

主业稳健发展，超预期还在矿产资源

——风帆股份（600482）调研报告

分析师：陈慧

SAC NO: S1150207120104

2011年2月22日

新能源

联系人

江艳

010-68784275

jiangyan@bhqz.com

评级：

持有

首次评级：

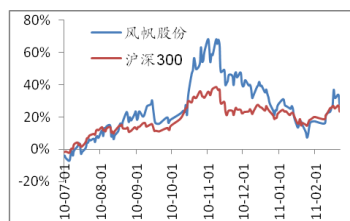
目标价格：

20.00

最新收盘价：

15.55

最近半年股价相对走势



相关研究报告

首次

调研情况：

2月18日我们去风帆股份拜访了公司董秘张亚光先生，了解公司的各项业务情况。

投资要点：

● 启动用铅酸蓄电池产能建设低于预期

目前公司启动用铅酸蓄电池产能1000万只，其中60%是免维护型电池，预计今年免维护型电池占比提升至80%左右。500万只的扩建项目还没开建，预计2012年底产能开始释放，总产能达到1200万只，2013年达到1500万只。启动用铅酸蓄电池仍主要用于维修市场，占比70%-75%左右，毛利率水平15%-18%之间，而配套市场毛利率水平更低，维持微利状态。

● 工业用密封铅酸蓄电池产能受限，2010年微亏

工业用密封铅酸蓄电池主要应用于通信、电动机车以及电力部门等，2010年该业务微亏，一方面是因为以前年度生产的电池质保期内出现问题，返返数量较多，造成大量支出，但预计2011年起该情况可得到改善，因为随着技术提升、工艺稳定，最近年度生产的电池质量较好。另一方面则是由于产能规模仅100万KVAh，难以满足下游订单需求，为解决产能瓶颈公司在2011年将重新启动二期300万KVAh的扩建。

● 锂电业务略有进展，今年可望微利

公司生产的小型锂电池主要应用于笔记本、数码相机等电子产品，产能3000万只/年，公司在生产初期由于设备原因，其产品退货较多，目前技术人员已对设备进行有效调试，并新购建部分新设备，现已具备生产圆柱形和方形电池能力，产能也有所提升。考虑到2010年亏损主因是原料过期造成较大的资产减值损失，我们预计随着生产的正常化，2011年可望实现盈利。

● 薄膜电池仍处调试中，短期不乐观

公司于2008年9月与Amelio Solar合资建设非晶硅薄膜太阳能电池项目，目前产能约5MW，生产线仍处于调试阶段，短期盈利较为困难。

● 预计今年上半年出矿产资源详勘结果

公司于2007年购买的三个矿产预计在今年上半年会出详勘结果，届时资源实际储量可以确定，未来公司将与专业机构合作开发矿产资源，一方面延伸铅酸蓄电池产业链至原料铅，控制成本，另一方面可通过出售金、银等直接获利。

● 投资建议

不考虑矿产资源，我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.16元、0.20元和0.27元，建议投资者关注矿产资源详勘结果，公司存在交易性投资机会。

资产负债表	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
货币资金	390	478	554	657	807	营业收入	3150	2683	3075	3650	4482
应收票据	80	86	101	120	147	营业成本	2902	2286	2636	3133	3847
应收账款	258	279	312	370	454	营业税金及附加	11	12	14	16	20
预付款项	95	102	110	120	131	销售费用	120	133	145	172	209
其他应收款	20	19	22	26	31	管理费用	116	106	117	132	160
存货	615	747	722	858	1054	财务费用	136	63	71	80	94
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	157	34	8	8	8
长期股权投资	5	5	5	5	5	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	811	843	863	841	795	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	185	146	123	86	68	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	-291	49	85	110	144
无形资产	129	128	120	111	103	营业外收支净额	7	2	2	2	2
长期待摊费用	3	4	3	3	2	税前利润	-284	51	87	111	146
资产总计	2600	2843	2934	3197	3598	减: 所得税	3	6	13	17	22
短期借款	1170	425	874	890	977	净利润	-287	45	74	95	124
应付票据						归属于母公司的净					
	234	678	144	172	211	利润	-287	44	73	94	123
应付账款	101	105	116	137	169	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	50	190	252	325	415	基本每股收益	-0.62	0.10	0.16	0.20	0.27
应付职工薪酬	10	7	7	7	7	稀释每股收益	-0.62	0.10	0.16	0.20	0.27
应交税费	-26	-59	-59	-59	-59	财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
其他应付款	28	53	53	53	53	成长性					
其他流动负债	0	357	357	357	357	营收增长率	19.9%	-14.8%	14.6%	18.7%	22.8%
长期借款	0	0	50	100	150	EBIT 增长率	-99.3%	9084.0%	12.0%	20.8%	24.3%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	-347.3%	-115.5%	65.5%	28.3%	30.8%
负债合计	1578	1760	1797	1985	2282	盈利性					
股东权益合计	1022	1083	1137	1212	1315	销售毛利率	7.9%	14.8%	14.3%	14.2%	14.2%
现金流量表	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	销售净利率	-9.1%	1.7%	2.4%	2.6%	2.8%
净利润	-287	45	74	95	124	ROE	-28.1%	4.1%	6.5%	7.8%	9.4%
折旧与摊销	78	67	112	118	123	ROIC	0.07%	8.52%	6.76%	7.65%	8.57%
经营活动现金						估值倍数					
流	893	162	-233	188	176	PE	N.A	161.5	97.6	76.1	58.1
投资活动现金						P/S	2.3	2.7	2.3	2.0	1.6
流	-140	-86	-100	-50	-50	P/B	7.0	6.6	6.3	5.9	5.5
融资活动现金						股息收益率	1.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
流	-642	-203	409	-35	23	EV/EBITDA	99.4	33.4	27.4	23.8	20.3
现金净变动	111	-127	76	104	150						
期初现金余额	279	390	478	554	657						
期末现金余额	391	263	554	657	807						

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

3 of 4

渤海证券研究所机构销售团队

谢晓冬

022-28451849

13820872805

actionfish@live.cnxiexd@bhzq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分