

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: 18.50元

当前股价: 15.65元

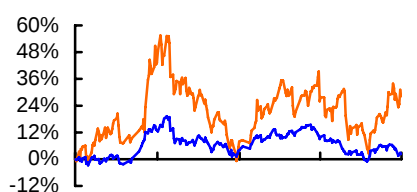
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2708.78
总股本(百万)	461
流通股本(百万)	461
流通市值(亿)	78
EPS (TTM)	0.11
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	14.47	1.81	18.83
上证综合指数	-1.83	-6.17	-1.60



2010/7 2010/10 2011/1 2011/4

— 风帆股份 — 上证综合指数

相关报告

《风帆股份-行业整合预期强烈, 业绩或将低位起飞》2011-5-19

《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

业绩符合预期, 三季报检验整合预期

公司8月26日发布11年中报, 并公告《关于非公开发行A股股票预案》(修订稿)。公司11年上半年实现收入22.23亿元, 同比增长33.29%, 归属母公司利润3124万元, 同比增长15.45%, 每股EPS为0.03元, 基本符合市场预期。公司披露非公开增发预案修订稿, 确定大股东——中船重工将以现金按照10%比例参与本次增发, 并锁定36个月。

我们预计, 下半年是铅酸蓄电池的销售旺季, 公司作为行业龙头将受益行业整合, 三季度业绩将最终反映行业整合对公司业绩的提升能力, 维持“推荐”评级。

投资要点:

- **国家出手铅治理, “政策持续+产品提价”将推动行业进入中长期拐点。**11年上半年以来铅中毒和铅污染恶性事件增强政府长期治理铅酸电池行业的决心, 政策持续将有助于铅酸电池行业进入中长期拐点。如果政策治理力度持续和相关法规强力执行, 落后小产能面临全面退出(产能削减幅度预计超过30%), 两年内市场将面临供不应求; 同时行业集中度提升, 增强上下游议价能力, 售后市场产品涨价预期强烈(>15%)。
- **传统产品受益整合, 新产品创利尚待时日。**铅酸蓄电池行业集中度的提升将触发公司基本面较大改善, 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。**工业电池和锂电池进入量产阶段, 处于盈亏平衡阶段。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。
- **铅锌矿价值仍待详勘, 超预期可能性大。**公司拥有涑源县、涑源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60亿元左右, 折合每股13元, 具备一定的价值支撑。
- **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22倍估值, 单独估价的合理价值为5.5元。考虑矿产资源价值13元, 我们认为公司合理股价为18.50元, 给予“推荐”评级。
- **风险提示:**公司治理不完善、矿产详勘结果不确定、原材料价格上涨将影响公司股价

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3255	3815	4573	5564
同比(%)	21%	17%	20%	22%
归属母公司净利润(百万元)	49	123	166	194
同比(%)	10%	152%	35%	17%
毛利率(%)	14.1%	15.5%	15.9%	15.8%
ROE(%)	4.4%	9.9%	17.6%	28.7%
每股收益(元)	0.11	0.27	0.36	0.42
P/E	159.40	63.33	46.74	40.09
P/B	6.97	6.28	8.25	11.52
EV/EBITDA	39	34	25	21

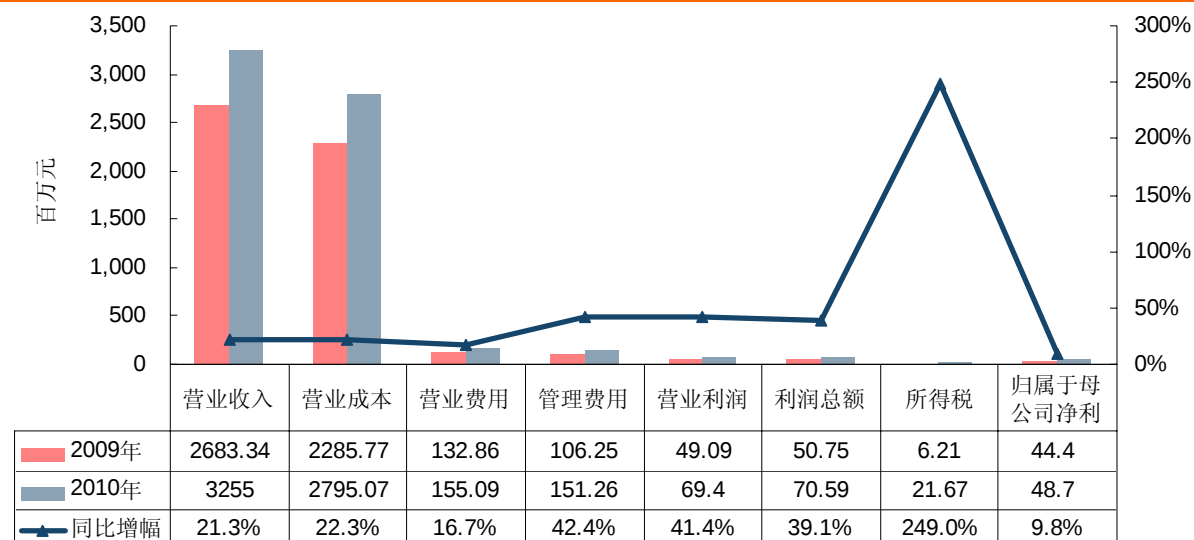
资料来源: 中投证券研究所

表 1 风帆股份的季度盈利性数据 (09Q2-11Q2)

财务指标(百万)	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	环比	同比
营业总收入	767.46	693.56	902.51	765.16	821.48	765.9	1187	1036	-12.7%	35.4%
营业成本	667.78	545.1	816.51	661.51	717.04	600	1083	917.2	-15.3%	38.7%
营业费用	34.37	48.49	27.52	32.22	36.05	59.29	39.57	38.9	-1.7%	20.7%
管理费用	23.18	37.13	30.27	25.61	32.98	62.4	32.11	31.58	-1.7%	23.3%
财务费用	16.86	14.08	10.26	20.93	10.13	19.31	11.73	25.98	121.5%	24.1%
营业利润	23.39	13.57	16.8	16.53	25.46	10.61	18.7	18.66	-0.2%	12.9%
利润总额	23.54	14.34	16.62	16.86	26.15	10.96	20.44	20.92	2.3%	24.1%
所得税	3.12	-1.09	2.08	4.34	3.15	12.10	5.14	4.89	-4.9%	12.7%
净利润	20.28	15.65	14.52	12.54	22.74	-1.08	15.28	15.95	4.4%	27.2%
EPS	0.04	0.03	0.03	0.03	0.05	0.00	0.03	0.03	0.0%	0.0%
毛利率	13.0%	21.4%	9.5%	13.5%	12.7%	21.7%	8.7%	11.5%	31.3%	-15.3%
营业费用率	4.5%	7.0%	3.0%	4.2%	4.4%	7.7%	3.3%	3.8%	12.6%	-10.8%
管理费用率	3.0%	5.4%	3.4%	3.3%	4.0%	8.1%	2.7%	3.0%	12.7%	-8.9%
营业利润率	3.0%	2.0%	1.9%	2.2%	3.1%	1.4%	1.6%	1.8%	14.3%	-16.6%
实际所得税率	13.3%	-7.6%	12.5%	25.7%	12.0%	110.4%	25.1%	23.4%	-7.0%	-9.2%

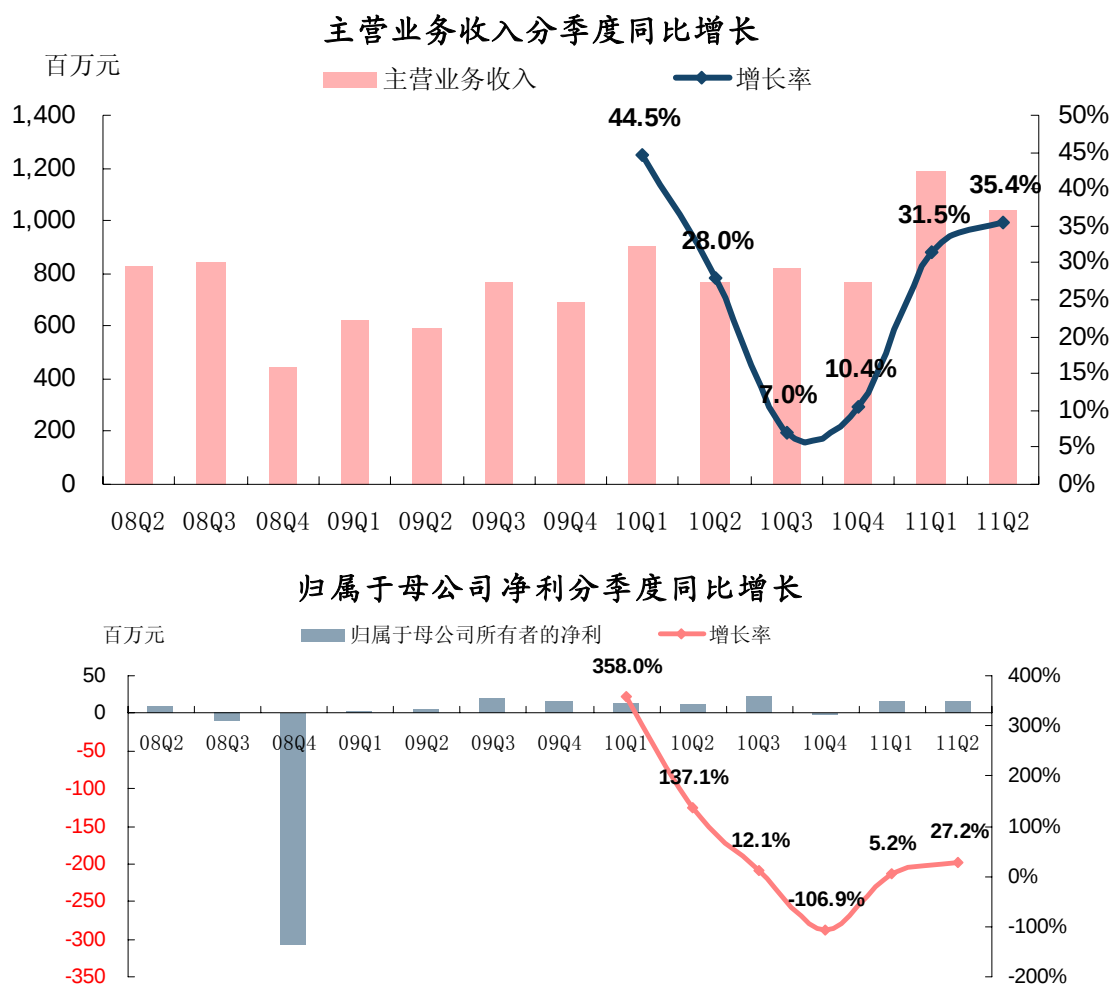
资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 1 风帆股份近期年度报告数据 (2009 vs 2010)



资料来源：风帆股份历年报表、中投证券研究所

图 2 风帆股份分季度数据



资料来源：风帆股份历年报表、中投证券研究所

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	2077	2488	2953	营业收入	3255	3815	4573	5564
现金	295	356	336	342	营业成本	2795	3225	3847	4683
应收账款	318	501	583	689	营业税金及附加	10	11	13	16
其它应收款	14	23	27	32	营业费用	155	182	218	265
预付账款	34	75	75	97	管理费用	151	172	192	234
存货	1086	1006	1326	1621	财务费用	61	33	43	64
其他	101	116	141	171	资产减值损失	14	24	19	22
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	169	240	280
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	3188	3551	3965	利润总额	71	178	241	281
流动负债	1868	1930	2586	3267	所得税	22	55	74	86
短期借款	765	740	1186	1529	净利润	49	123	167	195
应付账款	179	175	219	269	少数股东损益	0	0	1	1
其他	924	1014	1181	1468	归属母公司净利润	49	123	166	194
非流动负债	3	3	3	3	EBITDA	214	246	331	394
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.11	0.27	0.36	0.42
其他	3	3	3	3					
负债合计	1871	1933	2589	3270	主要财务比率				
少数股东权益	18	19	20	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%	17.2%	19.9%	21.7%
留存收益	-97	26	-269	-536	营业利润	41.4%	143.7%	41.8%	16.6%
归属母公司股东权益	1114	1237	942	674	归属于母公司净利润	9.8%	151.7%	35.5%	16.6%
负债和股东权益	3003	3188	3551	3965	获利能力				
					毛利率	14.1%	15.5%	15.9%	15.8%
					净利率	1.5%	3.2%	3.6%	3.5%
					ROE	4.4%	9.9%	17.6%	28.7%
					ROIC	5.7%	8.6%	10.9%	12.7%
					偿债能力				
					资产负债率	62.3%	60.6%	72.9%	82.5%
					净负债比率	40.88%	38.30%	45.81%	46.77%
					流动比率	0.99	1.08	0.96	0.90
					速动比率	0.40	0.55	0.44	0.40
					营运能力				
					总资产周转率	1.11	1.23	1.36	1.48
					应收账款周转率	8	9	8	9
					应付账款周转率	19.66	18.19	19.52	19.18
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.11	0.27	0.36	0.42
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.25	0.08	0.41
					每股净资产(最新摊薄)	2.42	2.68	2.04	1.46
					估值比率				
					P/E	159.40	63.33	46.74	40.09
					P/B	6.97	6.28	8.25	11.52
					EV/EBITDA	39	34	25	21

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