

风神股份(600469)

毛利率回升 减值冲回

谨慎推荐

维持评级

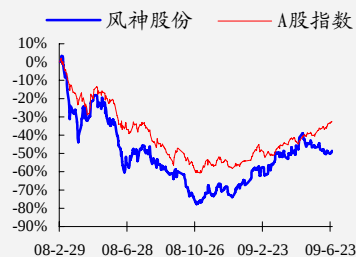
可选消费/汽车零部件

2009 年 6 月 29 日

投资要点:

- 风神股份是我国轮胎行业的龙头企业之一，主营载重胎和工程胎。
- 轮胎行业是“日不落”行业，伴随这汽车行业的发展，轮胎行业的空间十分巨大。
- 轮胎行业的毛利率与天然橡胶价格关系密切。短期内，天然橡胶价格波动对轮胎公司的盈利影响很大。
- 我国轮胎行业发展迅速，已经成为全球产量第一。
- 配套、替换和出口三大市场中，配套市场受金融危机冲击最大；出口市场从四月份以来逐渐转暖；公司积极调整营销手段，替换市场增长部分抵消其他两大市场的低迷。
- 天胶价格回落以后，公司成本下降幅度大于产品价格降幅，公司毛利率同比明显回升；去年四季度计提的减值准备部分冲回。
- 15 万条工程子午胎将与 7 月份试生产，工程子午胎主要面向出口，毛利率高于现有产品。
- 预计 2009-2010 年 EPS 为 0.54 元和 0.54 元，给予谨慎推荐的评级。

走势图



市场数据

2009-6-28

收盘价:	10.06 元
52 周最高价:	12.10 元
52 周最低价:	4.30 元
平均持仓成本:	

基本数据

2009Q1

总股本 (万股):	37,494
流通 A 股 (万股):	37,494
每股收益 (元):	0.02
每股净资产 (元):	3.75
每股经营现金流 (元):	(0.07)
市净率:	0.00

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	609,535	1.28	(9,714)	-191.41	-0.26		0.00	
2009E	561,314	-7.91	20,420		0.54		18.63	
2010E	630,814	12.38	20,265	(0.76)	0.54		18.63	
2011E								

分析师: 邵振华

TEL: (8621)6336 7000-264

FAX: (8621)6337 3209

Email: shaozhenhua@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F
(邮编 200002)

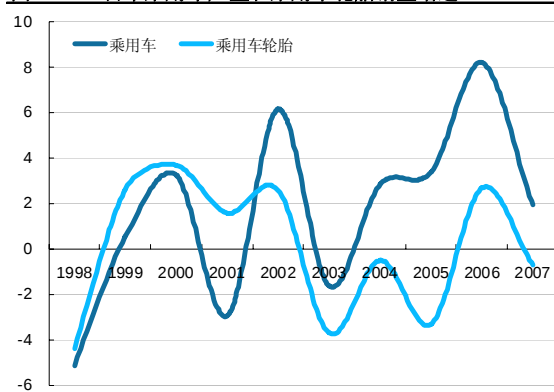
1. 轮胎行业概述

1) 与汽车行业的关系

轮胎是汽车使用过程中的易耗部件，它的需求与汽车行业的发展紧密相关。在发展初期车辆基数不大阶段，需求主要受汽车产量影响。当技术增加以后，轮胎更换需求将超过新车配套需求成为影响轮胎行业的主要因素。

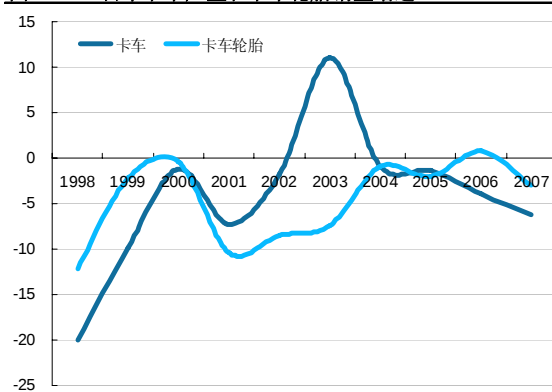
从日本的情况可以看到，轮胎需求与汽车产量同步变化，但波动幅度小于汽车行业。主要原因是轮胎二元消费结构，替换胎需求主要跟车辆保有量和使用量情况有关，构成轮胎需求的稳定部分，一般占轮胎需求的 50%-70% 不等；配套胎需求与汽车产销情况直接挂钩，是轮胎需求变动的主要因素。

图1 日本乘用车产量和乘用车轮胎销量增速



数据来源：JATMA

图2 日本卡车产量和卡车轮胎销量增速

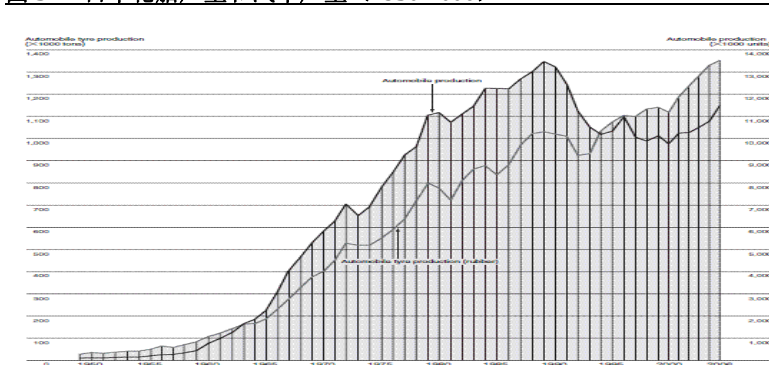


数据来源：JATMA

2) 需求稳定增长

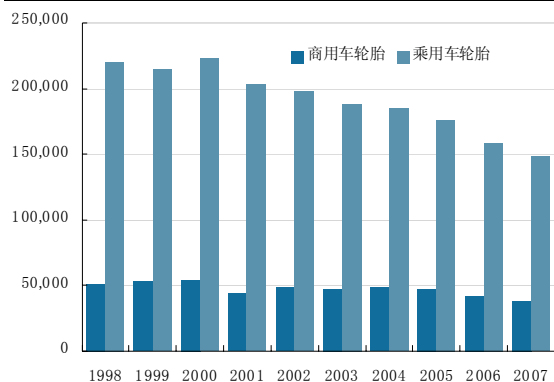
中美日是全球轮胎产量排名前三的国家。中国作为轮胎行业后起之秀，近年来产量增速很快。轮胎传统强国日本和美国的情况略有分歧。在汽车产量从前一个高点回落以后，日本轮胎产量并没有受到太大影响，持续增长；美国轮胎产量从 2000 年开始整体呈下降趋势，但是需求仍然稳定增长，可能的原因是中国等国出口增加所致。

图3 日本轮胎产量和汽车产量（1950-2006）



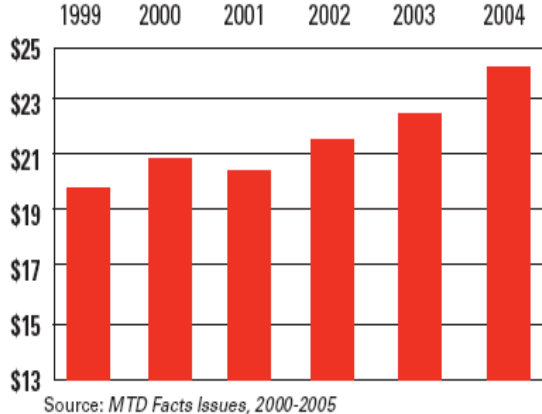
数据来源：JATMA

图4 美国轮胎产量



数据来源: UNDATA

图5 美国替换市场销售额



Source: MTD Facts Issues, 2000-2005

由于轮胎行业依托于汽车行业，我们认为未来发展空间仍非常巨大。发达国家每千人汽车保有量在 600 辆左右，而全球平均只有 139 辆，只有发达国家的 23%。汽车承载了“行”的生活基本需求，是生活方式的体现，美国就被称为“轮胎上的国家”。

图6 汽车保有量数据（2006 年底）

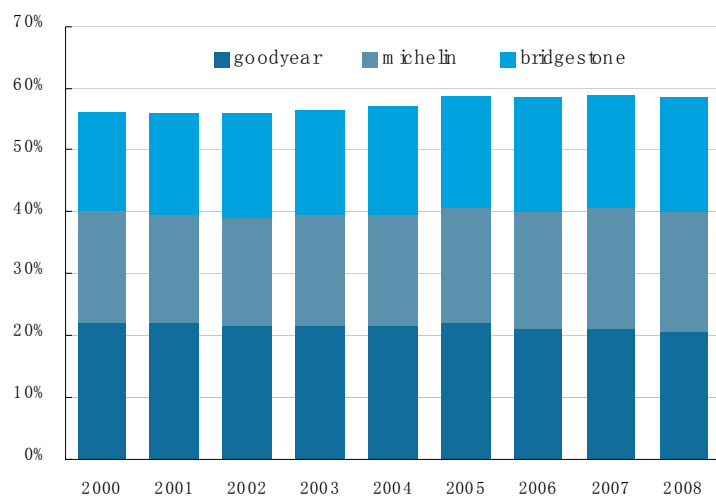
国别	单位: 辆		单位: 人
	每千人保有量	拥有一辆汽车的平均人数	
	汽车合计	括号内为乘用车	
美国	451 / 815	1.2 (2.2)	1.2 (2.2)
意大利	604 / 682	1.5 (1.7)	1.5 (1.7)
澳大利亚	543 / 674	1.5 (1.8)	1.5 (1.8)
德国	604 / 565	1.7 (1.8)	1.7 (1.8)
加拿大	380 / 600	1.7 (2.6)	1.7 (2.6)
法国	496 / 598	1.7 (2.0)	1.7 (2.0)
日本	450 / 594	1.7 (2.2)	1.7 (2.2)
英国	512 / 580	1.7 (2.0)	1.7 (2.0)
瑞士	521 / 569	1.8 (1.9)	1.8 (1.9)
奥地利	508 / 553	1.8 (2.0)	1.8 (2.0)
比利时	469 / 538	1.9 (2.1)	1.9 (2.1)
全球平均	139 / 101	7.2 (9.9)	7.2 (9.9)

数据来源: JAMA

3) 全球集中度高

轮胎业内三大企业是普利司通、米其林和固特异。它们在全球市场占有很大的份额。在卡车领域固特异排名第一，米其林排第二，普利司通排第三，但三家份额差距不大，基本在 20%左右，合计占有美国市场 60%市场份额。乘用车轮胎市场三巨头的排次略有不同，但合计也占有 60%市场份额。

图7 美国卡车轮胎市场三大巨头的市场份额

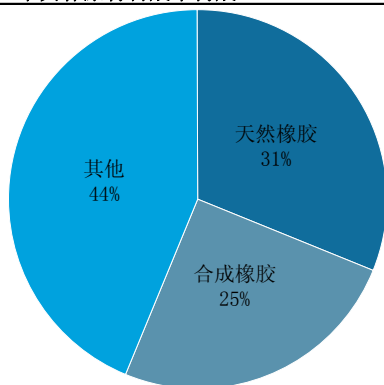


数据来源: MTD

4) 毛利率与天胶关系

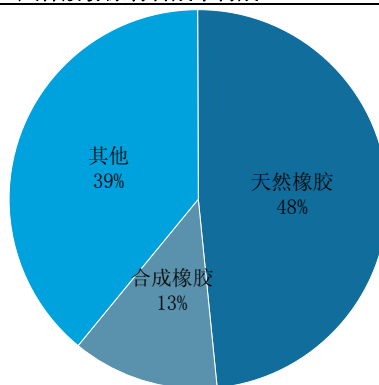
轮胎行业原材料成本在总生产成本的比例超过 80%，橡胶成本占原材料成本的比例超过 50%，对成本的影响最大。橡胶是轮胎最重要的原材料，正是硫化（天然）橡胶的发明，才促成了现代轮胎的诞生，由于天然橡胶供给有限，合成橡胶产量增长很快，最近 10 年合成橡胶和天然橡胶产量的比例大约维持在 1.4:1 左右。在轮胎领域，合成橡胶和天然橡胶的比例可以在一定范围内调节，但合成橡胶不能完全取代天然橡胶。相对而言，国内轮胎企业使用天然橡胶的比例高于国外企业。由于天然橡胶和合成橡胶价格有一定的联动性，因此天然橡胶的价格对轮胎成本影响很大。

图8 米其林原材料成本构成



数据来源: Michelin

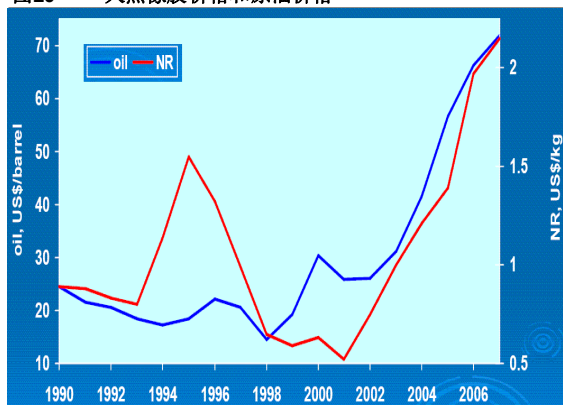
图9 风神股份原材料成本构成



数据来源: 风神股份

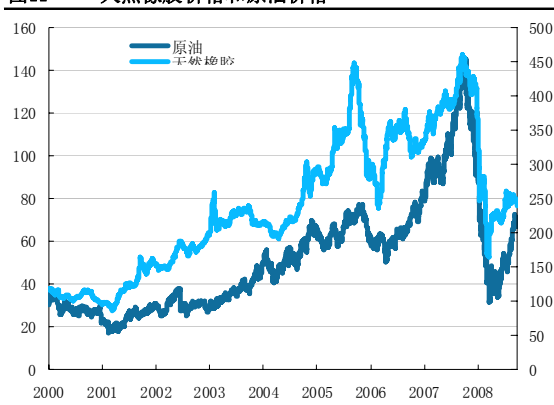
天然橡胶期货在多个交易所交易，具有很强的商品属性，除此之外由于天然橡胶与合成橡胶有替代关系，合成橡胶以原油为原料，在 2000 年开始的这一波商品牛市中，天然橡胶价格与原油价格走势趋同。天然橡胶价格上涨提高了轮胎企业的生产成本，轮胎企业不能将原材料价格上涨向下游完全转移，因此毛利率呈小幅下降的趋势。长周期的看，轮胎行业毛利率比较稳定。

图10 天然橡胶价格和原油价格



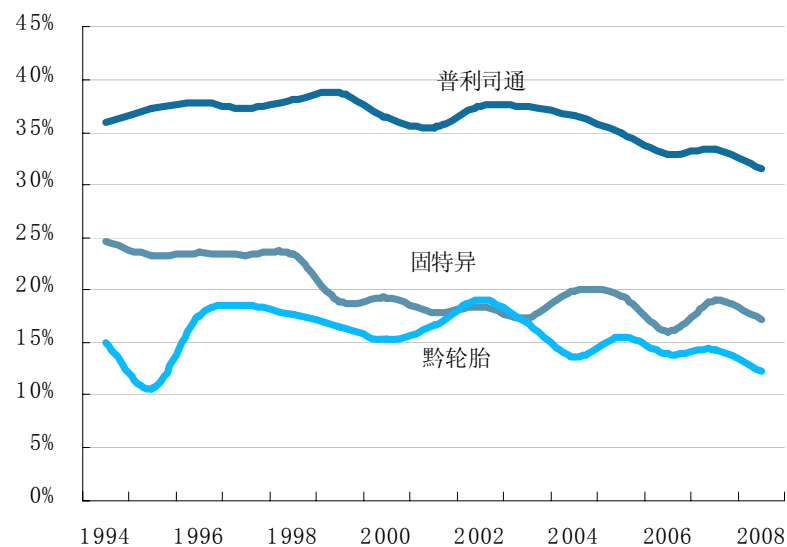
数据来源: ANRPC

图11 天然橡胶价格和原油价格



数据来源: Bloomberg

图13 轮胎企业毛利率

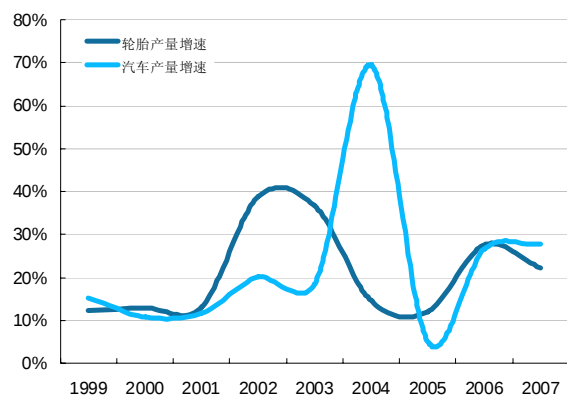


数据来源: Bloomberg

2. 中国轮胎行业的现状

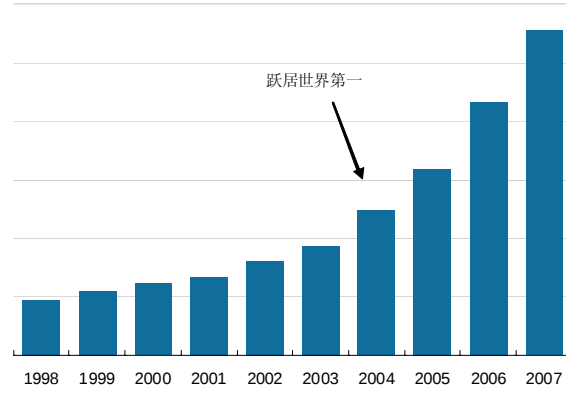
最近 10 年, 依托于我国汽车工业的发展和汽车保有量的提高, 轮胎行业取得了长足的进步, 轮胎产业在国际中的地位甚至要高于汽车行业。1998 年, 我国轮胎产量还不到 1 亿条, 到 2007 年, 我国轮胎产量已经超过 5.5 亿条。8 年间年均复合增长率超过 20%。2004 年, 我国轮胎首次超过 2 亿条, 达到 2.5 亿条, 超过美国和日本, 成为全球第一。其中, 出口量占总产量的 40%-50%。近年来, 我国轮胎生产技术不断提高, 子午化率在不断提升, 2006 年子午化率已经达到 64% 左右。

图14 我国轮胎产量增速和汽车产量增速



数据来源: Wind

图15 我国轮胎产量和增速



数据来源: Wind

经过这些年的发展,中国虽然已经是轮胎生产大国,但还不是轮胎生产强国。其中一个重要原因是作为轮胎行业的微观基础——轮胎企业并不强大。突出表现为相对国际巨头,国内轮胎企业的规模甚小;同时,国有轮胎企业市场地位亟待提高。国内企业的优势主要集中在载重胎和工程胎市场。轮胎上市公司中,以载重胎工程胎为主。

3. 风神股份

风神股份全名是风神轮胎股份有限公司,是中国全钢子午线轮胎重点生产企业之一和最大的工程机械轮胎生产企业,主要生产斜交工程机械轮胎、全钢工程子午胎、全钢载重子午胎、全钢轻卡子午胎、斜交载重汽车轮胎,公司还计划新建 500 万条乘用车子午胎项目。根据中国橡胶工业协会轮胎分会统计,风神股份收入排名全国第八位。

表1 轮胎销售收入和利润总额前十位单位排名

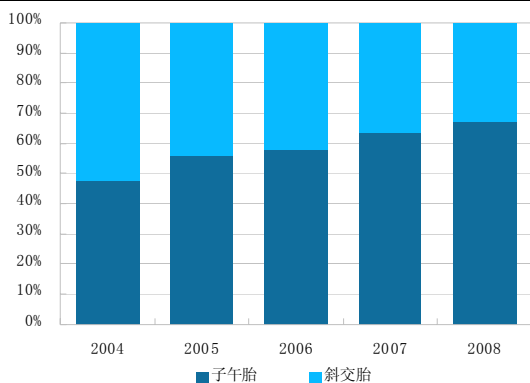
排名	单位	销售收入(万元)	单位	利润总额(万元)
1	中国佳通	1296098	中国正新	54095
2	杭州中策	1105503	兴源集团	50328
3	三角集团	1060288	杭州中策	33899
4	山东玲珑	1020880	山东万达	33134
5	中国正新	714510	山东金宇	16168
6	双钱集团	712142	山东玲珑	16026
7	青岛双星	653996	三角集团	14946
8	风神轮胎	605253	江苏通用	12936
9	贵州轮胎	429803	泸河集团	12031
10	兴源集团	428288	中国佳通	6264

公司控股股东是中国昊华化工(集团)总公司,实际控制人国务院国资委直属的中国化工集团。2007 年 11 月,昊华通过 1 亿股国有股权无偿划转,成为风神的控股股东,目前持有 42.58%的股份。中国化工集团旗下控制的轮胎类企业还有

青岛黄海橡胶股份有限公司、双喜轮胎工业股份有限公司，桂林轮胎厂，风神股份在四家企业中收入利润排名居第一位，如果中国化工集团要对旗下的轮胎资产进行整合，风神股份很有可能成为整合的主要平台。

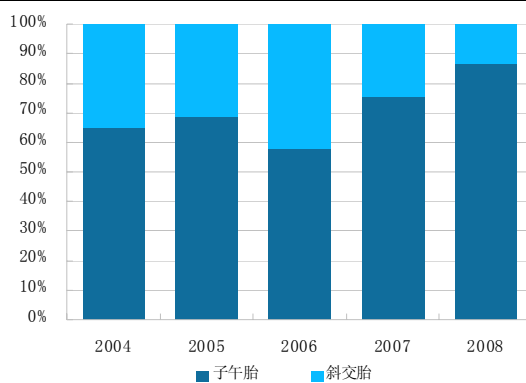
风神股份的几大产品载重子午胎对收入和毛利的贡献最大，收入占比和毛利占比在最近三年呈上升趋势，2008 年载重子午胎收入占比为 66.5%，毛利占比超过 80%，是公司现阶段的明星业务。

图16 载重子午胎占收入60%以上



数据来源: WIND

图17 载重子午胎占毛利80%以上



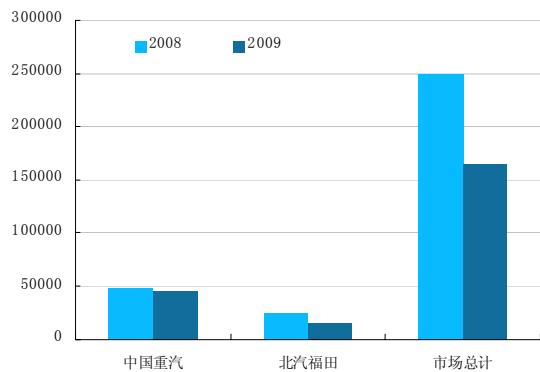
数据来源: WIND

1) 载重胎

载重轮胎销售分为配套、替换和出口三大块，之前这三块市场各占三分之一，2009 年受金融危机影响，配套和出口市场受冲击较大，因此公司加大了替换市场的销售力度。

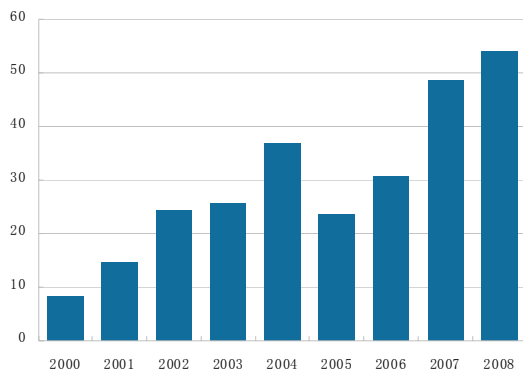
公司在配套市场的主要客户有中国重汽、北汽福田、中集集团等。2008 年中国重汽自主创新的 EGR 给重卡市场带来冲击波，利用成本价格优势为自己一举奠定了行业老大的位置。2009 年前四个月，尽管行业整体销售情况不甚理想，同比下降超过 30%，中国重汽凭借自身的比较优势，销量同比仅下降 3%，同时市场份额升至 28%，比去年同期增长了 9 个百分点。2008 年，配套市场占载重胎销量的 42%，2009 年配套市场在三个市场中情况最差，至今没有恢复的迹象。

图18 1-4月份我国重卡销量情况



数据来源: 中国汽车工业协会

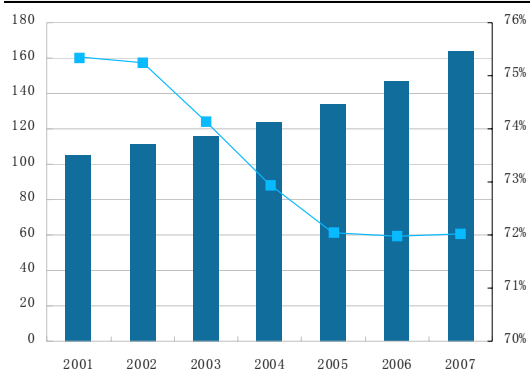
图19 重卡销量（2000-2008） 万辆



数据来源: 汽车工业协会

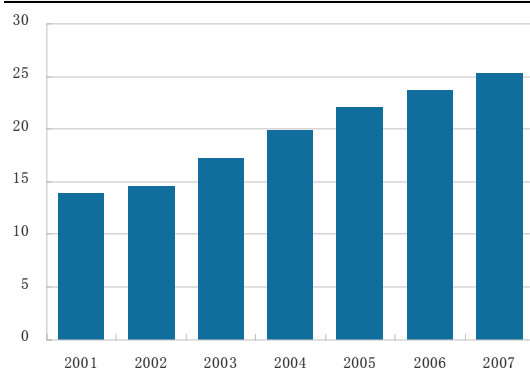
我国重卡销量波动较大，2004 年创下一个高点，经历了 2005、2006 两年的沉寂之后，2007、2008 两年持续高增长。重卡需求可以分为社会运输和矿山两部分。重卡行业的发展与我国国内生产总值和固定资产投资增速密切相关。根据我们汽车行业研究员的预测，2009 年我国重卡产量与 2008 年持平。

图20 公路货运量



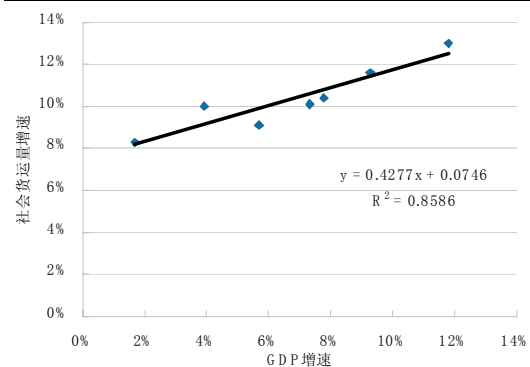
数据来源：国家统计局

图21 原煤产量



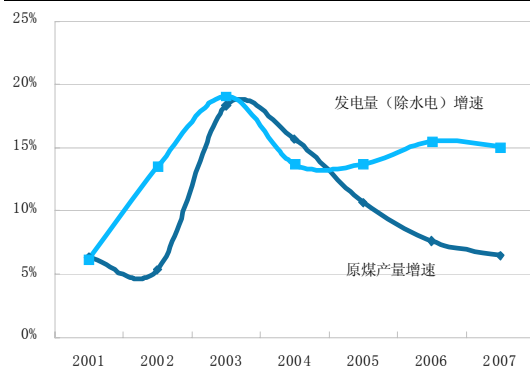
数据来源：国家统计局

图22 社会货运量和GDP的关系



数据来源：国家统计局

图23 原煤产量与发电量增速的关系



数据来源：国家统计局

尽管替换市场的出厂价高于配套市场，由于配套市场单个客户需求量大，不需要投入太多的销售力量和渠道维护成本，因此公司之前将配套市场摆在替换市场之前，即在产能有限，产品供不应求的情况下，优先供应配套市场。

今年以来，重卡销量下降 30%以上，重卡企业处于去库存化阶段，对配套轮胎需求降幅大于 30%，公司开始调整营销中心，加大对替换市场的销售力度，以保证长期供应为条件，与下游经销商建立长期合作关系，开发了消费券、抽奖等一系列促销手段。这些努力很快就体现在销量上，2009 年 4 月份公司在替换市场的销量创下月度新高，但是一次性的刺激效果随着时间推移减弱，5、6 月的销量环比有所下降。

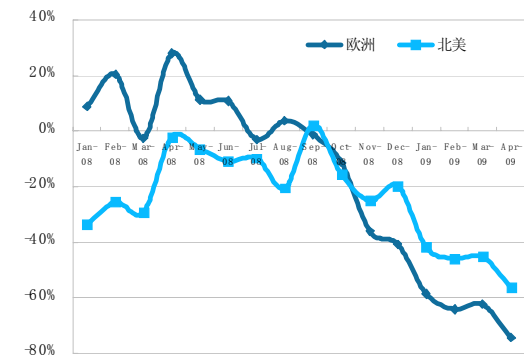
我们认为，公司在替换市场技术相对较小，通过营销努力，销量有望同比增加 10%-15%，替换市场出厂价较高，毛利率因此也能提高。但是，在配套和出口市场需求下降的情况下，国内企业都会挤到替换市场，整个市场有竞争加剧的风险。公司加大促销力度，在配退政策上作出让步，费用率将提高。

出口市场参考米其林的销售情况，国际市场的基本情况与国内相同，配套市场恶化非常严重，米其林在北美市场 4 月份销售同比下降 56%，在欧洲市场同比下

降 74%，即配套市场基本停止，而且下降趋势并没有反转的迹象。

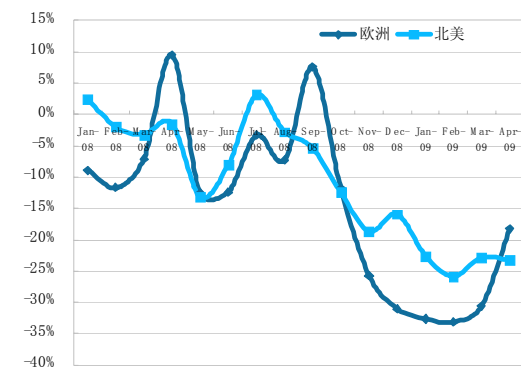
替换市场调整的幅度相对较小，而且 3、4 月份以来略有恢复的迹象。2009 年 1-4 月，上海海关客货车辆用轮胎出口 170.3 万条，价值 1.4 亿美元，分别大幅下降 37.3%和 32.4%。公司出口情况 4 月份见底，5、6 月份连续上升，目前已经恢复到正常水平的 80%以上。

图24 欧美配套市场增速 YOY



数据来源：米其林

图25 欧美替换市场增速 YOY



数据来源：米其林

2) 工程胎

公司的工程斜交胎主要是为柳工、龙工、厦工、徐工等工程机械行业龙头配套，装配在装载机上。装载机的下游包括采石场、煤炭、沙场、交通、水泥、铁矿等。

公司募投项目将成为未来新的增长点。公司于 2008 年底完成增发，募集资金投向 15 万条工程子午胎项目。公司 2.5 万条试验线生产状况一直稳定。在当地政府的全力支持下，电、汽供应问题得到解决，募投项目将于 7 月中旬进行试生产。

大尺寸工程胎制造复杂程度更加复杂，试验线受制于设备规模，主要生产标准尺寸工程子午胎为主，单价在 10000 元左右；未来 15 万条正式线投产以后会根据市场需求调整产品结构，加大大胎比例。

世界各国近年来对煤炭、铜、铁等矿产资源的需求迅速增长，拉动了采掘业对采掘机械及大型运输车辆的需求，尤其是矿用自卸车用大胎市场需求激增，从而造成了全球大规格工程轮胎的供不应求。国内已有三角轮胎、双钱轮胎开始生产工程子午胎。

由于价格原因，工程子午胎在国内的应用领域比较狭窄，主要适用于提梁机，国内有 4 家提梁机生产企业，公司已经向其中的 3 家供货。除此之外，工程子午胎的国内市场仍需要培育，短期销售将以出口为主。

图 26 在杭州湾跨海大桥使用的提梁机



数据来源：网络

4. 盈利预测

公司在一季度冲回 4800 存货跌价准备，折合 EPS0.13 元，2008 年存货在今年二月份左右已经清理完毕，未来不会再有冲回。预计 15 万套工程子午胎 7 月份能顺利投产，天胶价格三季度之前不大幅上扬。测算 2009-2010 年 EPS 分别为 0.54 和 0.54 元，给予谨慎推荐的评级。

一般企业一利润表 (单位: 百万元)	2007	2008	2009	2010
一、营业总收入	6,018.58	6,095.35	5,613.14	6,308.14
营业收入	6,018.58	6,095.35	5,613.14	6,308.14
利息收入	0.00	0.00		
已赚保费	0.00	0.00		
手续费及佣金收入	0.00	0.00		
二、营业总成本	5,850.38	6,224.48	5,386.25	6,069.73
营业成本	5,258.69	5,494.29	4,771.17	5,361.92
利息支出	0.00	0.00		
手续费及佣金支出	0.00	0.00		
退保金	0.00	0.00		
赔付支出净额	0.00	0.00		
提取保险合同准备金净额	0.00	0.00		
保单红利支出	0.00	0.00		
分保费用	0.00	0.00		
营业税金及附加	82.55	80.24	126.30	141.93
销售费用	222.44	215.10	224.53	239.71
管理费用	152.40	124.76	112.26	126.16
财务费用	127.55	186.94	200.00	200.00
资产减值损失	6.76	123.15	-48.00	0.00
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.00	0.00		
投资净收益	0.00	0.00		
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00		
汇兑净收益	0.00	0.00		
加: 营业利润差额 (特殊报表科目)	0.00	0.00		
加: 营业利润差额 (合计平衡项目)	0.00	0.00		
四、营业利润	168.21	-129.13	226.89	238.42
加: 营业外收入	13.71	30.42		
减: 营业外支出	58.66	7.96		
其中: 非流动资产处置净损失	1.96	6.85		
加: 利润总额差额 (特殊报表科目)	0.00	0.00		
加: 利润总额差额 (合计平衡项目)	0.00	0.00		
五、利润总额	123.26	-106.68	226.89	238.42
减: 所得税	17.00	-9.54	22.69	35.76
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00		
加: 净利润差额 (特殊报表科目)	0.00	0.00		
加: 净利润差额 (合计平衡项目)	0.00	0.00		
六、净利润	106.26	-97.14	204.20	202.65
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	106.26	-97.14	204.20	202.65

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。

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。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209