

需求快速转暖，面临较好发展前景

风神股份（600469）

评级：增持（首次）

股价：8.37 元

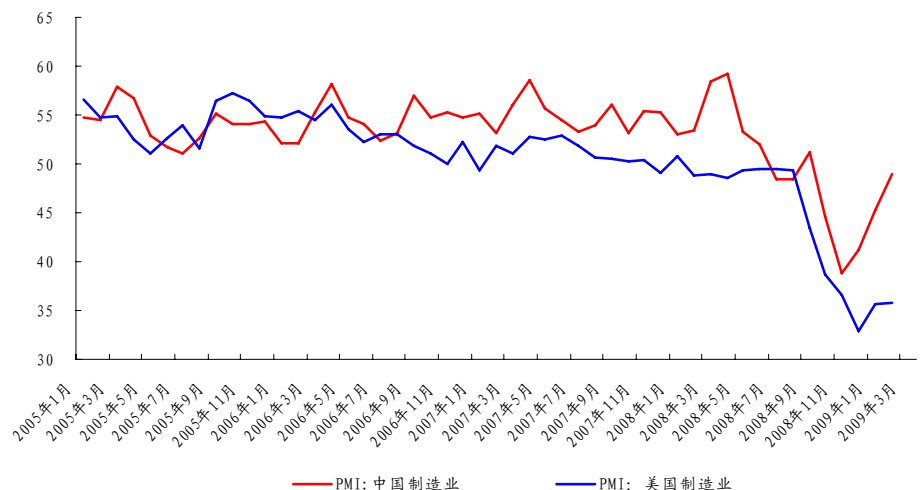
调研报告

2009 年 3 月 11 日 星期三

投资要点

- 中国制造业采购正快速回升。中国制造业采购经理指数 PMI 在 08 年底触底以来，2009 年 1、2 月份出现快速回升趋势，2 月底已达到 49。而美国制造业则在低位停滞，2 月底 PMI 仅有 35.8。说明中国扩大投资规模和产业振兴战略已开始发挥效力。

2005 年 - 2009 年 PMI 走势



资料来源：东海证券研究所、彭博、Wind

从国内细分制造业采购经理指数来看，采购量和新订单回升幅度较大，而出口订单回升幅度较小。这说明国内采购需求大于出口采购需求，同时，我们也需要观察采购需求的持续能力。

细分制造业采购经理指数 PMI

月份	PMI: 中国制造业	PMI: 采购量	PMI: 新订单	PMI: 从业人员	PMI: 新出口订单
2008-01	53.00	56.90	55.20	49.70	49.00
2008-02	53.40	54.60	56.90	49.80	51.30
2008-03	58.40	64.00	63.80	53.40	59.10
2008-04	59.20	64.60	65.00	52.90	58.90
2008-05	53.30	53.70	55.40	51.20	53.40

赵世光，李涛

021-50586660-8637

zsg@longone.com.cn

lt@longone.com.cn

汽车行业

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

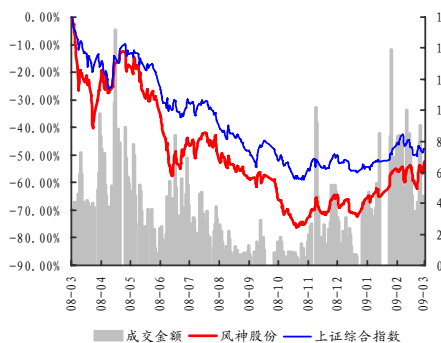
重要数据

总股本(亿股)	3.75
流通股本(亿股)	1.47
总市值(亿元)	31.39
流通市值(亿元)	12.30

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	3.59	8.29
3 个月	28.97	25.15
6 个月	9.99	9.62

个股相对上证综指走势图

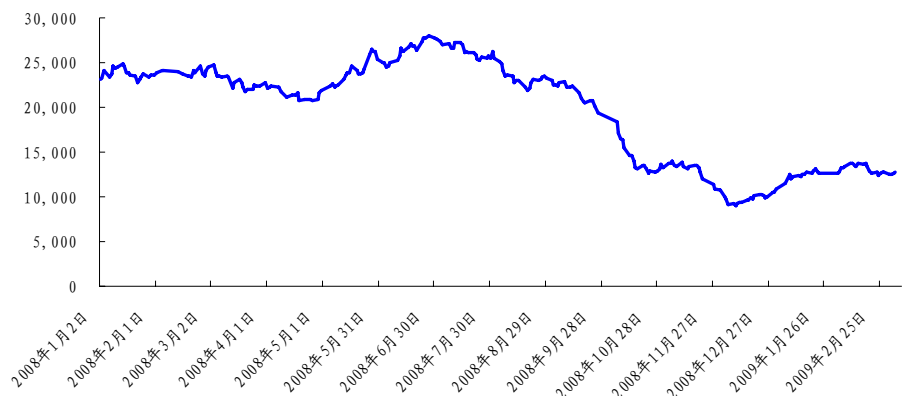


2008-06	52.00	53.50	52.60	50.30	50.20
2008-07	48.40	47.10	46.20	50.60	46.70
2008-08	48.40	46.90	46.00	50.70	48.40
2008-09	51.20	50.80	51.30	50.30	48.80
2008-10	44.60	42.40	41.70	47.00	41.40
2008-11	38.80	34.20	32.30	44.30	29.00
2008-12	41.20	36.20	37.30	43.30	30.70
2009-01	45.30	44.30	45.00	43.00	33.70
2009-02	49.00	49.50	50.40	46.10	43.40

资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

- **天胶价格巨幅波动吞噬公司 08 年业绩。** 由于公司产品主要原材料是天然橡胶，08 年 1-8 月天胶价格上涨 24%，造成公司三季度毛利率只有 8.6%。但 8 月以后天胶价格暴跌，短期内跌幅超过 50%，由于公司采用进口胶，从订货到到货约需 2 个月左右，此滞后性导致公司三季度增加了 5 亿元高价天胶存货。预计 08 年公司将因此计提 1 亿元以上减值损失。公司 08 年业绩呈现“先扬、后抑、年末跳水”的现象。不过高价天胶原材料已消化完，现在公司所用天胶原材料全部为低价胶，目前原材料库存可用到 3 月底。

上海期货天然橡胶价格变化（单位：元/吨）



资料来源：东海证券研究所，Wind

- **工程机械快速回暖。** 08 年下半年工程机械基本以消化库存为主，但 09 年一月份生产迅速恢复，对工程轮胎需求旺盛。目前公司采用三班倒 24 小时生产，即使这样 3 月份订单都难以满足。预计随着工程机械行业进一步回暖，公司未来业绩仍能保证。厦工、龙工全部配公司轮胎，柳工 60% 配公司轮胎。公司工程斜交胎 08 年销售 40 万条，销售收入为 15 亿元左右。工程子午胎销售 7-8 千条，销售收入为 13 亿元左右。预计公司 09

年可销售工程斜交胎 50 万条以上，工程子午胎销售 3 万条以上。

- **重卡销售有望在 09 年中后期回暖。** 公司载重轮胎主要配重型载货车，重汽、欧曼、陕汽和中集都采用公司的轮胎。受国 3 排放标准影响，2008 年重卡上半年销售很好，下半年则出现较大幅度下滑。但重卡 2 月份销售数据已出现好转迹象，由于汽车业振兴规划提出重型载货车占载货车的比例要求达到 25% 以上，目前重卡占卡车销售比例在 6.5% 左右，如要达到 25% 以上比例，则重卡行业需有超预期发展。预计国内重卡销售有望在 09 年中后期回暖，由于公司载重轮胎所配下游企业都是重卡龙头企业，未来随着重卡行业的复苏，公司此业务销售也有较大发展空间。公司 08 年载重子午胎销售 300 万条，销售收入 36 亿元左右，载重斜交胎销售 60-70 万条，销售收入 6.5 亿元左右。另外公司轻卡子午胎销售 30 万条，销售收入 2 亿元。预计 09 年公司载重轮胎销售增速 10% 左右。
- **公司 09 年面临极佳发展前景。** 我们认为 09 年公司面临极佳发展前景，一、受益于国家 4 万亿投资所带来的众多大工程项目的启动，各种工程机械对轮胎需求将会加大，随着工程机械产品质量提升，工程胎子午化将是未来趋势，而公司新厂区 15 万套工程子午胎生产线将建成投产，有望成为公司强有力的利润增长点。二、重卡销售的回暖最晚也将在下半年出现。三、国外出口方面，公司将凭借优异的质量和较低的价格挤占世界轮胎巨头的配套和设备维修市场，未来公司产品将形成配套、出口、设备维修三分天下的局面。四、通过此次天胶波动教训，公司目前也正完善产业链，利用产业收购控制胶源，公司年均用天胶 12 万吨，未来有望拥有 4 万吨以上的胶源，现货、期货和自有胶源将各占公司天胶原料的三分之一。
- **公司估值分析。** 公司 08 年三季度综合毛利率仅有 10.72%，由于公司四季度都在消化前期高价天胶，因此毛利率很难有所提升。但 09 年公司所用天胶已是低价胶，未来公司如能拥有自有胶源，则毛利率有望提高。预计 09 年综合毛利率有望达到 12% 左右。同时，随着毛利率较高的工程子午胎销售占比逐步提高，2010 年公司综合毛利率还有望进一步提高。公司 2008、2009、2010 年 EPS 分别为 0.01、0.51 和 0.64 元，公司 09 年 PE 虽已达到 16.33，但结合公司行业龙头地位，仍给予长期“增持”评级。

主要财务指标

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（百万元）	5,040.77	6,018.58	6,358.63	7,358.84	8,310.34

营业收入增长率 (%)	35.68%	19.40%	5.65%	15.73%	12.93%
营业利润 (百万元)	45.92	168.21	-9.46	214.31	271.59
营业利润增长率 (%)	-73.33%	266.31%	-105.63%	-	26.73%
净利润 (百万元)	12.30	106.26	2.90	192.16	240.85
净利润增长率 (%)	-89.32%	764.12%	-97.27%	-	25.34%
营业利润率 (%)	0.91%	2.79%	-0.15%	2.91%	3.27%
每股收益 (元)	0.03	0.28	0.01	0.51	0.64
每股净资产 (元)	1.12	2.45	2.46	2.82	3.27
PE (X)	255.21	29.53	1081.57	16.33	13.03
PB (X)	7.49	3.41	3.40	2.97	2.56
EV/EBITDA (X)	17.03	10.75	20.44	13.90	13.83

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

赵世光，汽车行业分析师，获上海交通大学机械工程学院 CIM 研究所博士学位。拥有 8 年大型跨国公司产业经验和证券业从业经验。擅长数量分析，对相关产业发展有深入理解。

重点跟踪公司：威孚高科，中国重汽，潍柴动力，科力远，一汽轿车，启明信息、云内动力

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122