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			0	0	0
其他			(94)	(91)	(91)
现金净增加额	70	0	10	10	10

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2627	3150	3571	3902	4200
营业成本	2250	2902	3124	3417	3685
营业税金及附加	3	11	4	4	5
营业费用	76	120	107	117	126
管理费用	82	116	118	129	139
财务费用	65	136	90	91	91
资产减值损失	9	157	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	142	(291)	128	143	155
营业外收入	3	9	0	0	0
营业外支出	3	2	0	0	0
利润总额	143	(284)	128	143	155
所得税	26	3	23	26	28
净利润	116	(287)	105	117	127
少数股东损益	0	(0)	0	0	0
母公司所有者净利润	116	(287)	105	117	127
EPS (元)	0.50	(0.62)	0.23	0.25	0.27

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	40%	20%	13%	9%	8%
营业利润	83%	-305%	-144%	12%	8%
净利润	74%	-347%	-137%	12%	8%
获利能力					
毛利率	14.4%	7.9%	12.5%	12.4%	12.3%
净利率	4.4%	-9.1%	2.9%	3.0%	3.0%
ROE	8.8%	-28.1%	9.3%	9.4%	9.3%
ROIC	5.6%	-7.1%	6.1%	6.2%	6.3%
偿债能力					
资产负债率	58.9%	60.7%	66.3%	64.6%	62.7%
净负债比率	52.6%	45.2%	54.4%	52.3%	50.0%
流动比率	1.2	0.9	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力					
资产周转率	0.8	1.2	1.1	1.1	1.1
存货周转率	2.5	3.0	3.7	3.0	3.0
应收帐款周转率	10.6	10.9	11.8	10.8	10.7
应付帐款周转率	17.7	25.0	21.6	17.4	17.3
每股资料(元)					
每股收益	0.50	-0.62	0.23	0.25	0.27
每股经营现金	-4.82	0.00	-0.95	0.39	0.44
每股净资产	5.73	2.21	2.44	2.70	2.97
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	25.3	-20.5	56.0	50.1	46.4
PB	2.2	5.8	5.2	4.7	4.3
EV/EBITDA	7.6	-12.9	6.2	5.9	5.8

分析师简介

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究4年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名。现为新能源网行业顾问，南方都市报汽车研究院特聘研究员。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

范玉琢，浙江大学电气工程及其自动化专业学士，上海财经大学金融学硕士，现为招商证券研究发展中心助理分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。