



分析师

王静、李青

电话: 010-62294632

Email: wangjing1@hysec.com

风帆股份 (600482)
持有(首次)

新能源产业/调研报告

传统业务稳定增长, 新能源尚需等待

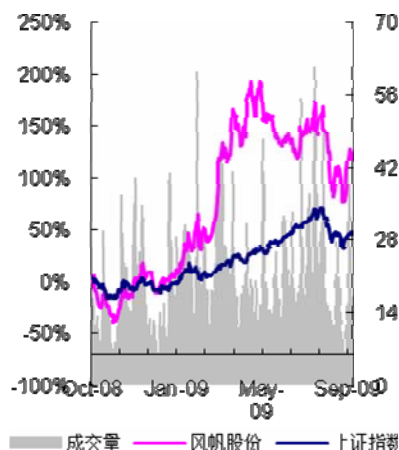
公司数据

总股本(万股)	46100
流通股(万股)	29503
每股净资产	2.23
主要股东	中国船舶重工集团公司
主要股东持股比例	33.99%

交易数据

一年价格波动区间	3.47~16.59
半年绝对表现	53.51%
半年相对表现	13.73%
半年换手率	7.30%

市场表现



投资要点:

- 风帆股份有限公司隶属中国船舶重工集团公司, 是其旗下唯一上市公司。
- 目前公司主营业务为汽车启动用铅酸蓄电池, 为公司贡献 90% 以上的利润。
- 公司居于国内铅酸蓄电池行业龙头地位, 在行业内具有一定的技术优势和品牌优势。
- 随着我国汽车工业的飞速发展, 公司的主营业务年增长将在 15% 以上。
- 公司锂电池项目已经建设完成, 但需要进行工艺和技术的改进, 短期内无法获得收益。
- 非晶硅薄膜电池项目在建, 受电池价格下降的影响, 项目能给公司带来的收益有限。
- 探矿权项目仍在勘探之中, 后续程序的落实尚需一定的过程, 此前难以给公司带来实质性收益。
- 我们预测 2009 及 2010 年每股收益为 0.20 及 0.34 元, 给予“持有”评级。

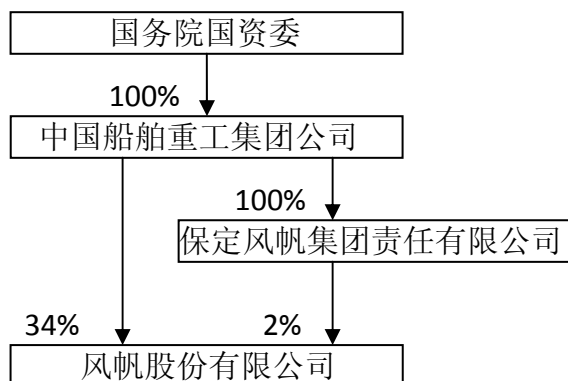
相关研究:

主要经营指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(百万元)	2627.33	3149.71	3367.04	3983.21	4594.23
同比增长率	40.29%	19.88%	6.90%	18.30%	15.34%
净利润(百万元)	116.06	-287.54	93.14	156.54	209.84
同比增长率	73.73%	-	-	68.06%	34.05%
每股收益(元)	0.25	-0.62	0.20	0.34	0.46

1 公司简介

风帆股份有限公司隶属中国船舶重工集团公司，是其旗下唯一上市公司。公司前身保定蓄电池厂始建于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。“风帆股份”2004年7月在上海证交所挂牌上市，2006年2月完成股权分置改革。

目前公司总股本为4.61亿股，流通股总股本为2.95亿股，公司持股结构如下图所示，中国船舶重工集团公司持有的34%股份和保定风帆集团有限责任公司持有的2%股份将分别于2010年2月17日和2010年10月10日解禁。



公司控股股东和实际控制人为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，是中国最大的造修船集团之一，拥有我国目前最大的造修船基地，拥有国内最齐全的船舶配套能力，是国防科工委下属的10大军工集团之一。

2 业务分析

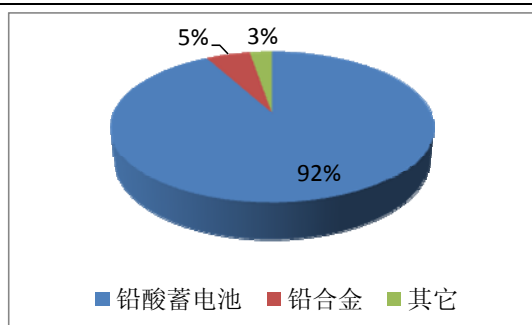
2.1 传统铅酸电池业务

铅酸蓄电池是1859年由普兰特(Plante)发明的，至今已有一百多年的历史。铅酸蓄电池自发明后，在化学电源中一直占有绝对优势。这是因为其价格低廉、原材料易于获得，使用上有充分的可靠性，适用于大电流放电及广泛的环境温度范围等

优点。虽然目前储能蓄电池不断更新换代，从镍镉电池到镍氢电池，从钴酸锂到锰酸锂和磷酸铁锂电池，甚至燃料电池的研发，使得铅酸电池充放电寿命短、体积大、分量沉等缺点日益显现。然而在汽车启动用蓄电池市场，由于对电池大功率瞬间放电需求及成本考虑，目前国内外汽车启动用配套电池市场 99%以上仍以铅酸蓄电池为主。我们认为在未来 2-3 年，除非电池技术出现重大突破，否则铅酸电池在这一市场仍将占据绝对地位。

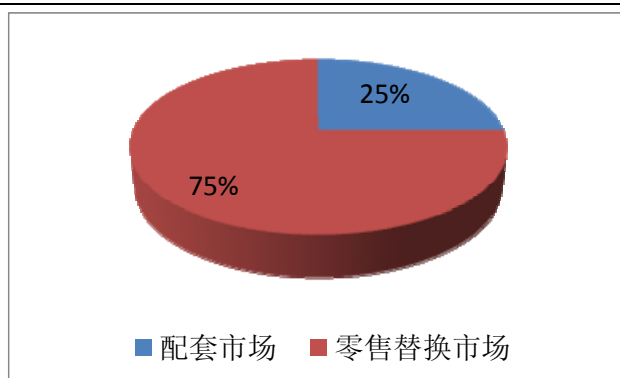
公司的前身是军工企业，主要生产军车、坦克等上使用的蓄电池。1980 年，公司开始进入民用领域，目前公司主营业务为汽车启动铅酸蓄电池，为公司贡献 90% 以上的利润。公司已成为国内老牌铅酸蓄电池生产企业，主要客户为汽车厂商和摩托车厂商，产品性能达到了国际先进水平，成为高档汽车用蓄电池的供应商，在行业内具有一定的技术优势和品牌优势。目前国内共有蓄电池生产企业 3000 多家，未统计在内的作坊式小厂商不计其数，公司居于国内行业龙头地位，在中国电池协会公布的铅酸蓄电池产量前 100 家企业中位居第一，占国内配套市场份额的 30%和零售市场份额的 25%，公司面临的主要竞争对手有浙江天能、浙江超威、湖北骆驼、天津统一等电池企业。

图 1：公司产品利润结构图



资料来源：公司年报

图 2：公司产品分市场利润结构图



资料来源：公司年报

由于公司产品质量可靠，价格较高，因此公司的汽车用蓄电池面向的配套市场，主要同高端品牌的汽车整机厂进行合作。目前公司已经成功实现为奥迪 A6、Q5、帕萨特领驭、别克荣御、北京奔驰戴克 300C、上汽荣威、南汽名爵、现代途胜、桑塔纳、依维柯等国内绝大多数主流车型的配套，占国内配套市场的 30%。由于汽车整机厂商处于降低成本考虑，对零部件企业进行挤压，因此配套市场利润较薄，在公司利润中只占 25%的份额。但在公司的大力发展之下，配套市场的开拓，无疑为产品树

立的良好品牌效应，使产品在利润较为丰厚的替换销售市场具有较强的竞争力。

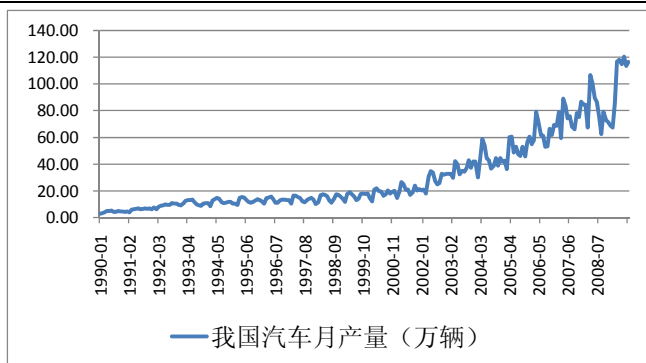
汽车用铅酸蓄电池的正常寿命约在 3-5 年，到期需要进行替换，由于公司在配套市场成功的营销策略，公司在全国零售替换市场占有率为 25%，为公司贡献了 75% 的利润，目前公司已建有完善的营销体系，在全国 31 个省、市、自治区建有 16 个销售服务中心，已启用风帆电池全国联保服务系统，并出口 30 多个国家和地区，现产品已正式纳入美国通用公司全球采购体系。

公司目前汽车启动铅酸蓄电池的产能为 1000 万只，其中免维护电池（主要用于乘用车）400 万只，目前仍有募集项目的 300 万只免维护电池产能在建，预计将于 2012 年投产，届时公司将拥有免维护电池产能 700 万只。

公司产品的主要成本在于原材料的铅及铅合金，约占总成本的 60% 左右，由于公司的产品有一定的生产周期，约在一个月左右，因此公司原材料有一定量的库存。2008 年四季度国际市场金属铅的价格大幅下降，致使公司产品毛利大幅下降至 8% 以下，为此公司加大销售力度，努力消化库存，目前已基本消除影响。2009 年以来金属铅的价格走势出现了较大幅度的上涨，公司中报的毛利率已回升至 12% 以上，我们认为全年铅酸电池的毛利率有望继续回升至 14% 左右的正常水平。

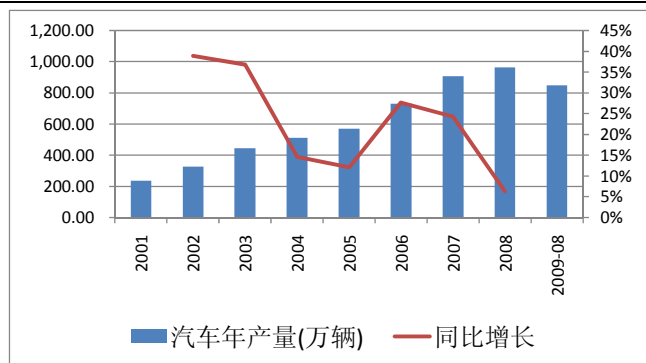
十几年来，我国汽车工业获得了飞速的发展，汽车年产量已与世界经济头号强国美国持平，虽然 2008 年的经济危机使汽车产业一度受挫，但目前汽车月产量已经再创历史最高水平。随着汽车工业的发展，汽车配套零部件市场必将随之迅速扩大，在这样的情况下，我们预测 2010、2011 年公司的主营业务年均增长将在 15% 以上。

图 3：我国汽车月产量数据



资料来源：wind 资讯

图 4：我国汽车年产量增长



资料来源：wind 资讯

公司的铅酸电池主要应用于汽车启动领域，为抵御单一市场带来的风险，公司 2007 年 10 月 19 日通过非公开增发的方式融资了 4.5 亿元，以募集资金投入 1.8 亿元新建 100 万 KVAh 的工业用密封铅酸蓄电池项目，该项目已于 2008 年下半年正式达产，产品主要应用于通信等领域的储能环节，2008 年公司完成了中国移动、中国联通工业电池的年度投标，实现了联通总部入围。另外工业电池的下游用户还可包括电动自行车行业、铁路机车行业和电力行业。

2.2 新型锂电池业务

为改变公司产品结构过于单一的局面，以有利于公司的长远发展。2004 年，公司 IPO 上市，融资 4.3 亿元，其中 2 亿元投资于锂离子电池项目上。为此，公司专门成立保定风帆新能源有限责任公司运作锂电池项目。2006 年，公司引进日本的技术和设备建设了年产 3000 万只圆柱形锂电池的生产线，类型为锰酸锂电池，其产品主要适用于笔记本电脑、数码摄像机、数码相机等。

尽管目前该项目已经基本建设完成，公司已经掌握了主要的锂离子电池的生产工艺技术，但是，由于锂离子电池与公司现有汽车起动用蓄电池从设备到工艺不完全相同，市场和消费客户也不相同，因此锂离子蓄电池项目截止 2009 年中，仍未给公司带来利润。目前公司在锂电池项目的工艺和技术细节上仍需调整，我们认为短期内该项目无法给公司带来盈利，后续发展需密切关注公司公告。

2.3 太阳能电池业务

2006 年 4 月 17 日召开的 2005 年度股东大会上公司审议通过了关于投资 3.99 亿元建设多晶硅太阳能电池片项目的决议，后由于认为晶体硅太阳能电池项目国内盲目重复建设，投建厂家过多，所以公司中指停止了项目建设。

2008 年 9 月 5 日，公司召开 2008 年第一次临时股东大会通过公司与美国 AMELIO SOLAR, Inc. 合资的议案。决定采用非晶硅薄膜电池设备及工艺技术，投建非晶硅薄膜太阳能电池项目。公司与美国艾密欧公司在中国保定合资成立保定风帆光伏能源公司，注册资本为 1000 万美元，其中公司出资 750 万美元，出资比例为 75%，处于控股地位。

保定风帆光伏能源有限公司利用风帆股份有限公司原有厂房 4000 平方米，全套引进美国艾密欧公司 5MW 非晶硅薄膜太阳能电池工艺生产设备和技术，投产后预计一期年产 5MW；逐步扩大，计划 2010 年扩大到 25MW；目标年产能 100MW。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。

2008 年年报披露,项目完成进度 2.37%,2009 年中报披露,项目完成进度 17.83%。公司原计划预计 2010 年年初竣工,进入试生产阶段。我们认为从进度上来看,年底完工比较困难。

目前受多晶硅料及多晶硅电池价格下降的影响,市场非晶硅薄膜电池的价格仅为 10 元/瓦左右,按此价格测算,如果公司明年初能够投产并实现产能 3MW,将实现 3000 万的收入,全部达产后可以得到 5000 万的收入。但是由于价格过低,产品毛利将在 15%左右,对于公司整体业绩的带动不大。至于后期产能扩建工程,我们认为需要看一期项目产品的销售状况,及全球光伏行业的发展而定,如短期内盲目扩建,将带来较大的风险。

3.4 矿产资源业务

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。涞源县镰巴岭铅锌矿探矿权包括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。目前公司已经委托了专业探矿机构对这一部分矿权进行详勘。如果勘探成功,并进一步获得采矿权,将有望降低公司原材料成本。

目前详细矿藏仍在勘探之中,我们认为最终勘探的结果是否利于开采,公司是否能够最终拿到采矿权,还存在一定风险。拿到采矿权后,何时能够设厂开矿,并真正为公司带来业绩增长,还需要一定的过程,因此我们谨慎认为 1-2 年内该探矿权无法为公司业绩带来实质性贡献。

3 盈利预测及评级

基于以上业务分析,我们认为公司主营业务将保持 15%左右的年增长率,锂电池项目和探矿项目 1-2 年内无法给公司带来实际收益,太阳能薄膜电池项目会给公司收入带来少量提升。我们谨慎预测公司 2009 年和 2010 年的每股收益为 0.22 和 0.26 元,暂时给予“持有”评级,如基本面发生较大变化,我们将随时进行跟踪。

表 1: 盈利预测表

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	2627.33	3149.71	3367.04	3983.21	4594.23

减：营业成本	2249.94	2901.51	2878.82	3349.88	3836.18
营业税金及附加	2.98	11.49	11.78	13.94	16.08
销售费用	76.17	119.56	127.95	151.36	174.58
管理费用	82.38	115.55	121.21	147.38	174.58
财务费用	64.87	136.24	107.75	127.46	137.83
资产减值损失	9.02	156.79	15.00	15.00	15.00
营业利润	141.97	-291.43	104.53	178.19	239.98
加：营业外收入	3.30	8.87	8.42	9.96	11.49
减：营业外支出	2.76	1.57	3.37	3.98	4.59
利润总额	142.51	-284.13	109.58	184.16	246.87
所得税	26.45	3.41	16.44	27.62	37.03
净利润	116.06	-287.54	93.14	156.54	209.84
减：少数股东损益	0.05	-0.05	0.05	0.05	0.05
归属于母公司股东的净利润	116.02	-287.48	93.09	156.49	209.79
每股收益（摊薄）（元）	0.25	-0.62	0.20	0.34	0.46

资料来源：宏源证券研究所

销售经理：万玮
联系电话：010-62294633
电子信箱：wanwei@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上