

08 年已成过去，09 年替代市场有亮点

——风神股份（600469）年报及 1 季报点评

要点：

- **08 年业绩低于预期** 08 年公司实现营业收入 60.95 亿元，同比仅增长 1.28%，实现归属于母公司净利润-0.97 亿元，同比下降-191.4%，最终实现每股收益-0.26 元，低于市场普遍预期。
- **毛利率下降及巨额资产减值损失带来业绩亏损** 我们认为公司净利润大幅下降以致亏损的原因主要有两点：（1）报告期内由于受原材料即天然橡胶、合成橡胶以及炭黑价格的大幅上涨，公司综合毛利率出现了一定幅度的下滑，从 07 年 12.63% 下降到 08 年 9.86%；（2）由于原材料价格在 08 年年末的大幅波动，公司高位储备的存货损失严重，故公司 08 年年报中计提了巨额的资产减值损失约 1.23 亿元。
- **1 季度业绩符合预期** 09 年 1 季度，公司实现营业收入 10.28 亿元，同比下降 39%，实现净利润 0.06 元，同比下降 89%，对应每股收益 0.02 元。公司 1 季度业绩基本符合我们预期，主要是由于 09 年 1-2 月载重、工程轮胎下游无论配套市场还是替代市场都尚未回暖，下游客户的需求未能有效释放所致。
- **09 年替代市场有亮点** 我们对公司 09 年轮胎销售持谨慎乐观的态度，认为行业的回暖、出口市场地区的扩大以及替换市场的发力将是公司轮胎产品 09 年的主要增长点。
- **盈利预测与投资评级** 经过综合测算，我们预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.37 元和 0.42 元，对应动态市盈率为 26 倍和 23 倍，考虑到估值已趋于合理，故我们继续维持公司“中性”评级。
- **风险提示：** 1、轮胎行业竞争加剧；2、原材料价格波动和产品价格调整幅度超出预期。

分析师

吕磊

☎ (86-10) 88366060 - 8886

✉ lvl@cgws.com

投资评级：中性（维持）

市场数据

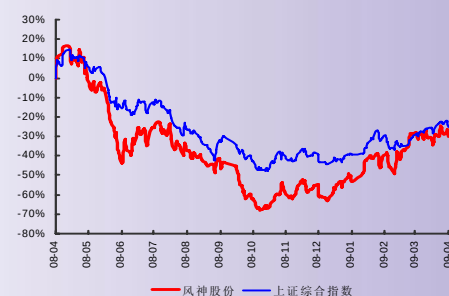
总市值（百万元）	3611
流通市值（百万元）	1412
总股本（万股）	37494
流通股本（万股）	14663
12 个月最高/最低（元）	16.2/4.3

公司盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入(万元)	609,535	600,355	628,059
(+/-%)	1.3%	-1.5%	4.6%
净利润(万元)	-9,714	13,790	15,780
(+/-%)	-191.4%	242%	14.4%
摊薄 EPS(元)	-0.26	0.37	0.42
市盈率(倍)	-37.2	26.2	22.9

注：以 4 月 22 日收盘价 9.63 元计算

公司股价表现图



前期报告

- 《风神股份 3 季报点评：08 年业绩不容乐观，未来行业竞争趋于激烈》 20081028
- 《风神股份中报点评：积极调整产品结构应对短期压力》 20080729

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



一、08 年巨额资产减值损失带来业绩亏损

风神股份（600469）主营载重类、工程类子午胎与斜交胎的生产与销售，近几年受益于载重胎行业下游重卡行业的高景气度，公司收入呈现快速增长态势。但由于 08 年我国重卡行业整体呈现“前高后低”的走势以及国内经济进入下行周期、主要原材料天然橡胶价格大幅波动的影响，公司的 08 年业绩低于市场普遍预期。

08 年公司实现营业收入 60.95 亿元，同比仅增长 1.28%，实现归属于母公司净利润-0.97 亿元，同比下降-191.4%，最终实现每股收益-0.26 元。

我们认为公司净利润大幅下降以致亏损的原因主要有两点：（1）报告期内由于受原材料即天然橡胶、合成橡胶以及炭黑价格的大幅上涨，公司综合毛利率出现了一定幅度的下滑，从 07 年 12.63% 下降到 08 年 9.86%；（2）由于原材料价格在 08 年年末的大幅波动，公司高位储备的存货损失严重，故公司 08 年年报中计提了巨额的资产减值损失约 1.23 亿元；故上述两点原因导致了公司 08 年净利润出现了较大幅度的亏损，低于市场预期。

图 1、国际油价走势（美元/桶）

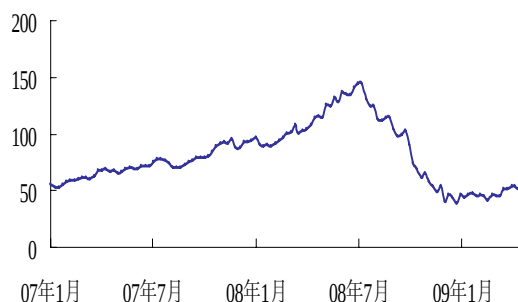
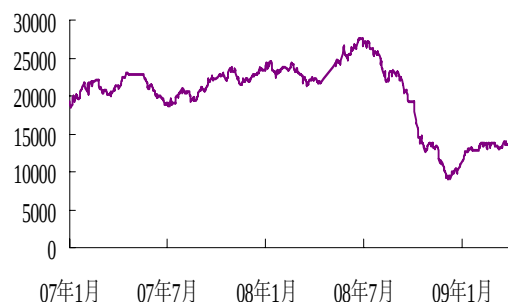


图 2、天胶价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，长城证券研究所

表 1、公司季度财务比率

	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4
毛利率	12.6%	12.8%	13.0%	12.1%	12.1%	11.4%	8.6%	5.5%
销售费用率	3.4%	4.1%	3.7%	3.6%	3.1%	3.3%	3.3%	5.2%
管理费用率	2.9%	1.9%	2.4%	3.0%	2.7%	1.6%	0.7%	3.9%
财务费用率	1.9%	1.8%	2.4%	2.4%	1.8%	2.6%	2.7%	6.6%
所得税率	33.0%	33.0%	33.0%	167%	25.2%	25.9%	25.7%	18.0%

资料来源：公司公告，长城证券研究所

二、1 季度业绩基本符合预期，09 年替代市场有亮点

09 年 1 季度，公司实现营业收入 10.28 亿元，同比下降 39%，实现净利润 0.06 元，同比下降 89%，对应每股收益 0.02 元。公司 1 季度业绩基本符合我们预期，主要



是由于 09 年 1-2 月载重、工程轮胎下游无论配套市场还是替代市场(即维修市场)都尚未回暖,下游客户的需求未能有效释放所致。

但从 3 月份以来公司轮胎生产和销售情况回暖明显,我们认为主要原因有三点:(1) 国家 4 万亿投资计划出台,整个重卡行业已有所回暖,这将带来对轮胎需求的回升;(2) 出口市场,公司借助轮胎出口退税率的调整,扩大了轮胎出口地区的覆盖范围,从以往欧美市场向拉美和非洲的地区转移;(3) 国内市场,公司从以往主战场轮胎配套市场向替换市场发力,由于替换市场市场规模约为配套市场的 4 倍左右,故公司借助自身的品牌影响力能够迅速打开局面并扩大其市场份额。故综合上述三点原因,我们对公司 09 年轮胎销售持谨慎乐观的态度,认为行业的回暖、出口市场地区的扩大以及替换市场的发力将是公司轮胎产品 09 年的主要增长点。

需要指出的是,虽然公司 09 年轮胎销量将有所回升,且原材料天然橡胶的价格已将 08 年下跌了 40%以上,09 年毛利率也将得以回升,但我们应该看到我国轮胎行业依然竞争压力重重:首先我国轮胎行业整体产能过剩,尽管一线企业部分时间段存在产能紧张的情况,但大部分时间产能利用率难以达到饱和;其次在原材料价格大幅下降后,公司产品已降价 10-15%左右,若未来下游行业如重卡制造行业、物流运输行业、采掘行业竞争压力加大,公司产品价格存在进一步下调的可能;再次,08 年 11 月-09 年 2 月份由于轮胎行业整体陷入低谷,大部分中小轮胎企业都已停产,但自 09 年 3 月份行业回暖后,这些停产的企业也逐步复工,这也意味着未来行业竞争将较 1 季度竞争愈发激烈;最后公司 15 万套工程子午胎未来也将逐步建成投产,目前我们了解到终端市场对工程子午胎需求较少,这或将造成公司 15 万套投产后当期折旧摊销费用的大增。

三、盈利预测与投资评级

我们认为行业的回暖、出口市场地区的扩大以及替换市场的发力将是公司轮胎产品 09 年的主要增长点,故我们对公司 09 年轮胎销售持谨慎乐观的态度。经过综合测算,我们预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.37 元和 0.42 元,对应动态市盈率为 26 倍和 23 倍,考虑到估值已趋于合理,故我们继续维持公司“中性”评级。

风险提示:

- 1、 轮胎行业竞争加剧;
- 2、 原材料价格波动和产品价格调整幅度超出预期;

附录

利润表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	609,535	600,355	628,059	663,778	成长性				
营业成本	549,429	529,317	550,226	580,917	营业收入增长	1.3%	-1.5%	4.6%	5.7%
销售费用	21,510	21,613	22,610	23,896	营业成本增长	4.5%	-3.7%	4.0%	5.6%
管理费用	12,476	15,009	15,701	16,594	利润总额增长	-186.5%	252%	14.4%	10.1%
财务费用	18,694	10,819	12,024	12,298	净利润增长	-191.4%	242%	14.4%	10.1%
投资净收益	0	0	0	0	盈利能力				
营业利润	-12,913	16,223	18,564	20,435	毛利率	9.9%	11.8%	12.4%	12.5%
营业外收支	2,246	0	0	0	销售净利率	-1.6%	2.3%	2.5%	2.6%
利润总额	-10,668	16,223	18,564	20,435	ROE	-6.9%	9.0%	9.3%	9.3%
所得税	-954	2,433	2,785	3,065	ROIC	6.4%	7.2%	8.2%	9.1%
少数股东损益	0	0	0	0	营运效率				
净利润	-9,714	13,790	15,780	17,370	销售费用/收入	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%
资产负债表 (万元)					管理费用/收入	6.5%	2.0%	2.5%	2.5%
货币资金	61,349	83,437	120,414	155,475	投资收益/利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	43,046	42,398	44,354	46,876	所得税/利润总额	8.9%	15.0%	15.0%	15.0%
应收票据	6,129	6,037	6,316	6,675	应收帐款周转率	13.93	14.05	14.48	14.55
存货	82,552	79,530	82,672	87,283	存货周转率	7.74	6.53	6.78	6.84
流动资产合计	220,313	237,708	281,121	325,205	流动资产周转率	3.30	2.62	2.42	2.19
固定资产	253,250	276,604	271,368	249,971	总资产周转率	1.47	1.16	1.13	1.12
资产总计	493,511	537,510	578,361	603,150	偿债能力				
短期借款	163,559	198,559	218,559	218,559	资产负债率	71.6%	71.4%	70.7%	69.0%
应付款项	91,752	88,393	91,885	97,010	流动比率	0.74	0.73	0.80	0.91
流动负债合计	296,222	326,431	351,503	358,922	速动比率	0.47	0.48	0.56	0.66
长期借款	37,353	37,353	37,353	37,353	每股指标 (元)				
负债合计	353,548	383,758	408,829	416,248	EPS	-0.259	0.368	0.421	0.463
股本	37,494	37,494	37,494	37,494	每股净资产	3.73	4.10	4.52	4.98
留存收益	102,469	116,258	132,038	149,408	每股经营现金流	-0.08	1.15	1.28	1.42
少数股东权益	0	0	0	0	每股经营现金/EPS	0.3	3.1	3.0	3.1
权益合计	139,963	153,753	169,532	186,902	估值	2008A	2009E	2010E	2011E
负债和股东权益总计	493,511	537,510	578,361	603,150	PE	-37.2	26.2	22.9	20.8
现金流量表 (万元)					PEG	0.15	1.81	2.27	—
经营活动现金流	-2,940	43,089	47,976	53,062	PB	2.6	2.3	2.1	1.9
其中营运资本减少	7,342	-97	-1,365	-1,604	EV/EBITDA	15.82	11.03	9.83	8.98
投资活动现金流	-55,429	-56,000	-31,000	-18,000	EV/SALES	0.95	1.03	1.01	0.96
其中资本支出	-50,435	-50,000	-25,000	-12,000	EV/IC	1.96	1.90	1.97	2.09
融资活动现金流	98,093	35,000	20,000	0	ROIC/WACC	0.83	0.94	1.07	1.18
净现金总变化	39,197	22,089	36,976	35,062	REP	2.35	2.02	1.85	1.76

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润

研究员介绍:

吕磊: 北京航空航天大学汽车工程系硕士、学士, 3年证券行业从业经历, 任汽车及零配件行业研究员。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利

公司评级	评级	说明
	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
行业评级	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
行业评级	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制、如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。