

汽车零部件Ⅲ

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

6-12个月目标价: 21.30元

当前股价: 16.25元

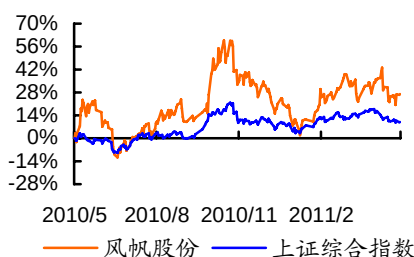
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2852.77
总股本(百万)	461
流通股本(百万)	461
流通市值(亿)	75
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	2.46
资产负债率	62.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
风帆股份	-100.0	-100.0	-100.0
	0	0	0
上证综合指数	-100.0	-100.0	-100.0
	0	0	0



相关报告

《风帆股份-行业整合机遇扩大竞争优势, 新产品仍处孕育期》2011-4-26

风帆股份

600482

推荐

行业整合预期强烈, 业绩或将低位起飞

近期血铅事件频发, 引发社会和政府关注, 浙江省5月17日提出对全省铅蓄电池行业进行专项整治的要求, 273家蓄电池企业, 目前已有213家被停产整顿。

国家9部委针对行业整顿治理, 铅酸电池制造行业将得到明显的整合机遇, 竞争环境改善、上下游议价能力提升, 或将带动行业进入一个较长的改善周期。我们认为以风帆股份为首的铅酸蓄电池龙头将获益明显, 建议关注短期催化触动的投资机遇。

投资要点:

- **国家出手铅治理, 行业整合趋势形成, 行业重焕青春。**近期铅中毒和铅污染恶性事件频发, 国家加大治理力度, 铅酸电池行业将获得健康发展机遇。我国铅酸电池生产企业的集中度较低, 前20名、前10名和前5名的市场集中度仅为70%、60%和43%。我们预计, 行业将经历“关停并转”的行业洗牌, 铅酸电池制造行业将进入一个较长的改善周期。
- **风帆股份作为龙头, 今年业绩将明显超预期。**铅酸蓄电池行业集中度的提升将触发公司基本面极大改善, 一是上下游的议价能力, 二是市场竞争环境的转变。我们预计, 公司主营业务由于行业整合带来的业绩弹性将得到体现。
- **公司新产品平稳运营, 短时难以贡献利润。**工业电池和电器级别锂电池进入量产阶段, 但仍处于亏损阶段, 随着客户的持续开拓, 亏损将显著收窄。动力锂电池和光伏电池仍处于实验阶段, 长期看好, 但短时难以贡献利润。
- **铅锌矿详勘预计年中完成, 超预期可能性大。**公司拥有的涑源县、涑水县矿区粗勘储量为黄金10.2吨、白银1550吨、铅加锌87万吨, 简单预估下矿产资源总市值75亿元左右, 折合每股16.30元。预计详勘结果年中将会获得, 根据周边矿产资源开发情况, 超预期可能性较大。
- **投资建议:**我们预计公司11-13年实现收入37.26亿元、44.37亿元和51.17亿元, 归属于母公司净利润为1.25亿元、1.59亿元和1.92亿元。预计11年蓄电池业务贡献EPS接近0.25元, 给予20倍估值, 单独估价的合理价值为5元。考虑矿产资源价值16.30元, 我们认为公司合理价格21.30元, 给予“推荐”评级。
- **风险提示:**矿产详勘结果面临不确定性, 原材料价格上涨将影响公司盈利水平。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3255	3726	4437	5117
同比(%)	21%	14%	19%	15%
归属母公司净利润(百万元)	49	125	159	192
同比(%)	10%	157%	27%	20%
毛利率(%)	14.1%	15.2%	15.8%	16.2%
ROE(%)	4.4%	10.1%	17.0%	28.7%
每股收益(元)	0.11	0.27	0.35	0.42
P/E	147.67	57.53	45.16	37.56
P/B	6.46	5.81	7.68	10.77
EV/EBITDA	36	31	24	20

资料来源: 中投证券研究所

一、 事件概况

2010 年 2 月,《重金属污染综合防治“十二五”规划》被国务院正式批复,成为中国首个“十二五”国家规划。2011 年环保部将展开专项行动打击铅蓄电池行业的违法行为,以遏制儿童血铅超标事件的高发态势。

环境保护部、国家发展改革委、工业和信息化部等九部委 3 月 28 日部署 2011 年环保专项行动。强调将全面彻查铅蓄电池行业企业环境违法问题,各省必须在 2011 年 7 月 30 日前,在公开媒体上公布辖区内所有铅蓄电池企业名单。

表 1 2010 年以来血铅事件

1 月 5 日安徽省安庆市怀宁县高河镇部分儿童血铅超标,造成污染的两家电源厂采取了紧急强制监管措施
2 月 24 日,湖南嘉禾县 250 名儿童血铅超标
3 月 27 日浙江省台州市上百村民血铅超标,肇事企业台州市速起蓄电池有限公司被责令关停。
4 月 29 日浙江湖州德清县新市镇多名儿童及成人,在医院检查过程中被发现血铅超标。海久蓄电池厂被勒令停产接受调查。
5 月 17 日,广东河源紫金县村民血铅超标事件,三威电池有限公司目前已经停产。
5 月 18 日浙江省全省 273 家蓄电池企业,目前已有 213 家被停产整顿。

资料来源:中投证券研究所整理

二、 铅酸蓄电池行业影响

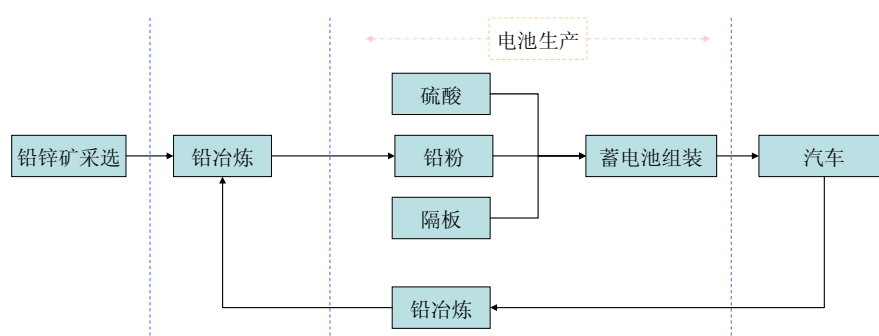
我们认为此次专项治理行动,同以往不同,从生产环节加大了行业的治理整顿力度,在生产指导和环保评估方面将引导行业健康发展,直接改变铅酸蓄电池行业集中度较为分散的现状。

铅酸蓄电池行业集中度的改善将触发两类提升和两类转变:

两类提升是:提升上游材料价格的议价能力,提升下游客户的提价能力。

两类转变是:市场竞争环境的转变,市场盈利能力的转变。

图 1 铅酸电池产业链

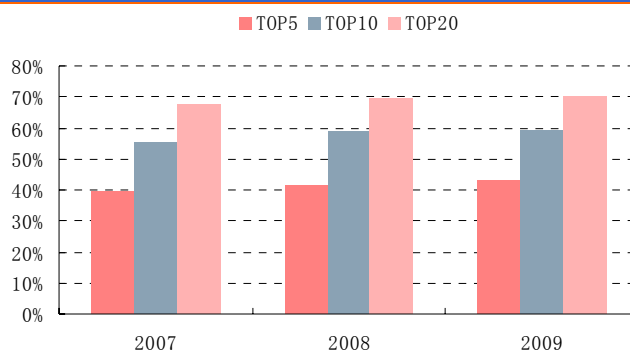


资料来源:中投证券研究所

2.1 集中度提高将带动铅酸电池企业的上下游议价能力

由于环保监管宽松，汽车起动电池的生产厂家曾经达到近 3,000 家，全国几乎每一个县都有铅酸蓄电池厂。随着市场竞争的日趋激烈和环保监管趋严，通过关停并转等方式，汽车起动电池生产厂家已下降近 2,000 家。但是，目前整个行业的生产能力仍然相对分散，并且监管执行非常不足。此次政府出手治理可能将加剧行业集中度的提高。

图 2 铅酸电池配套市场集中度

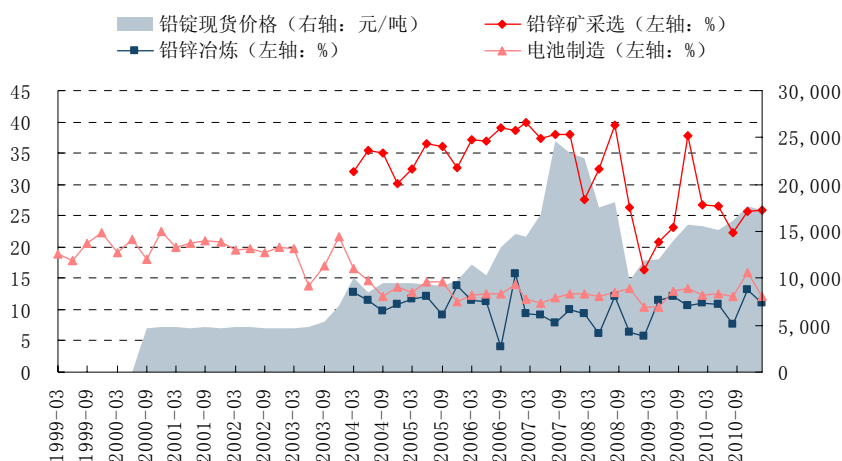


资料来源：铅酸蓄电池行业协会、中投证券研究所

2.1 竞争环境改变将利于产业链价值流向铅酸电池制造

纵观历史，铅酸蓄电池由于行业竞争环境较差，导致在铅金属产业链中长期处于弱势地位。我们认为，铅酸电池加工企业的整合将利于行业集中度，将改善经营环境，毛利率有比较大的扭转可能。

图 3 铅酸蓄电池产业链历史毛利率及铅价

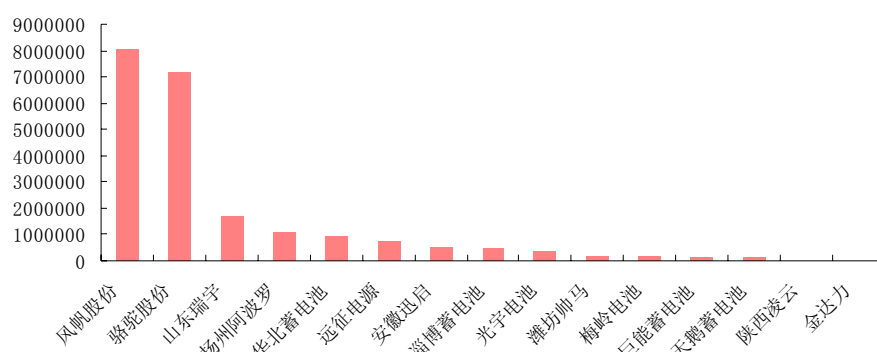


资料来源：铅酸蓄电池行业协会、中投证券研究所

三、 风帆股份在行业整合中将获益

行业整合过程，龙头企业将充分收益，风帆股份常年保持行业产销量第一，品牌和质量知名度高。随着众多中小竞争对手在整顿治理过程中的退出，企业经营环境将提升公司产品的市场份额，并带来提价潜力。公司盈利能力将获得较快提升。

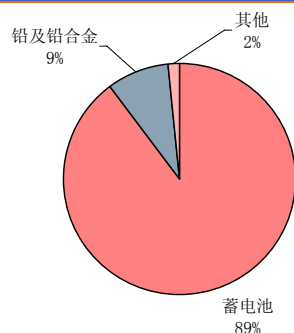
图 4 风帆股份优势明显(2009 年销量)



资料来源: 中国汽车工业协会、中投证券研究所

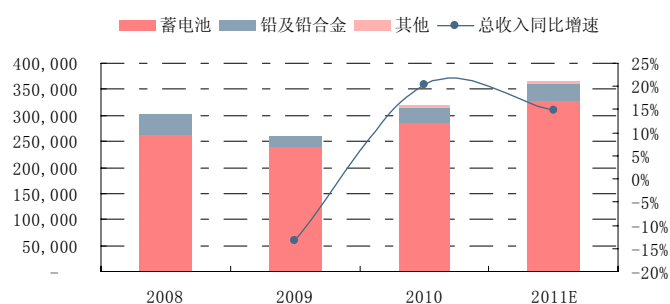
公司目前收入结构以蓄电池为主, 占比达到 89%, 并有少部分铅和回收铅的加工业务。10 年由于公司产能受限, 收入增速落后于行业增速, 预计 11 年少量新增产能将得到释放, 公司将实现稳步增长, 增速 14.47%, 达到 37.26 亿元。

图 5 公司收入结构 (2010)



资料来源: 公司年报、中投证券研究所

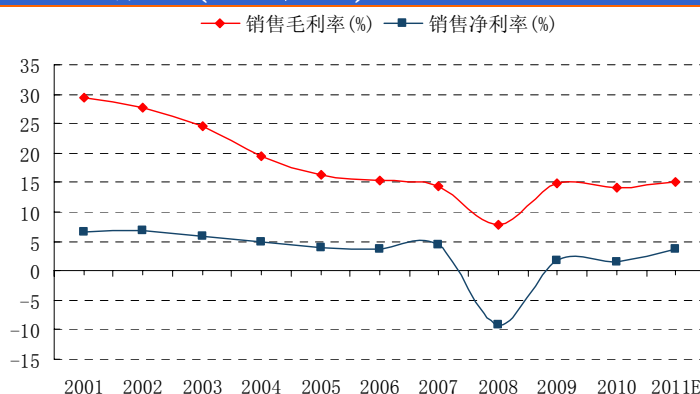
图 6 公司近年收入情况及结构



资料来源: 公司年报、中投证券研究所

我们预计公司将在此次政府专项治理中, 盈利能力将得到相当的改善。基于我们对专项治理的严苛和持久假设, 风帆股份今年的毛利率水平将提升至 15% 以上, 由于竞争环境的改善, 费用将下降较多。

图 7 风帆股份优势明显(2009 年销量)



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

我们认为, 公司今年的主营业务由于行业整合带来的业绩弹性将得到体现, 预计 11 年蓄电池业务将贡献 EPS 接近 0.25 元。由于今明两年公司产能

释放将带动公司利润维持稳定增长，我们给予 20 倍估值，主营业务进行单独估价的合理股价为 5 元。

此外，由于公司 2007 年 8 月以 6,800 万元购入三处金银矿和铅锌矿的探矿权，初勘储量为黄金 10.2 吨、白银 1550 吨、铅加锌 87 万吨，简单预估下矿产资源总市值 75 亿元左右，折合每股 16.30 元。预计详勘结果年中将会获得，根据周边矿产资源开发情况，超预期可能性较大。

由于公司新能源和动力电池业务处于微亏状态，预估价值存在一定不确定性，我们暂时没有给出相应估价。

此外，公司 10 年高新技术企业税率优惠到期，公司提前计提，优惠审批通过可能性较大，预计 11 年冲回，将贡献 11 年业绩 0.08 元。

因此，基于此次专项治理带来的业绩改善假设，我们认为公司目前较为合理价格为 21 元，给予推荐评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1848	2132	2463	2770	营业收入	3255	3726	4437	5117
现金	295	356	336	342	营业成本	2795	3159	3735	4287
应收账款	318	489	566	634	营业税金及附加	10	11	13	15
其它应收款	14	23	26	29	营业费用	155	168	200	230
预付账款	34	73	73	89	管理费用	151	168	200	230
存货	1086	1078	1326	1518	财务费用	61	35	46	64
其他	101	113	137	157	资产减值损失	14	14	14	14
非流动资产	1155	1111	1063	1012	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	798	863	869	846	营业利润	69	173	230	277
无形资产	127	124	121	118	营业外收入	2	10	2	2
其他	226	119	68	43	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	3003	3243	3526	3782	利润总额	71	181	231	278
流动负债	1868	1982	2566	3091	所得税	22	56	71	85
短期借款	765	817	1203	1484	净利润	49	126	160	192
应付账款	179	171	212	248	少数股东损益	0	0	1	1
其他	924	994	1150	1359	归属母公司净利润	49	125	159	192
非流动负债	3	3	3	3	EBITDA	214	251	324	390
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.11	0.27	0.35	0.42
其他	3	3	3	3					
负债合计	1871	1986	2569	3094	主要财务比率				
少数股东权益	18	19	19	20	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	461	461	461	461	成长能力				
资本公积	750	750	750	750	营业收入	21.3%	14.5%	19.1%	15.3%
留存收益	-97	28	-274	-543	营业利润	41.4%	148.7%	33.2%	20.3%
归属母公司股东权益	1114	1239	937	668	归属于母公司净利润	9.8%	156.7%	27.4%	20.2%
负债和股东权益	3003	3243	3526	3782	获利能力				
					毛利率	14.1%	15.2%	15.8%	16.2%
					净利率	1.5%	3.4%	3.6%	3.7%
					ROE	4.4%	10.1%	17.0%	28.7%
					ROIC	5.7%	8.4%	10.5%	12.9%
					偿债能力				
					资产负债率	62.3%	61.2%	72.9%	81.8%
					净负债比率	40.88%	41.13%	46.84%	47.97%
					流动比率	0.99	1.08	0.96	0.90
					速动比率	0.40	0.52	0.43	0.40
					营运能力				
					总资产周转率	1.11	1.19	1.31	1.40
					应收账款周转率	8	9	8	9
					应付账款周转率	19.66	18.03	19.47	18.64
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.11	0.27	0.35	0.42
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.09	0.21	0.54
					每股净资产(最新摊薄)	2.42	2.69	2.03	1.45
					估值比率				
					P/E	147.67	57.53	45.16	37.56
					P/B	6.46	5.81	7.68	10.77
					EV/EBITDA	36	31	24	20

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

邓学: 中投证券研究所汽车行业分析师, 2010 年、2006 年分别获得清华大学汽车工程系硕士、学士学位。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434