

张志宏
0755-82960064
zhangzh@cmschina.com.cn

2009年8月24日

风神股份(600469.SH)/13.71元

受益成本下降与营销调整, 工程子午胎锦上添花

工业·汽车

目标估值: 19-20元

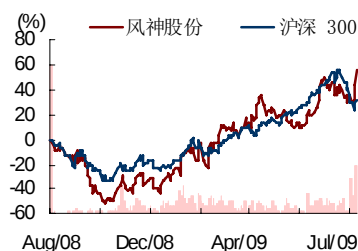
强烈推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	2961
总股本(万股)	37494
已上市流通股(万股)	14663
总市值(亿元)	51
流通市值(亿元)	20
每股净资产(MRQ)	4.0
ROE(TTM)	-3.4
资产负债率	73.8%
主要股东	中国昊华化工集团
主要股东持股比例	42.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	86	67
相对表现	17	52	42



相关报告

- 公司为国内轮胎行业龙头之一。风神股份是国家 520 户大型重点企业, 全国最大的载重子午胎和工程机械轮胎生产企业之一, 具有年产 600 多万套轮胎产能, 可生产 6 大系列 600 多种规格的轮胎产品, 连续多年被评为中国名牌产品, 主要客户包括东风汽车、中国重汽、柳工、厦工等品牌企业。
- 成本明显下降将推动公司利润大幅增长。目前公司轮胎的平均价格仅比去年同期下降 8% 左右, 而占轮胎主要成本的原料橡胶价格同比去年大幅下降了 40% 左右, 使得公司二季度毛利率较去年同期高出 13 个百分点, 因而二季度利润大幅增长, 同时公司 7 月份采购的一批 1700 美元/吨低价天胶可用至 9 月底, 今年三季度的利润也将得到保障。此外公司 09 年上半年已基本替换完高息贷款, 下半年财务费用也将有所降低。
- 公司今年的营销策略较为成功。公司在今年的营销上采用了新策略: 抢维修市场、挤配套市场、拓出口市场。推出了千万元消费券欢乐送、消费者积分卡等方案, 使得较高毛利率的维修胎市场份额进一步提升至公司销售收入的 40% 左右, 为东风汽车、柳工等重点客户的配套比重也大幅提升至 80% 以上。6 月份之后公司基本保持了满负荷生产。
- 15 万套/年工程子午胎项目将为公司业绩锦上添花。公司去年底募资建设的工程子午胎项目已建成并正在调试, 预计 9 月份能投产。
- 公司正在规划建设 500 万套/年乘用车子午胎项目。估计该项目在今年年底前可动工建设, 预计 2011 年年中可投产。
- 中美轮胎特保案对公司基本没有影响。首先美国此次提出的轮胎特别关税提案很可能无法获得奥巴马政府的批准。其次, 即使获得批准, 美国希望加征 35%-55% 的特保关税针对的主要是乘用车胎和轻卡胎, 而公司的轻卡胎占全部产能不足 10%, 08 年仅出口 1 万套左右, 因此基本不会受到影响。
- 首次评级给予“强烈推荐-A”评级。预计公司 2009~2011 年 EPS 分别为 1.01、1.25、1.52 元/股, 公司在轮胎行业内的品牌优势较明显, 我们认为可按 2009 年 PE 20 倍、2010 年 15 倍估值, 目标价 19~20 元, 给予“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示: 轮胎行业的成本转嫁能力较弱, 公司业绩对原材料价格很敏感, 盈利波动大, 粗步估算按目前的橡胶价格波动 1%, 公司业绩将波动 4% 左右。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	6019	6095	6001	7641	9905
同比增长	19%	1%	-2%	27%	30%
营业利润(百万元)	168	-129	417	513	634
同比增长	330%	-177%	223%	23%	24%
净利润(百万元)	106	-97	379	467	571
同比增长	511%	-191%	290%	23%	22%
每股收益(元)	0.42	-0.26	1.01	1.25	1.52
PE	32.9	-52.9	13.6	11.0	9.0
PB	3.8	3.7	3.1	2.4	2.0

资料来源: 招商证券

正文目录

一、公司为国内轮胎行业龙头之一	3
二、国内轮胎行业正处于产品结构提升阶段	4
1、近几年国内轮胎产量高速增长，子午化率快速提升	4
2、工程子午胎与乘用车子午胎成为发展方向	4
三、公司迎来景气机遇	5
1、成本明显下降推动公司利润大幅增长	5
2、09 年公司的营销策略调整较为成功	6
3、新项目保证了公司未来的发展	6
4、中美轮胎特保案对公司基本没有影响	6
四、盈利预测与估值	7
1、盈利预测	7
2、估值	7
3、风险提示	8

图表目录

图 1: 公司主营收入结构	3
图 2: 公司主营利润结构	3
图 3: 我国轮胎产量及子午化率	4
图 4: 天然橡胶价格同比去年大幅下跌	5
图 5: 丁苯橡胶价格同比去年大幅下跌	5
图 6: 09 年二季度公司轮胎的毛利率大幅提升	5
表 1: 2008 年国内轮胎企业排名	3
表 2: 公司各季度业绩	5
表 3: 公司盈利预测的主要假设表	7
表 4: 盈利预测简表	7
附: 财务预测表	9

一、公司为国内轮胎行业龙头之一

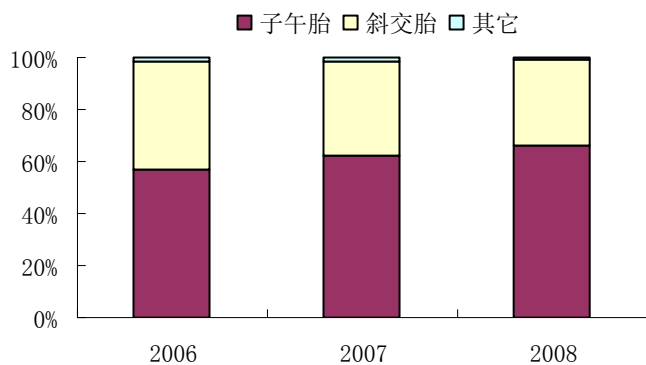
风神股份前身为河南轮胎厂，建于 1965 年，是国家 520 户大型重点企业，全国最大的载重子午胎和工程机械轮胎生产企业之一（表 1），目前具有年产 600 多万套轮胎产能（包括 500 万套载重与轻卡子午胎、60 万套斜交载重胎、50 万套斜交工程胎、3 万套工程子午胎等），可生产 6 大系列 600 多种规格的轮胎产品，其中子午胎为公司的主要利润来源（图 1、图 2），主要客户包括东风汽车、中国重汽、柳工、厦工等知名企业。

表 1: 2008 年国内轮胎企业排名

排名	公司	销售收入(亿元)
1	中国佳通	129.6
2	杭州中策	110.6
3	三角集团	106.0
4	山东玲珑	102.1
5	中国正新	71.4
6	双钱集团	71.2
7	青岛双星	65.4
8	风神股份	60.5
9	黔轮胎	43.0
10	兴源集团	42.8

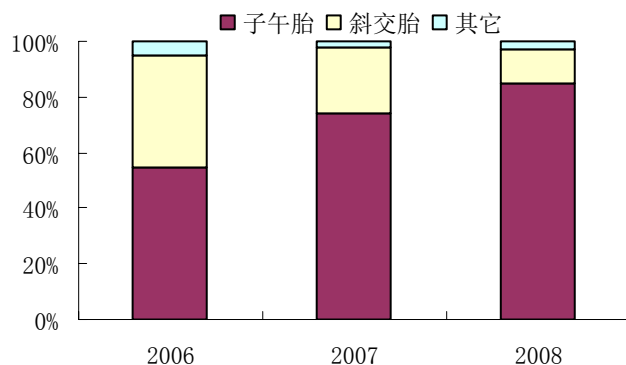
资料来源：轮胎工业协会，招商证券。

图1: 公司主营收入结构



资料来源：招商证券

图2: 公司主营利润结构



资料来源：招商证券

公司十分注重产品质量，制订了“全过程质量控制，全方位追求卓越”的质量方针，先后通过了 ISO9002 产品质量认证、ISO9001 质量体系认证、Qs9000、VDA6.1、14001、18000 等三标整合体系认证、中国军工产品质量认证、中国商检认证、美国 DOT 检测及欧盟的 ECE 认证。凭借优异的产品质量，公司的“风神”牌轮胎连续多年被评为中国名牌产品。

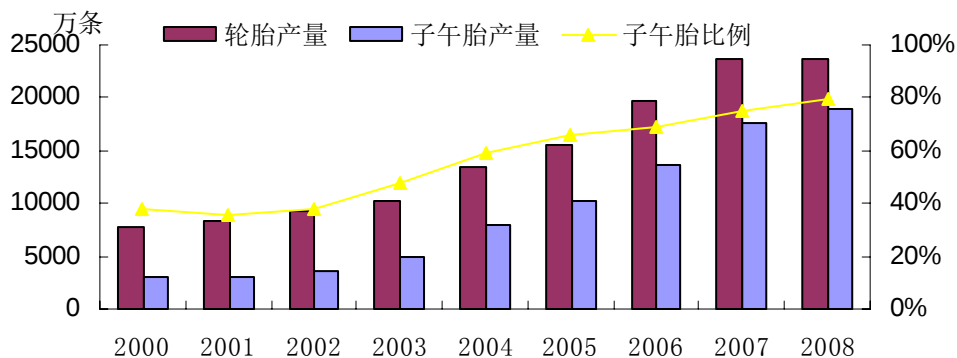
二、国内轮胎行业正处于产品结构提升阶段

1、近几年国内轮胎产量高速增长，子午化率快速提升

近几年随着我国汽车工业及工程机械行业的发展，我国轮胎的产量保持了大幅增长（图3）。

轮胎从结构设计上可分为斜交轮胎和子午线轮胎两大类。斜交轮胎的帘线按斜线交叉排列，在汽车快速行驶时帘布层间移动与磨擦大，舒适性差，因而不大适合高速行驶。子午线轮胎的帘布层与轮胎子午断面一致，并在帘线外部包有高强度的箍紧层。与斜交轮胎相比，子午线轮胎弹性大，耐磨性好，滚动阻力小，附着性能好，高速行驶时安全性和舒适性佳，因此子午线轮胎很快成为行业的主流，斜交轮胎基本上被淘汰，国际发达国家的轮胎子午化率基本上已达100%，我国轮胎的子午化率也提升很快（图3）。

图3：我国轮胎产量及子午化率



资料来源：轮胎工业协会，招商证券

2、工程子午胎与乘用车子午胎成为发展方向

子午线轮胎可分为载重子午胎、工程子午胎、乘用车子午胎等品种。目前国内有500多家轮胎企业，规模普遍偏小，而且国内的轮胎厂商主要产品集中在载重子午胎，大约占载重子午胎80%左右的市场，但随着近年载重子午胎产能的快速扩张，市场已趋近饱和。而外资与合资企业则主要控制了成长性更好的工程子午胎及乘用车子午胎的70%左右的市场，因此这些领域也是国内厂商未来进一步的发展方向。

同时，我国工程胎的子午化率偏低，目前国外工程胎的子午化率已超过70%，而我国工程胎的子午化率仅为30%，因此工程子午胎仍有巨大的发展空间。

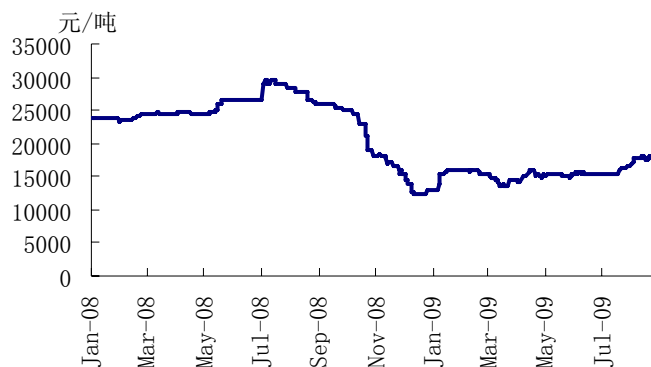
三、公司迎来景气机遇

1、成本明显下降推动公司利润大幅增长

轮胎的成本主要包括橡胶、炭黑、帘子布、钢丝等，其中橡胶是轮胎的主要成本构成，约占轮胎总成本的 50% 左右。轮胎行业竞争激烈，成本转嫁能力较弱，因此盈利容易受原材料价格波动的影响。

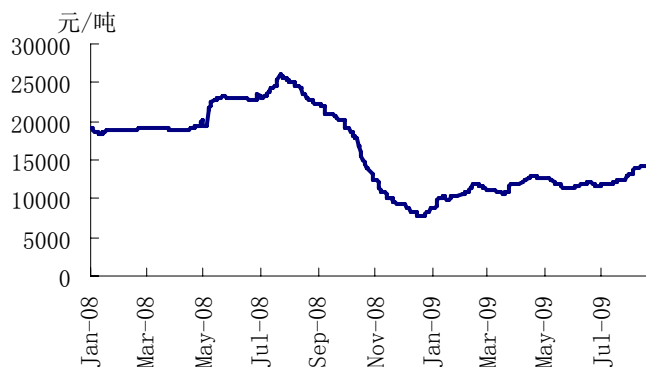
目前公司轮胎的平均价格仅比去年同期下降 8% 左右，而主要原料橡胶价格同比去年大幅下降了 40% 左右，使得公司二季度毛利率较去年同期高出 13 个百分点，因而利润大幅增长。同时公司 7 月份采购的一批 1700 美元/吨低价天胶可用至 9 月底，今年三季度的利润也将得到保障。此外公司 09 年上半年已基本替换完高息贷款，下半年财务费用也将有所降低。

图4：天然橡胶价格同比去年大幅下跌



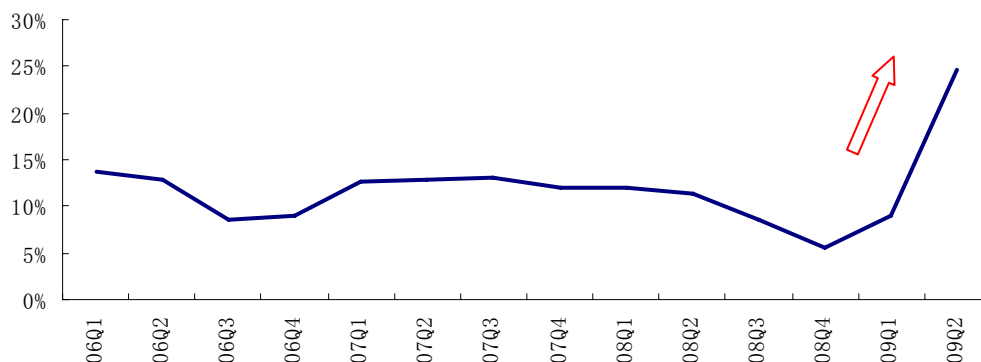
资料来源：招商证券

图5：丁苯橡胶价格同比去年大幅下跌



资料来源：招商证券

图6：09年二季度公司轮胎的毛利率大幅提升



资料来源：轮胎工业协会，招商证券

表 2：公司各季度业绩

(百万元)	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
营业收入	1688	1805	1607	995	1028	1445
营业毛利	204	205	138	54	93	357
营业费用	52	60	52	51	33	57
管理费用	46	29	11	39	35	30

财务费用	31	47	43	66	56	60
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	51	37	14	-230	5	136
	13	16	4	-42	0	12
归属母公司净利润	39	44	11	-191	6	124
EPS (元)	0.10	0.12	0.03	-0.51	0.02	0.33
主要比率						
毛利率	12.1%	11.4%	8.6%	5.5%	9.1%	24.7%
营业费用率	3.1%	3.3%	3.3%	5.2%	3.2%	4.0%
管理费用率	2.7%	1.6%	0.7%	3.9%	3.4%	2.1%
营业利润率	1.8%	2.6%	2.7%	6.6%	5.4%	4.1%
有效税率	25.2%	25.9%	25.7%	18.0%	0.0%	8.9%
净利率	2.3%	2.5%	0.7%	-19.2%	0.6%	8.6%
YoY						
收入	18.6%	11.6%	11.8%	-35.4%	-39.1%	-19.9%
归属母公司净利润	36.5%	40.0%	-68.8%	-1719.5%	-85.4%	178.7%

资料来源：招商证券

2、09 年公司的营销策略调整较为成功

面对金融危机，公司在今年的营销上采用了新策略：抢维修市场、挤配套市场、拓出口市场。推出了千万元消费券欢乐送、消费者积分卡等营销方案，使得较高毛利率的维修胎市场份额进一步提升至公司销售收入的 40% 左右，为东风汽车、柳工等重点客户的配套比重也从原来的 60% 左右的比例进一步提升至 80% 以上。此外，公司加大开拓南美、中东、非洲等地区的市场力度，较好地弥补了欧美市场的下滑。6 月份之后公司基本保持了满负荷生产。上半年载重子午胎销售近 130 万套。

3、新项目保证了公司未来的发展

公司通过技改使载重子午胎从 430 万套/年扩产至 500 万套/年，新增产能目前开始进入投产阶段。

公司去年底募资建设的 15 万套/年工程子午胎目前正在生产调试，预计 9 月份能投产，该项目的产品将定位出口，整体毛利率估计接近 30%。

此外，公司正在规划建设 500 万套/年乘用车子午胎项目，估计项目年底前可开工，预计 2011 年年中可投产，将改变目前国内乘用车子午胎大量依赖进口和合资品牌的局面，盈利前景值得期待。

4、中美轮胎特保案对公司基本没有影响

首先，美国此次提出的轮胎特别关税提案很可能无法获得奥巴马政府的批准。

其次，即使获得批准，美国希望加征 35%-55% 的特保关税针对的主要是乘用车胎和轻卡胎，而公司的轻卡胎占全部产能不足 10%，08 年仅出口 1 万套左右，1000 万左右的金額，相比公司年产 600 多万套产能且主要集中在载重胎与工程胎产品，及 60 亿的销售收入而言，基本不会受到特保案的影响。

四、盈利预测与估值

1、盈利预测

我们对公司产品销售的主要假定如下表。其中假定 2010 年、2011 年原材料整体价格较今年高 10% 左右，2011 年建成的 500 万套/年乘用车实现销售 260 万套。

表 3：公司盈利预测的主要假设表

产品	销售数量 (万股)			均价(元/吨)			毛利率(%)		
	09E	10E	11E	09E	10E	11E	11E	10E	11E
载重与乘用车胎	350	470	750	1359	1359	1170	18	16	14
工程子午胎	3	5	7	12285	13104	13104	26	28	28
载重斜交胎	40	40	40	807	807	807	13	10	10
工程斜交胎	35	35	35	4329	4329	4329	19	15	15

资料来源：招商证券

公司未来三年的盈利预测如下。

表 4：盈利预测简表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6019	6095	6001	7641	9905
营业成本	5259	5494	4875	6386	8388
营业税金及附加	83	80	78	99	129
营业费用	222	215	246	283	357
管理费用	152	125	156	183	238
财务费用	128	187	222	170	153
资产减值损失	7	123	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	168	(129)	417	513	634
营业外收入	14	30	0	0	0
营业外支出	59	8	0	0	0
利润总额	123	(107)	417	513	634
所得税	17	(10)	37	46	63
净利润	106	(97)	379	467	571
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	106	(97)	379	467	571
EPS (元)	0.42	(0.26)	1.01	1.25	1.52

资料来源：招商证券

2、估值

目前整个市场平均动态市盈率超过 30 倍，由于公司的盈利波动较大，给予的 PE 应稍低于市场平均水平，同时考虑到公司在行业内品牌优势较明显，我们认为可按照 09 年

PE 20 倍、10 年 15 倍估值，目标值 19 ~ 20 元，首次给予“强烈推荐-A”评级。

3、风险提示

公司的业绩对原材料价格非常敏感，盈利波动较大，粗步估算按目前的橡胶价格（18000 元/吨）波动 1%，公司业绩将波动 4%左右。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1491	2203	2799	2971	3524
现金	222	613	1127	761	644
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	143	61	240	306	396
应收款项	444	430	470	599	777
其它应收款	21	31	60	463	603
存货	594	826	584	765	1005
其他	67	242	317	76	99
非流动资产	1863	2732	3121	3306	3364
长期股权投资	20	20	20	20	20
固定资产	1695	2231	3037	3235	3302
无形资产	6	6	5	4	4
其他	143	476	59	48	38
资产总计	3354	4935	5919	6277	6888
流动负债	1947	2962	2711	2602	2784
短期借款	1015	1636	1431	1005	767
应付账款	463	743	731	958	1258
预收账款	74	31	98	128	168
其他	396	553	451	511	592
长期负债	487	573	1525	1525	1525
长期借款	466	374	1395	1395	1395
其他	20	200	130	130	130
负债合计	2434	3535	4235	4126	4309
股本	255	375	375	375	375
资本公积金	334	791	791	791	791
留存收益	331	234	518	985	1413
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	920	1400	1684	2151	2579
负债及权益合计	3354	4935	5919	6277	6888

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	(51)	(29)	956	694	762
净利润			379	467	571
折旧摊销			239	278	287
财务费用			222	170	153
投资收益			0	0	0
营运资金变动			231	(224)	(253)
其它			(115)	3	4
投资活动现金流	(56)	(554)	(641)	(464)	(345)
资本支出			(720)	(464)	(345)
其他投资			79	0	0
筹资活动现金流	111	981	198	(596)	(534)
借款变动			585	(426)	(238)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(95)	0	(143)
其他			(292)	(170)	(153)
现金净增加额	5	397	513	(365)	(117)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6019	6095	6001	7641	9905
营业成本	5259	5494	4875	6386	8388
营业税金及附加	83	80	78	99	129
营业费用	222	215	246	283	357
管理费用	152	125	156	183	238
财务费用	128	187	222	170	153
资产减值损失	7	123	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	168	(129)	417	513	634
营业外收入	14	30	0	0	0
营业外支出	59	8	0	0	0
利润总额	123	(107)	417	513	634
所得税	17	(10)	37	46	63
净利润	106	(97)	379	467	571
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	106	(97)	379	467	571
EPS (元)	0.42	(0.26)	1.01	1.25	1.52

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	19%	1%	-2%	27%	30%
营业利润	330%	-177%	223%	23%	24%
净利润	511%	-191%	290%	23%	22%
获利能力					
毛利率	12.6%	9.9%	18.8%	16.4%	15.3%
净利率	1.8%	-1.6%	6.3%	6.1%	5.8%
ROE	11.6%	-6.9%	22.5%	21.7%	22.1%
ROIC	10.3%	1.4%	12.9%	13.7%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	72.6%	71.6%	71.6%	65.7%	62.6%
净负债比率	46.4%	45.4%	47.7%	38.2%	31.4%
流动比率	0.8	0.7	1.0	1.1	1.3
速动比率	0.5	0.5	0.8	0.8	0.9
营运能力					
资产周转率	1.8	1.2	1.0	1.2	1.4
存货周转率	8.8	7.7	6.9	9.5	9.5
应收帐款周转率	14.0	13.9	13.3	14.3	14.4
应付帐款周转率	9.3	9.1	6.6	7.6	7.6
每股资料(元)					
每股收益	0.42	-0.26	1.01	1.25	1.52
每股经营现金	-0.20	-0.08	2.55	1.85	2.03
每股净资产	3.61	3.73	4.49	5.74	6.88
每股股利	0.00	0.10	0.25	0.00	0.38
估值比率					
PE	32.9	-52.9	13.6	11.0	9.0
PB	3.8	3.7	3.1	2.4	2.0
EV/EBITDA	74.1	139.2	36.1	33.0	29.5

分析师简介

张志宏，北京大学生物化学专业硕士，2007 年 10 月加盟招商证券从事基础化工行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。