

风帆股份(600482)调研报告

龙头地位需要捍卫

可选消费/汽车零部件

谨慎推荐

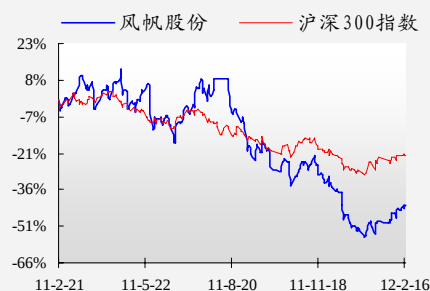
首次评级

发布时间: 2012 年 2 月 20 日

投资要点:

- 公司是国内老牌的铅酸电池龙头生产企业, 在行业内有较强的竞争实力。但是近几年, 公司的主要竞争对手发展较快, 尤其是骆驼股份, 给公司的龙头老大地位带来很大挑战。公司产量第一的地位已经不保, 因此未来公司需要进一步扩张以捍卫自己的龙头地位。
- 2011 年前三季度, 公司共实现营入 32.14 亿元, 同比增长 29.12%, 增速尚可。我们认为支撑公司营收增长的主要因素在于产品价格的上涨。近期铅酸电池的价格相对平稳, 预计公司 2011 年四季度的营收增速较难有超预期表现。
- 从盈利能力的角度看, 公司的综合毛利率在近些年基本在 10% 至 15% 之间震荡, 净利润率在 1.5% 左右的低位, 低于行业平均水平。从单季度的情况看, 公司在 2011 年前三季度的毛利率呈逐步上升态势, 但是短期看, 公司的整体盈利形势较难有大的改观。
- 未来公司业绩增长的驱动力主要在产能扩张和盈利能力提升上。目前公司的铅酸电池总产能在 1000 万支/年左右, 2012 年底预计将达到 1600 万支, 增幅较大。公司今后两年的业绩取决于新产能的释放顺利与否和行业供需的变化。
- 公司积极切入锂电和光伏领域。目前公司锂电池的产能在 6000 万支左右, 产品以 3C 锂电和小型动力电池为主。光伏产品以非晶硅薄膜太阳能电池为主, 目前具有 6MW 的产能。新业务短期还难给公司业绩带来提升。未来公司会视形势审慎推进新业务的发展。
- 公司拥有河北涞源县和涞水县境内 36 万平方米矿区的探矿权, 粗堪的矿产储量为黄金 10 吨, 白银 1500 多吨, 铅 75 万吨, 锌 10 万吨左右。目前公司正在积极准备勘察工作, 预计 2012 年上半年就有可能获得初步结果, 其进展值得持续关注。
- 据我们预测, 公司 2011、2012 和 2013 年的 EPS 分别为 0.14、0.20 和 0.27 元, 目前动态市盈率分别为 66.7、46.7 和 34.6 倍。公司的估值水平明显偏高, 但是考虑到探矿权对公司股价的支撑, 我们暂给予公司谨慎推荐的评级。
- **风险:** 铅酸电池行业的环保整治力度强弱和节奏对公司业绩有较大影响。此外, 公司的探矿结果还有一定的不确定性。

走势图



市场数据

2012-2-17

收盘价:	9.34 元
52 周最高价:	18.93 元
52 周最低价:	6.99 元
平均持仓成本:	10.95 元

基本数据

2011Q3

总股本 (万股):	46,100
流通 A 股 (万股):	46,100
每股收益 (元):	0.11
每股净资产 (元):	2.52
每股经营现金流 (元):	-0.22
市净率:	3.71

分析师: 潘喜峰

执业证书编号: S0550511020005

TEL: (8621)2036 1103

FAX: (8621)2036 1159

Email: panxf@nescn

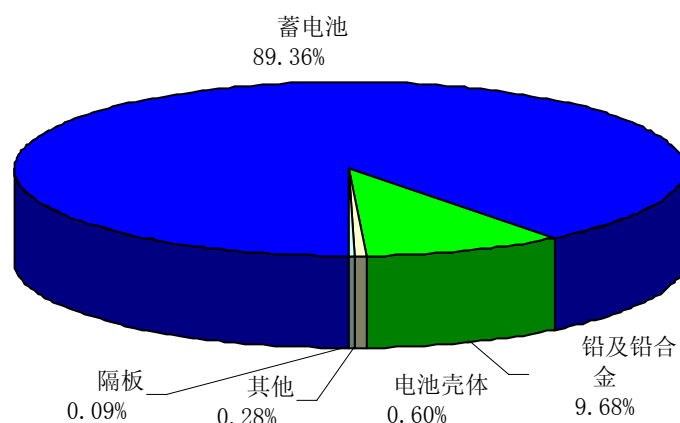
地 址: 上海市源深路 305 号

邮 编: 200135

一、龙头地位需要捍卫

公司是国内老牌的铅酸电池生产企业，一直专注于铅酸蓄电池的生产和销售，其高端产品多为军工和高档轿车配套。此外，公司铅酸电池的产量和市场占有率在过去多年也均处在行业第一的位置。我们认为公司在铅酸电池领域底蕴深厚，有较强的竞争实力。

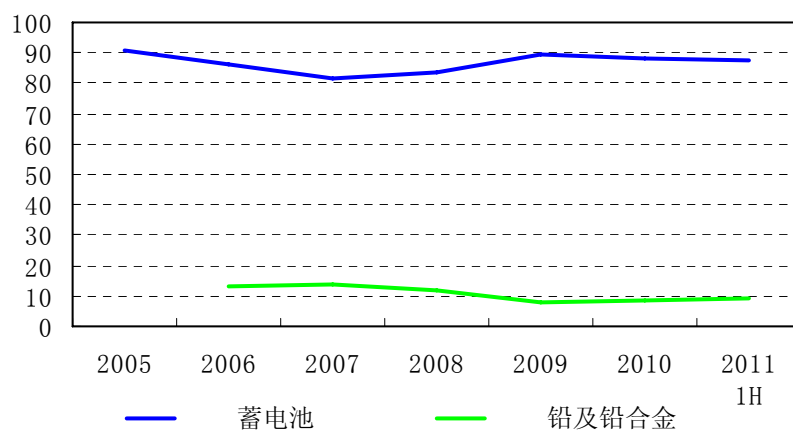
图 1 公司各业务的营收占比



资料来源：公司公告、东北证券

图 2 公司蓄电池业务的营收占比一直稳在高位

单位：%

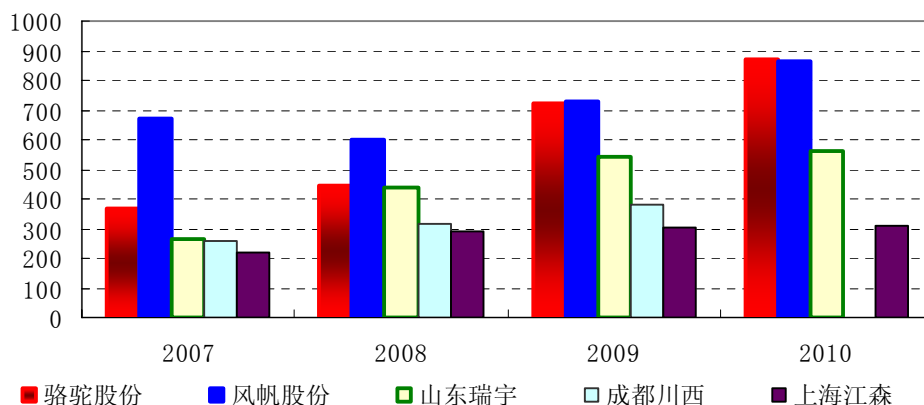


资料来源：公司公告、东北证券

虽然我们认可公司在行业中的地位和实力，但值得注意的是，公司的蓄电池产量虽然从 2008 年以来呈现逐年提升的良好态势，但是市场占有率却呈逐年小幅下滑的走势。骆驼股份的强劲上升态势给公司的龙头地位带来了很大的挑战。按照现有的产能计算，公司现有铅酸电池产能 1000 万支左右，大概在 800 万 KVAH，而骆驼股份的铅酸电池产能已经达到 900 万 KVAH 以上，公司产量第一的地位已经不保，因此未来公司需要进一步扩张以捍卫自己的龙头地位。

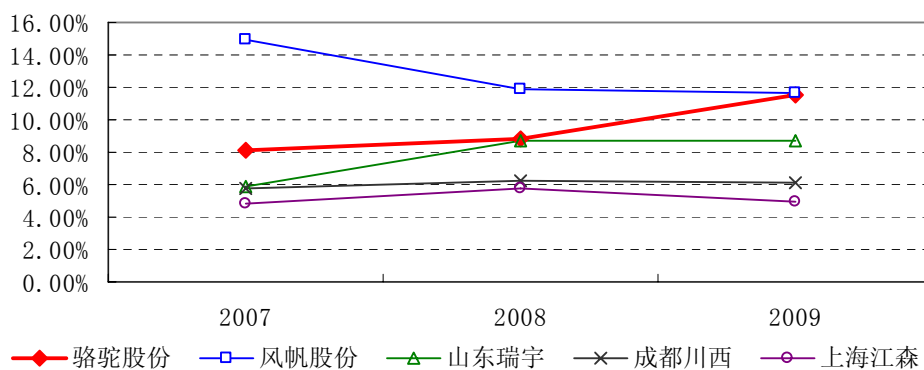
图 3 铅酸蓄电池行业前五名厂商的产量变化

单位: 万 kVAh



资料来源: 骆驼股份招股书、东北证券

图 4 铅酸蓄电池行业前五名厂商的市场占有率变化态势



资料来源: 骆驼股份招股书、东北证券

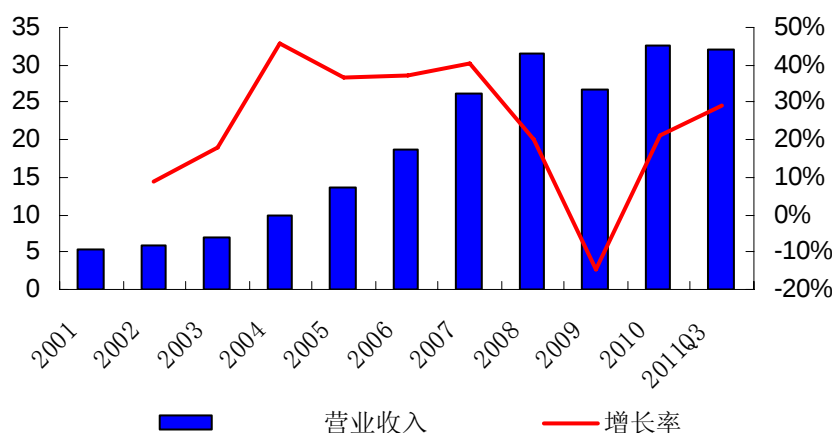
二、得益于产品价格提升，营收增速持续回升

2011 年前三季度，公司共实现营业收入 32.14 亿元，同比增长 29.12%，这一增速尚可。从单季度的情况，公司在 2011 年第三季度共实现营业收入 9.91 亿元，同比增加 20.64%，增速有所下滑。分业务看，公司蓄电池业务在 2011 年上半年共实现营业收入 19.48 亿元，同比增长 22.29%；铅及铅合金业务共实现营业收入 2.10 亿元，同比增长 43.38%。

我们认为公司营业收入的增长应该主要得益于产品价格的上涨，估计公司的产品价格相对 2010 年有 10% 以上的涨幅。支持公司产品价格上涨的因素主要有两个：一个是铅价在 2011 年上半年处在相对高位，支撑铅酸电池价格的走高；另一个就是 2011 年上半年的铅酸电池行业的环保风暴，导致铅酸电池产品出现了阶段性供不应求的局面，这也支撑了铅酸电池价格的走高。2011 年铅价已经较上半年明显回落，加之小厂在行业准入条件出台之前的最后疯狂，供给瓶颈有所缓解，因此铅酸电池行业的涨价动力不足。我们判断，公司 2011 年四季度的营收增速较难有超预期表现。

图 5 公司的营收和增长率

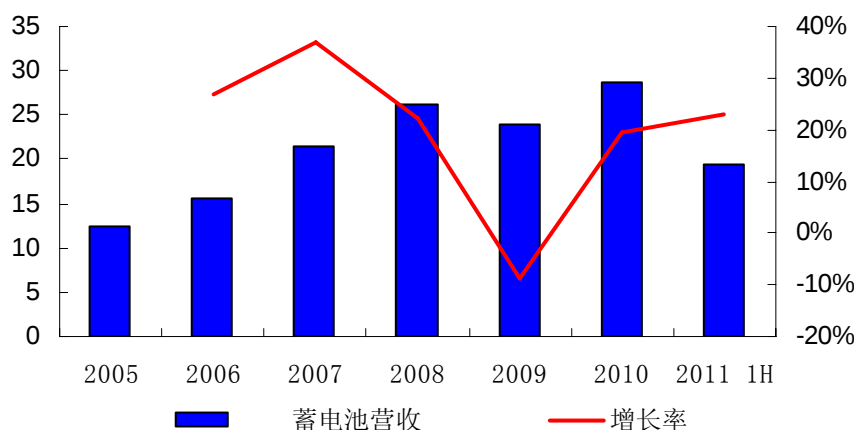
单位：亿元



资料来源：公司公告、东北证券

图 6 铅酸电池业务营收和增长率

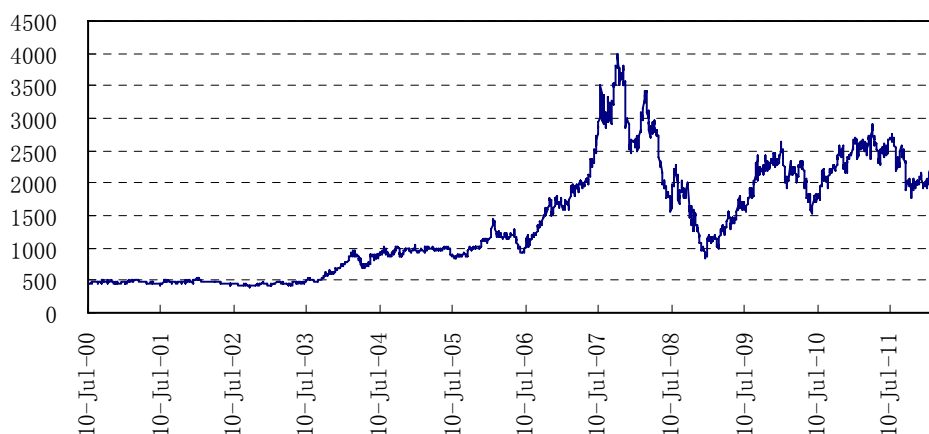
单位：亿元



资料来源：公司公告、东北证券

图 7 LME 铅现货价

单位：美元/吨



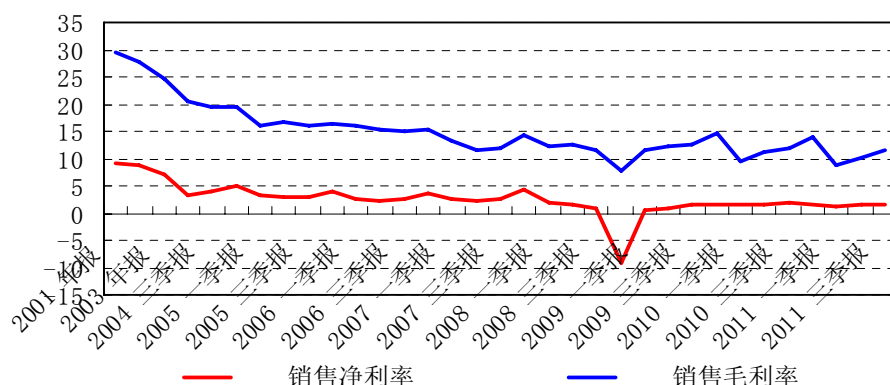
资料来源：WIND、东北证券

三、公司盈利能力有待提升

从盈利能力的角度看,公司的综合毛利率在近些年基本在 10%至 15%之间震荡,净利润率在 1.5%左右的低位。从单季度的情况看,公司在 2011 年前三季度的毛利率呈逐步上升态势,但是短期看,公司的整体盈利形势较难有大的改观。

图 8 公司毛利率和净利润率走势

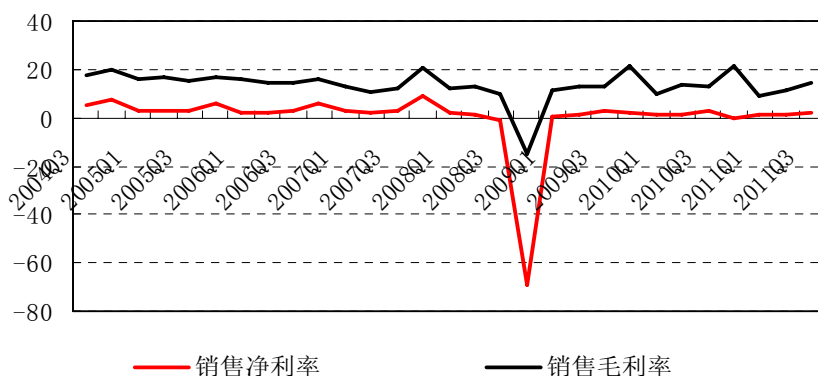
单位: %



资料来源:公司公告、东北证券

图 9 公司单季度毛利率和净利润率走势

单位: %

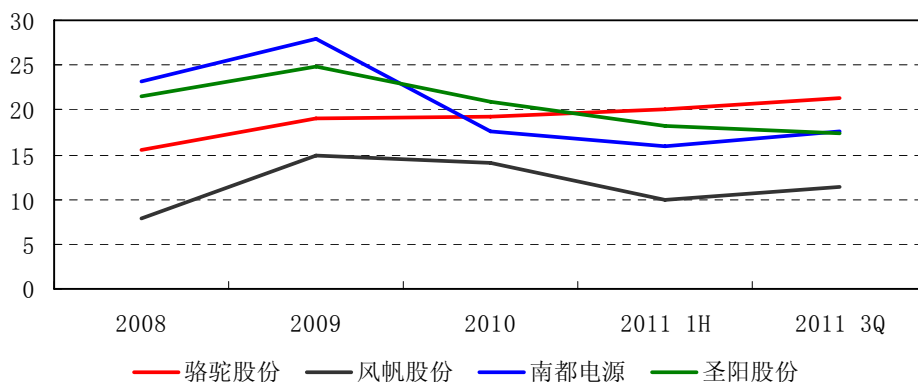


资料来源:公司公告、东北证券

和同行业公司的盈利能力进行横向比较后,公司盈利能力偏低的情况尽显无遗。就目前上市的四家铅酸电池类公司的情况看,骆驼股份的毛利率相对比较稳定,净利润率和毛利率均高出行业一筹。以通信电池为主的南都电源和圣阳股份的盈利能力居中。公司的盈利能力明显低于同行业的几家公司,尤其是和最具可比性的骆驼股份相比。我们认为公司的盈利能力偏低有如下几个原因。公司的产品有 50%销售给整车配套市场,并且大部分是国际知名车企,相对强势,因此公司的议价能力较弱,利润被压得较低。此外公司的产品结构中,盈利能力强的全免维护产品占比只有 50%左右,明显比骆驼股份的 70%低;公司的财务负担比其他几家公司重;由于公司是国企控股,管理和效率偏低或许也是原因之一。如果公司未来在上述几个方面能够取得明显进展,则公司的盈利能

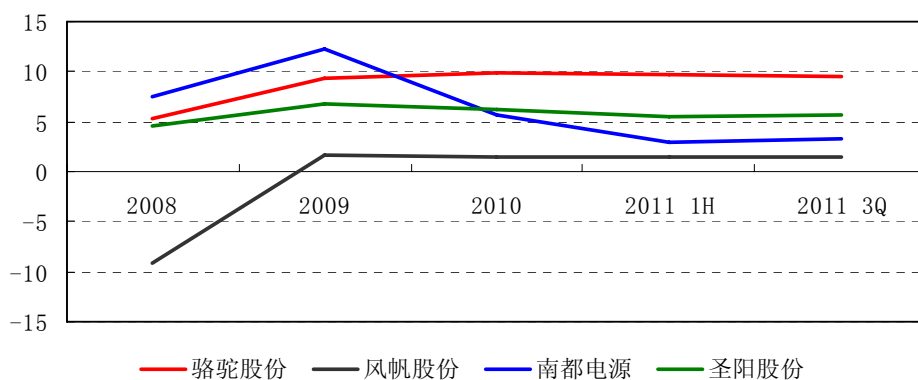
力将有一定提升空间。

图 10 行业内相关公司毛利率比较



资料来源：公司公告、东北证券

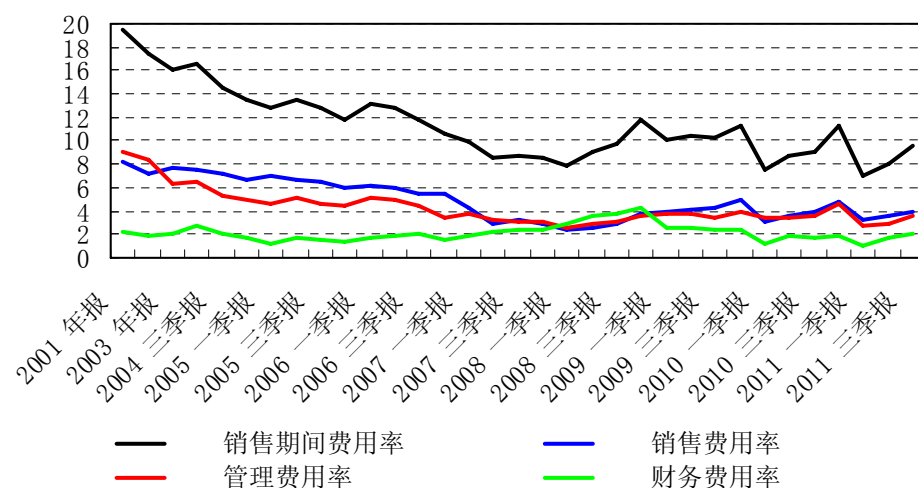
图 11 行业内相关公司净利润率比较



资料来源：公司公告、东北证券

图 12 公司的期间费用率走势

单位：%



资料来源：公司公告、东北证券

四、公司未来的增长主要还在产能的扩张上

未来公司业绩增长的驱动力主要在产能扩张和盈利能力提升上。从目前的情况看，扩张产能仍然是最有直接的手段。目前公司的铅酸电池总产能在 1000 万支/年左右。具体看，本部厂区有 300 万支/年左右；唐山子公司有现有 200 万支/年左右的产能；清苑分厂有 500 万支左右产能。未来的增量：唐山子公司在下半年年扩产到 300 万支左右，增加 100 万支；清苑分厂的产能年底预计达到 700 万支，增加 200 万支；徐水厂区到今年四季度拥有 260 万支产能。总的来看，公司到年底的产能有可能达到 1600 万支左右，增幅较大。但是考虑到建设进度的原因，预计今年实际放出的产量在 200 万支左右。今后两年公司的业绩取决于新产能释放的顺利与否和行业供需变化情况。

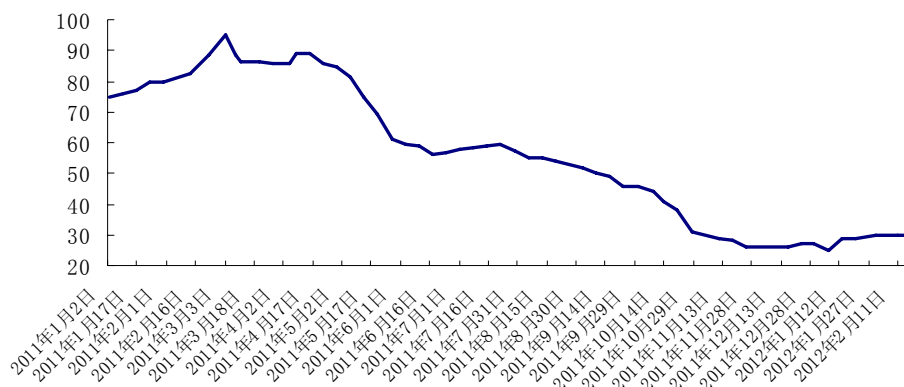
五、锂电和薄膜太阳能电池等新能源业务短期仍难贡献业绩

公司锂电池业务主要由全资子公司保定风帆新能源有限公司实施。新能源公司设有公设有国家级锂离子电池实验室，拥有研发、实验人员 50 余名。目前公司具有 6000 万支单体电池的年生产能力，产品主要包括圆柱、聚合物、动力电池三大系列，能根据客户需求提供 ODM/OEM 服务。由于 3C 锂电市场已经成熟，市场竞争激烈，而未来锂电池行业的大幅增长要靠新能源汽车和智能电网储能的拉动才能爆发增长，公司对锂电的发展采取审慎推进的策略。目前，公司锂电业务仍处在小幅亏损的投入期，预计未来两年内可达到盈亏平衡。

公司光伏业务主要由公司与美国 Amelio 光伏有限公司合资成立的风帆光伏能源有限公司实施。业务以非晶硅薄膜电池的研发、制造和销售为主。目前公司对光伏业务的投入在一亿元左右，已建成年产能 6MW 的生产线。由于光伏行业的景气度在 2011 年受欧债危机和美国双反等不利因素的影响而大幅下降，2012 年的形势仍难言乐观。而多晶硅价格的大幅下滑是薄膜太阳能电池的成本优势大幅削弱，因此薄膜太阳能电池的短期前景也不太乐观。公司对光伏产业的态度也是审慎推进的态度。2011 年，公司对光伏资产计提了折旧和减值准备。公司光伏业务仍有待观望，短期较难贡献业绩。

图 13 多晶硅价格在 2011 年大幅下跌

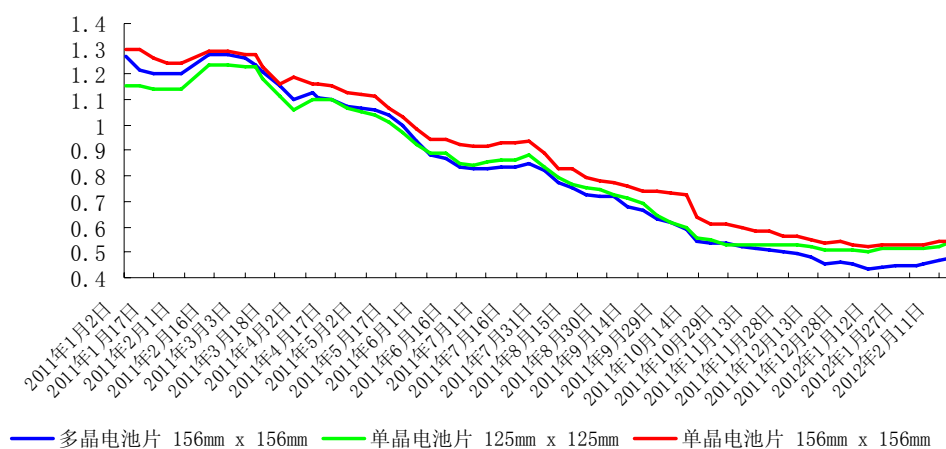
单位：美元/kg



资料来源：Solarzoom、东北证券

图 14 晶硅电池片的价格大幅下降

单位：美元/w



资料来源：Solarzoom、东北证券

六、矿产勘测工作有望在 2012 年上半年获得进展

公司拥有河北涞源县和涞水县境内 36 万平方米矿区的探矿权，粗堪的矿产储量为黄金 10 吨，白银 1500 多吨，铅 75 万吨，锌 10 万吨左右。公司的矿区勘察工作由于受到 2008 年北京奥运会和 2009 年国庆阅兵影响进展较慢。目前公司正在积极准备勘察工作，顺利的话今年上半年就有可能获得初步结果。由于矿产资源对公司股价的支撑作用较强，其进展值得持续关注。

七、盈利预测和估值分析

根据我们的预测，公司 2011、2012 和 2013 年的每股收益分别为 0.14、0.20 和 0.27 元，对应 2012 年 2 月 17 日收盘价 9.34 元的市盈率分别为 66.7、46.7 和 34.6 倍。和骆驼股份相比，公司的估值水平明显偏高，但是考虑到探矿权对公司股价的支撑，我们暂给予公司谨慎推荐的评级。

八、风险

铅酸电池行业未来的发展趋势向好，但是过程可能随行业整治力度的强弱而有所波动，公司的业绩也将此影响。此外，公司探矿的最终结果还有一定的不确定性。

表1 公司利润预测表（万元）

（单位：万元）	2010	2011E	2012E	2013E
一、主营业务收入	325,500	394,140	449,861	563,096
减：主营业务成本	279,507	346,384	392,588	490,708
减：主营业务税金及附加	958	1,104	1,260	1,577
营业费用	15,509	15,766	17,994	22,524
管理费用	15,126	15,766	17,994	22,524
财务费用	6,061	7,883	8,997	11,262
资产减值损失	1,424	0	0	0
加：公允价值变动收益		0	0	0
投资收益	25	0	0	0
二、营业利润	6,940	7,239	11,027	14,502
加：营业外收入	230	700	200	200
减：营业外支出	111	100	100	100
三、利润总额	7,059	7,839	11,127	14,602
减：所得税费用	2,167	1,176	1,669	2,190
四、净利润	4,892	6,663	9,458	12,412
归属于母公司所有者的净利润	4,873	6,636	9,420	12,362
少数股东损益	19	27	38	50
六、每股收益（元）	0.11	0.14	0.20	0.27

资料来源：东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。