化工

2017 年 07 月 07 日

风神股份 (600469)

——国内全钢胎龙头，倍耐力有望重塑新风神，开启新征程

报告原因：首次覆盖

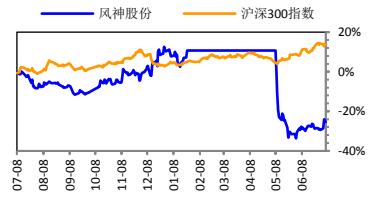
增持（首次评级）

市场数据：	2017 年 07 月 06 日
收盘价（元）	7.94
一年内最高/最低（元）	12.35/6.96
市净率	1.9
息率（分红/股价）	1.26
流通 A 股市值（百万元）	4466
上证指数/深证成指	3212.44/10562.06

注："息率"以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2017 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	4.15
资产负债率%	70.89
总股本/流通 A 股(百万)	562/562
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《风神股份（600469）12 年三季报点评》2012/10/30

《风神股份(600469)11 年年报点评》2012/04/06

证券分析师
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com
研究支持
张兴宇 A0230116070008
zhangxy@swsresearch.com
联系人
马昕晔
(8621)23297818×7433
maxy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **风神股份是中国化工集团控股的上市公司，是中国最大的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。**2016 年，公司实现营业收入 73.25 亿元，同比下降 10.40%；归母净利润 8455 万元，同比下降 43.38%。2017Q1，公司营业收入 19.24 亿元，同比增长 18.04%；归母净利润-1.19 亿元，同比下滑 508.91%。2016 年及 2017Q1 净利润大幅下滑主要因为：1）子公司中车双喜、黄海有限去年并表，亏损严重；2）2016 年 10 月-2017 年 2 月，天然橡胶、合成橡胶、炭黑、助剂等原材料价格大幅上涨，轮胎价格上涨相对滞后。
- **二季度原材料价格回落，公司业绩有望迎来反转。**2 月份以来主要原材料价格回落，天然橡胶价格从 2 月份最高点的 20900 元/吨暴跌到 12500 元/吨，跌幅达到 40%；合成胶价格从 2 月份最高点的 25100 元/吨暴跌到约 11000 元/吨，跌幅超过 50%。而公司下游配套市场占比较高，配套市场相对替换市场价格稳定，公司有望受益原材料价格下滑，实现业绩反转。
- **供给端产能持续收缩，需求端内需+出口依旧强劲。**供给端国家政策叠加原材料价格大幅波动加速全钢胎产能出清。2012 年国内全钢胎产能合计 1.71 亿条。至 2016 年，国内全钢胎产能合计仅有 1.49 亿条。需求端国内重卡需求持续高企。2017 年 6 月份国内重卡销售 9.5 万辆，同比大幅增长 60%，创下 6 月份重卡销售历史新高。2017 年 2 月，美国国际贸易委员会对全钢胎双反作出最终裁决，认定中国卡客车胎未损害美国企业利益。受此影响，出口美国全钢胎数量大幅反弹。
- **倍耐力重塑新风神，未来有望成为全球全钢胎王者。**2017 年 4 月，公司公告拟发行股份购买倍耐力工业胎（PTG）90%股权；桂林倍利 100%股权，黄海集团工业胎相关土地和房产，发行价格为 9.78 元/股（分红后为 9.68 元）。资产重组完成后，公司将成为中国化工全球唯一工业轮胎资产控股平台，也将借助倍耐力工业胎高端产品、技术和服务，提升整体价值。上市公司 2016 年毛利率 14.96%，PTG2016 年毛利率 22.14%，未来通过与 PTG 的深度整合，将提升上市公司的产品竞争力，进而提高毛利水平。
- **盈利预测与估值。**公司是国内全钢胎行业龙头，二季度有望大幅受益原材料价格下滑，未来倍耐力工业胎注入将重塑新风神，实现全球业务协同，有望成为全球顶级全钢胎生产企业，首次覆盖给予"增持"评级。公司有望在 2018 年初完成增发，相应业务 18 年起贡献利润，预计 2017-19 年归母净利润分别为 0.88、5.01、6.42 亿元，摊薄后 EPS 为 0.16、0.40、0.51 元，当前股价对应 17-19 年 PE 为 50X、20X、16X。
- **风险提示：资产重组进度不及预期、原材料价格大幅反弹、市场开拓不达预期。**

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	7,325	1,924	7,800	16,110	18,310
同比增长率（%）	15.21	50.79	6.48	106.54	13.66
净利润（百万元）	85	-119	88	501	642
同比增长率（%）	-65.80	-	4.08	469.32	28.14
每股收益（元/股）	0.15	-0.21	0.16	0.41	0.51
毛利率（%）	15.0	7.5	15.5	19.8	21.8
ROE（%）	3.4	-5.1	3.5	5.1	6.1
市盈率	53		50	20	16

注："市盈率"是指目前股价除以各年业绩;"净资产收益率"是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

公司是国内全钢胎行业龙头，二季度有望大幅受益原材料价格下滑，未来倍耐力工业胎注入将重塑新风神，有望成为全球顶级全钢胎生产企业，首次覆盖给予“增持”评级。预计 2017-19 年归母净利润分别为 0.88、5.01、6.42 亿元，考虑到公司有望在 2018 年初完成增发，相应业务 18 年起贡献利润，摊薄后 EPS 为 0.16、0.40、0.51 元，当前股价对应 17-19 年 PE 为 50X、20X、16X。

按照相对估值法对风神股份进行估值，我们选取通用股份、青岛双星、三角轮胎、玲珑轮胎等四家公司进行估值对比，这四家上市公司均是轮胎行业上市公司，2017 年可比公司 PE 均值为 32 倍，公司为 50 倍，公司估值较高主要因为公司一季度亏损严重；2018 年可比公司 PE 均值为 26 倍，公司为 20 倍。

考虑公司未来借助倍耐力高端产品、技术和服务，有望提升整体价值，且品牌、技术、市场实现互补，全球化高效布局，在全方位形成协同，助力新风神再上新台阶，给予 2018 年 25 倍估值较为合理，对应目标价 10.00 元/股，仍有 25%的上涨空间。

关键假设点

资产重组进展顺利；收购子公司与公司发挥协同效应；原材料价格波动较小。

有别于大众的认识

市场可能认为：2016Q4 公司亏损 0.97 亿元，2017Q1 亏损 1.19 亿元，公司业绩持续低迷，未来也难有改善。

我们认为：2016 年及 2017Q1 净利润大幅下滑主要因为子公司中车双喜、黄海有限去年并表，且尚处于重组整合期，因技术改造以及管理提升导致开工率较低，亏损严重及原材料价格大幅上涨，轮胎价格上涨相对滞后。而二季度原材料价格回落，后续中车双喜、黄海有限、焦作风神技术升级和管理提升，开工率以及利润将逐年恢复，公司业绩有望迎来反转。公司下游配套市场占比较高，配套市场相对替换市场价格稳定，公司有望受益原材料价格下滑，实现业绩反转。

且伴随着未来资产重组完成，公司将借助倍耐力工业胎高端产品、技术和服务，提升整体价值。上市公司 2016 年毛利率 14.96%，PTG2016 年毛利率 22.14%，未来通过与 PTG 的深度整合，将提升上市公司的产品竞争力，优化生产运营效率，进而提高毛利水平。倍耐力品牌为高端领域的最佳，提供创新的服务；风神品牌处于第二梯队，为高性价比领域的中国最佳；而双喜、黄海、火炬等品牌为第三梯队佼佼者。受益于倍耐力的服务和翻新技术以及在各区域内与车队和经销商的紧密关系，公司风神牌产品将在第二梯队达最优，有望提价 15-20%；另外双喜、黄海、火炬等品牌轮胎也达到第三梯队最优，亦有望提价 15-20%。

股价表现的催化剂

倍耐力工业胎顺利注入上市公司，协同效应逐步释放，公司业绩不断改善。

核心假设风险

资产重组进度不及预期、原材料价格大幅反弹、市场开拓不达预期。

目录

1

1. 国内全钢胎及工程机械胎龙头，重组再起航.....7

1.1 中国化工集团旗下上市公司，产能持续整合 7
1.2 业绩触底，二季度有望迎来反转 8
1.3 集团背景雄厚，公司将成为中国化工全球唯一工业轮胎资产控股平台9

2. 供给端去产能，内需+出口向好，行业格局不断改善.....10

2.1 国家政策+原材料价格大幅波动加速产能出清..... 10
2.2 内需+出口持续刺激全钢胎需求 13

3. 倍耐力重塑新风神，未来有望成为全球全钢胎王者 15

3.1 倍耐力工业胎将全部注入风神..... 15
3.2 国际巨头倍耐力品牌历史悠久..... 17
3.3 注入“倍耐力基因”，新风神开启新征程..... 18

4.盈利预测和投资建议 21

图表目录

图 1：公司股权结构 7
图 2：轮胎板块业务整合进程 8
图 3：公司营业收入相对稳定 8
图 4：2017Q1 业绩触底，Q2 有望反转 8
图 5：公司毛利有望触底反弹 8
图 6：2016、2017Q1 轮胎产品供不应求 8
图 7：2016 年公司收入结构（产品种类划分） 9
图 8：2016 年公司收入结构（销售地区划分） 9
图 9：轮胎板块业务整合进程 10
图 10：轮胎产业链 11
图 11：轮胎成本占比 11
图 12：天然橡胶价格近期暴涨暴跌 11
图 13：顺丁橡胶价格近期暴涨暴跌 11
图 14：炭黑价格大幅上涨 12
图 15：助剂价格大幅上涨 12
图 16：国内全钢胎产能逐步出清 12
图 17：国内商用货车产量强势回升 13
图 18：国内重型商用货车产量强势回升 13
图 19：全球卡客车产量增长主要来自中国 13
图 20：国内卡客车产量稳定增长 13
图 21：国内全钢胎产能逐步出清 14
图 22：全钢胎开工率 15
图 23：重组前后股权机构变化情况 16
图 24：PTG 卡车胎产销量 17
图 25：PTG 农用胎及其他产销量 17
图 26：PTG 收入结构（按地区） 18
图 27：PTG 收入结构（按品种） 18
图 28：借助倍耐力工业胎高端产品、技术和服务，提升整体价值 18

图 29：新风神将致力于在各市场梯队中成为行业最佳 18
图 30：公司各品牌情况 19
图 31：公司打造在产品、市场、采购、管理等领域全方位的协同效应 19
图 32：多元化低成本生产布局，全球化高效率产能调配 20
图 33：公司组织框架 20
图 34：整合由全球化管理团队引领 20

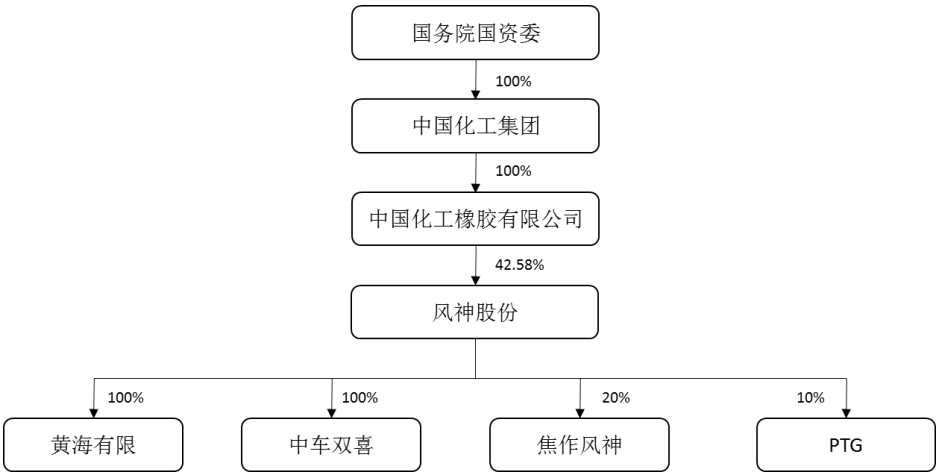
表 1：国家近年来出来的轮胎产业政策 10
表 2：国内自 15 年来淘汰的部分产能 11
表 3：双反进程及主要内容 14
表 4：本次发行股份情况 15
表 5：配套资金拟募投情况 16
表 6：估值对比表 21
表 7：关键假设表 22
表 8：关键假设表（续） 22
表 9：合并损益表 23
表 10：合并资产负债表 23
表 11：合并现金流量表 24

1. 国内全钢胎及工程机械胎龙头，重组再起航

1.1 中国化工集团旗下上市公司，产能持续整合

风神股份是中国化工集团控股的上市公司（2007 年 11 月加入），是中国最大的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。公司主要生产“风神”、“双喜”、“黄海”等多个品牌 1200 多个规格品种的卡客车轮胎、工程机械轮胎等多种轮胎。“风神”商标是中国驰名商标，主导产品“风神”牌全钢胎蝉联中国品牌产品。

图 1：公司股权结构

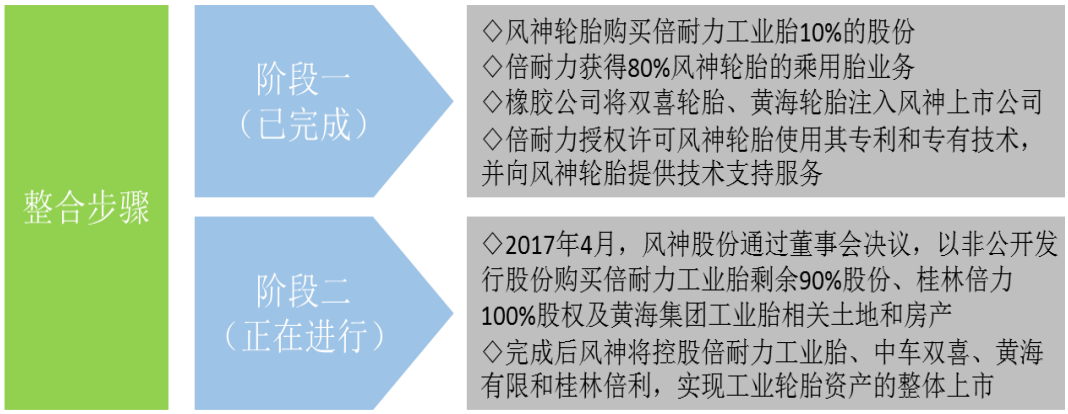


资料来源：wind，申万宏源研究

依托中国化工，集团背景雄厚，未来将成为中国化工全球唯一工业轮胎资产控股平台，全球第四大、国内最大的工业轮胎企业。2015 年 3 月 22 日，中国化工集团通过全资子公司中国化工橡胶有限公司与意大利 Camfin 公司及其股东签署协议，以 73 亿欧元（约合 550 亿元人民币）收购倍耐力全部股份并由中国化工橡胶公司控股。2015 年 11 月完成收购后倍耐力退市。2016 年 1 月，倍耐力将其工业胎业务与乘用胎业务分拆，并将工业轮胎业务注入 PTG。

2016 年 10 月 9 日，风神股份发布公告，通过现金购买方式，将中车双喜 100%股权、黄海有限 100%股权以及 PTG 10%股权注入上市公司，并按期顺利完成交割，顺利完成了第一步资产重组，为第二步重组夯实了基础。2017 年 4 月 12 日，风神股份发布公告，拟向意大利 TP Industrial Holding S.p.A.公司（TP）发行股份购买其持有的 PTG 52%股权；向香港 High Grade （HK）Investment Management Limited （HG）发行股份购买其持有的 PTG 38%股权；向中国化工橡胶公司发行股份购买其持有的桂林倍利 100%股权，以及向中国化工集团全资下属的青岛黄海集团发行股份购买黄海有限使用的土地和房产，以上拟购买资产整体预估作价 57.83 亿元。此外，风神股份还计划通过询价方式向不超过 10 名特定投资者定增募集配套资金不超过 202053 万元。配套募集资金用于 PTG 及桂林倍利主营业务相关的全球产能布局优化、产品及工艺提升、全球工业胎研发中心建设和信息化系统建设四大领域。

图 2：轮胎板块业务整合进程



资料来源：wind，申万宏源研究

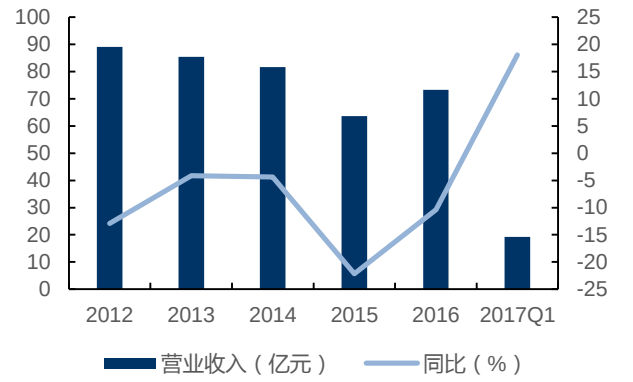
1.2 业绩触底，二季度有望迎来反转

2016 年，公司实现营业收入 73.25 亿元，同比下降 10.40%；归母净利润 8455 万元，同比下降 43.38%。2017 一季度，公司营业收入 19.24 亿元，同比增长 18.04%；归母净利润-1.25 亿元，同比下滑 508.91%。

2014 年至 2017 年一季度，公司归母净利润逐年下滑，主要因为毛利率下滑较多，2014 年公司毛利率为 22.07%，2017Q1 由于原材料价格大幅上涨等因素，毛利率仅有 7.48%。2016 年及 2017 年一季度净利润大幅下滑主要因为：1）中车双喜、黄海有限去年并表，亏损严重，拖累公司业绩；2）2016 年 10 月-2017 年 2 月，天然橡胶、合成橡胶、炭黑、助剂等原材料价格大幅上涨，轮胎价格上涨相对滞后。

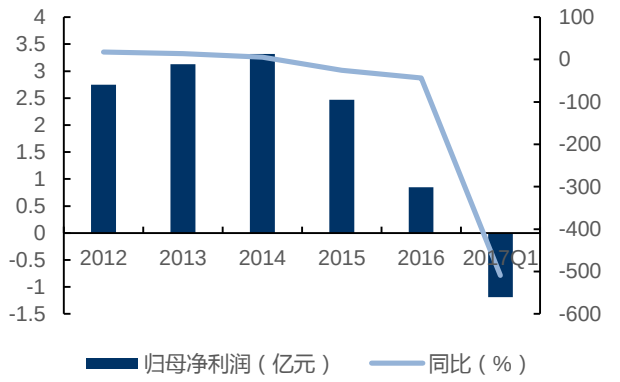
2017Q1 公司轮胎产量 166 万条，销量 194 万条，销售收入 18.82 亿元，销售收入大幅增长主要是因为产品价格及销量增长，公司轮胎产品的价格较 2016Q4 上涨约 8%。

图 3：公司营业收入相对稳定



资料来源：wind，申万宏源研究

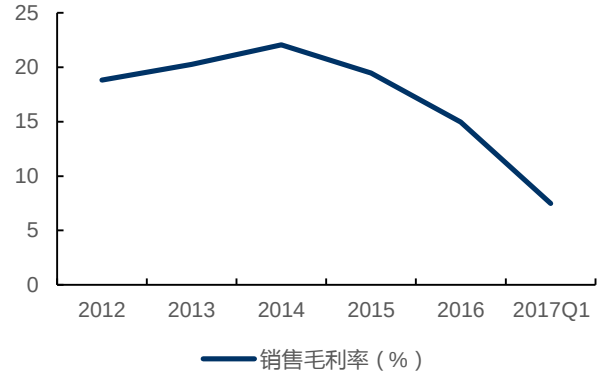
图 4：2017Q1 业绩触底，Q2 有望反转



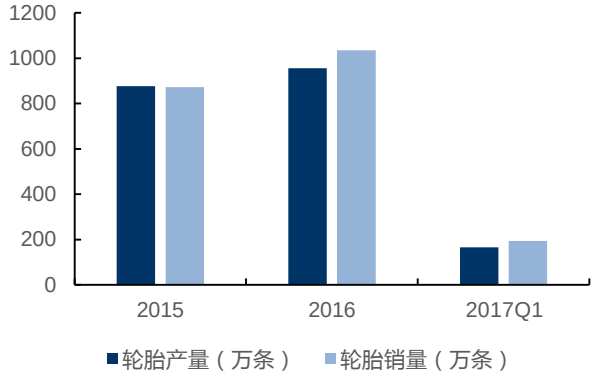
资料来源：wind，申万宏源研究

图 5：公司毛利有望触底反弹

图 6：2016、2017Q1 轮胎产品销量大于产量



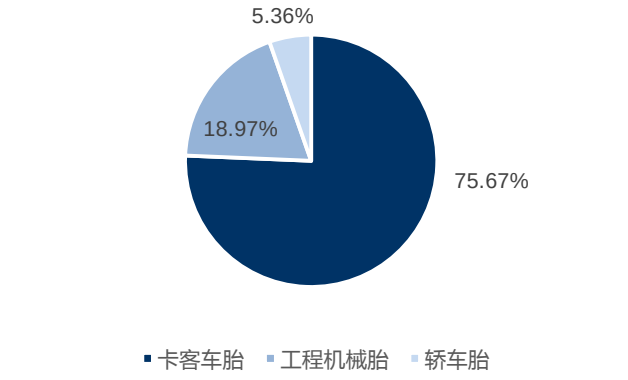
资料来源：wind，申万宏源研究



资料来源：wind，申万宏源研究

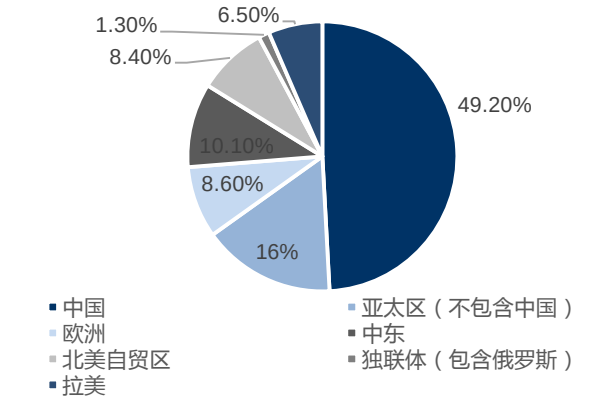
公司主要产品是卡客车胎和工程机械胎，在 2016 年的收入占比分别为 75.67%和 18.97%。2016 年，公司出口收入在总收入占比达到 50.80%，其中亚太区（除中国）是公司最大的出口市场，占比达到 16.00%，其次分为为欧洲、北美自贸区、中东等地区。

图 7：2016 年公司收入结构（产品种类划分）



资料来源：公司资料，申万宏源研究

图 8：2016 年公司收入结构（销售地区划分）



资料来源：公司资料，申万宏源研究

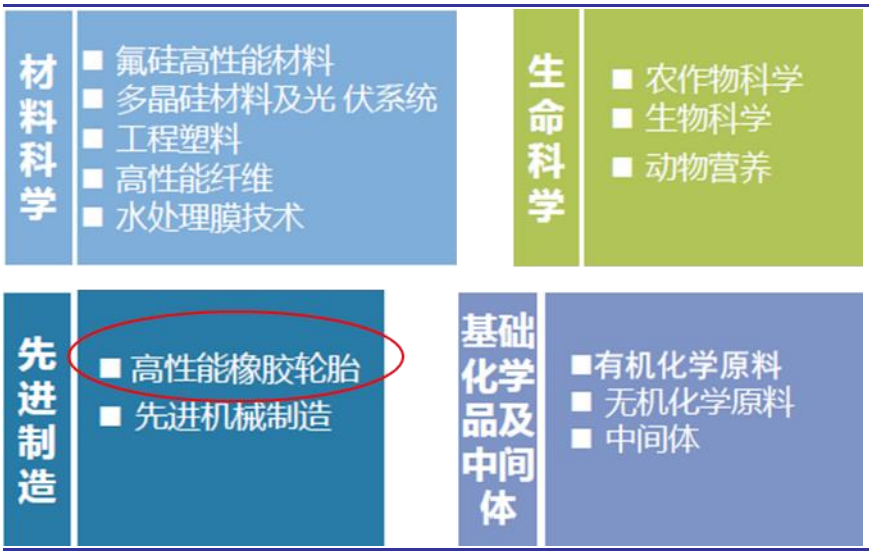
1.3 集团背景雄厚，公司将成为中国化工全球唯一工业轮胎资产控股平台

中国化工集团是在国有资产改革背景下，在原化工部核心企业的基础上组建，是国务院直属唯一专注化工的中央企业。2016 年《财富》世界 500 强排名第 234 位，世界 500 强化工企业排名第三。集团拥有四大业务领域，形成集科研开发、工程设计、生产经营、内外贸易为一体的化工产业格局。集团四大板块业务分别为材料科学、生命科学、先进制造、基础化学品及中间体，其中先进制造包括高性能橡胶轮胎和先进机械制造。

中国化工橡胶有限公司是中国化工集团旗下的全资子公司，主要从事乘用车轮胎、卡客车轮胎、工程机械轮胎、摩托车轮胎、农用车轮胎及橡胶软管、输送带等橡胶制品的研制、开发和生产经营。中国化工橡胶公司是全球前五大、中国第一大轮胎公司，2016 年国

内外产能高达 1 亿多套轮胎、2000 万平方米输送带以及 2800 万根车用制动软管，旗下各企业对外销售额合计超过 530 亿人民币，产品销往全球 160 多个国家和地区。

图 9：轮胎板块业务整合进程



资料来源：公司资料，申万宏源研究

2. 供给端去产能，内需+出口向好，行业格局不断改善

2.1 国家政策+原材料价格大幅波动加速产能出清

目前国内全钢胎产能约 1.5 亿条/年，但是产量仅 1 亿条/年；半钢胎产能约 5 亿条，产量 4.2 亿条，产能仍然过剩。国家自 2011 年起已陆续出台《橡胶行业“十二五”发展规划指导纲要》、《轮胎行业准入条件》、《橡胶行业“十三五”发展规划指导纲要》等相关产业政策推动产业整合和技术升级，以提高我国轮胎行业的整体竞争力。2016 年 1 月 14 日，山东省政府常务会议原则通过了《化解产能严重过剩矛盾的实施意见》，意见指出“今后我省将不再核准、备案产能严重过剩行业的新增产能项目力争到 2017 年，轮胎行业产能利用率达到 80%以上”。山东省作为国内轮胎产能高度集中地区，这一政策的出台有利于提高整体轮胎行业的集中度。

表 1：国家近年来出来的轮胎产业政策

时间	部门	政策文件	主要内容
2011 年 8 月	中国橡胶行业协会	《橡胶行业“十二五”发展规划指导纲要》	力争使国内前十位轮胎企业的产值集中度超过 50%
2014 年 9 月	中华人民共和国工业和信息化部	《轮胎行业准入条件》	重点强调了节能环保，对轮胎企业提出了能耗、资源消耗以及污染物排放等硬指标要求
2015 年 10 月	中国橡胶行业协会	《橡胶行业“十三五”发展规划指导纲要》	力争在“十三五”末（2020 年）实现橡胶工业强国初级阶段的目标

2016 年 1 月	山东省政府	《化解产能严重过剩矛盾的实施意见》	山东省自 16 年起不再新增省内轮胎行业产能

资料来源：申万宏源研究

我国轮胎行业中 60%的产能分布于山东，东营广饶产能多数不到 100 万套，利润率低，抗风险能力差，企业间互保严重。由于国内经济增速下滑，被担保企业拖累，出现资金链断裂，产能逐步退出。

表 2：国内自 15 年来淘汰的部分产能

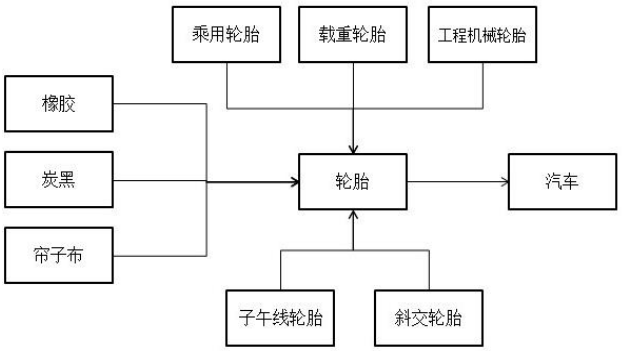
时间	事件	淘汰产能情况
2015 年 2 月	山东德瑞宝破产	商用车轮胎产能 600 万套/年，乘用车轮胎产能 2400 万套/年
2015 年 7 月	山东福尔泰轮胎被查封	商用车轮胎产能 300 万套/年
2015 年 10 月	北京首创轮胎破产	乘用车轮胎产能 1600 万套/年
2015 年 12 月	沃森橡胶破产待重组	商用车轮胎产能 350 万套/年，乘用车轮胎产能 2500 万套/年
2016 年 1 月	山东恒宇轮胎与双星重组	商用车轮胎产能 100 万/套，乘用车轮胎产能 1000 万/套

资料来源：申万宏源研究

原材料价格大幅波动加速产能出清。2016 年 10 月以来，天然橡胶、合成橡胶、炭黑、助剂等原材料价格大幅上涨，天然橡胶价格从去年 10 月的 11550 元/吨暴涨到 2017 年 2 月的 20000 元/吨，涨幅达到 73%；合成胶价格从 9 月的 11000 元/吨暴涨到 23000 元/吨，涨幅达到 109%；炭黑价格从去年 10 月 4500 元/吨上涨到 5700 元/吨，涨幅接近 30%。

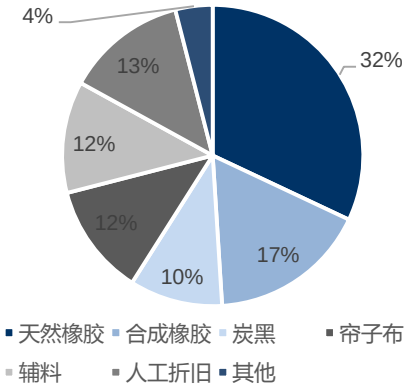
虽然 2016 年 11 月以来，随着原材料价格上涨，轮胎价格不断上调，但是成本仍难完全转嫁下游，轮胎行业毛利普遍受到压缩。中小企业由于资金周转困难、原材料库存天数较短等因素大幅受累原材料涨价，部分企业加速退出。

图 10：轮胎产业链



资料来源：申万宏源研究

图 11：轮胎成本占比



资料来源：申万宏源研究

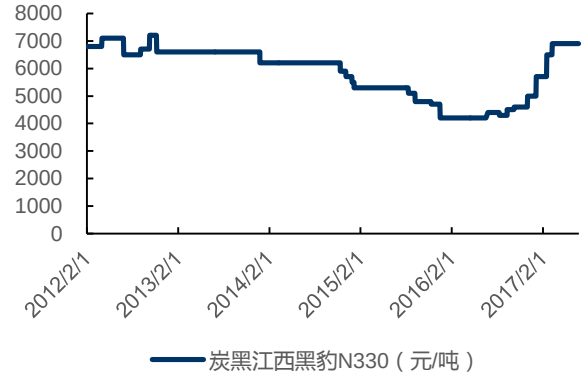
图 12：天然橡胶价格近期暴涨暴跌

图 13：顺丁橡胶价格近期暴涨暴跌

资料来源：wind，申万宏源研究

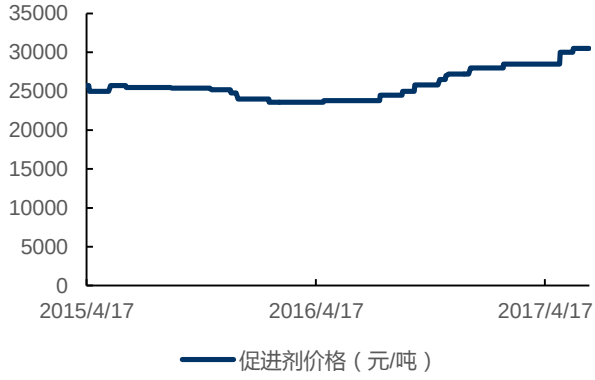
资料来源：wind，申万宏源研究

图 14：炭黑价格大幅上涨



资料来源：wind，申万宏源研究

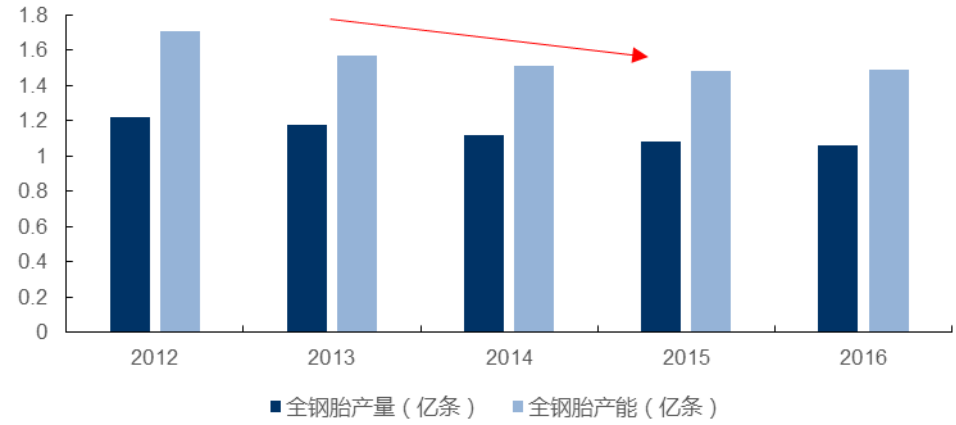
图 15：助剂价格大幅上涨



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

2012 年国内全钢胎产能合计 1.71 亿条；其中，内资品牌产能为 1.57 亿条，占比 91.81%；外资品牌产能 0.14 亿条，占比 8.19%。至 2016 年，国内全钢胎产能合计 1.49 亿条；其中，内资品牌产能为 1.36 亿条，占比 91.27%；外资品牌产能 0.12 亿条，占比 8.73%。

图 16：国内全钢胎产能逐步出清



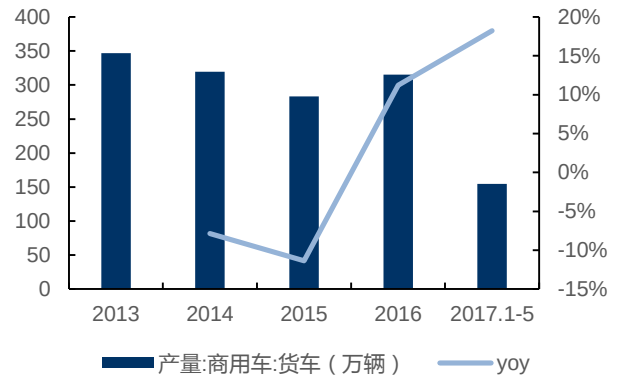
资料来源：申万宏源研究

2.2 内需+出口持续刺激全钢胎需求

商用货车产销持续大幅增长，全钢胎内需持续向好。2016 年 8 月份货车限载新规发布，我国对货车非法改装和超限超载的治理进入新阶段，大幅刺激国内重卡产销增长。2016 年，我国商用货车产量达到 315 万辆，同比增长 11.23%。其中商用重型货车产量达到 15.69 万辆，同比大幅增长 28.48%，增速自 13-15 年下降后强势回升。2017 年 1-5 月，商用重型货车产量达到 9.1 万辆，同比大幅增长 47.92%。

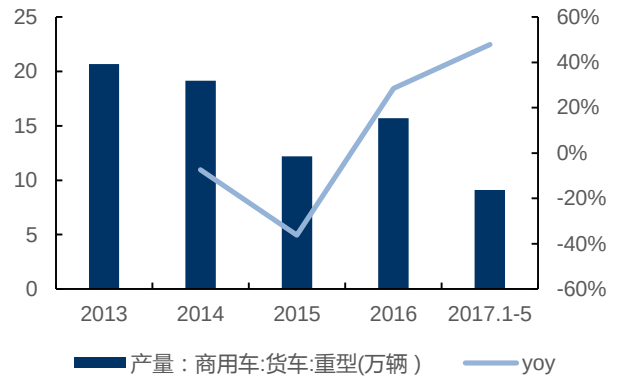
2017 年 6 月份，我国重卡市场共销售各类车型 9.5 万辆，环比 5 月份（9.77 万辆）仅下降 3%，比去年同期的 5.94 万辆大幅增长 60%。并且这也是 6 月份重卡市场销售的历史新高，已经超过 2010 年 6 月的 9.38 万辆。

图 17：国内商用货车产量强势回升



资料来源：wind，申万宏源研究

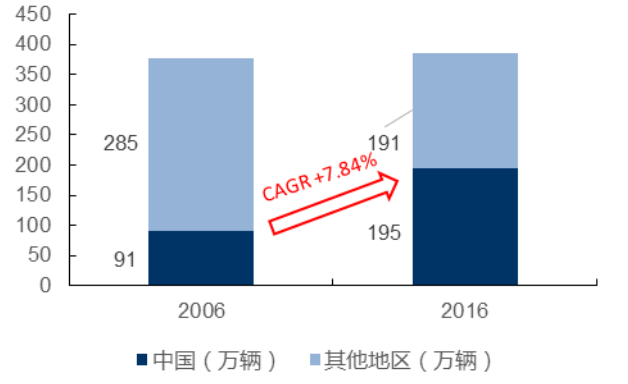
图 18：国内重型商用货车产量强势回升



资料来源：wind，申万宏源研究

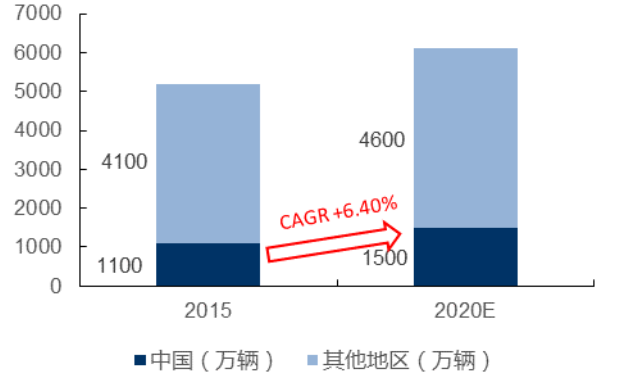
2006 年，全球卡客车产量为 376 万辆，2016 年为 386 万辆，虽然全球市场产量相对稳定。但是国内 2006 年卡客车产量仅为 91 万辆，2016 年为 195 万辆，CAGR 达到 7.84%。2015 年全球卡客车保有量为 5200 万辆，预计 2020 年将达到 6100 万辆，其中主要增长也来自中国，2015 年国内卡客车胎保有量为 1100 万辆，预计 2020 年将达到 1500 万辆，CAGR 达到 6.40%。

图 19：全球卡客车产量增长主要来自中国



资料来源：公司资料，申万宏源研究

图 20：全球卡客车保有量稳定增长



资料来源：公司资料，申万宏源研究

全钢胎双反中国胜诉，出口美国全钢胎恢复增长。2016 年 8 月，美国对国内全钢胎进行反倾销初裁，出口美国全钢胎出现大幅下跌。2017 年 2 月，美国国际贸易委员会共 5 名委员投票，三名委员认定不存在实质性损害及损害威胁，两名委员认定存在实质性损害。美国国际贸易委员会作出最终裁决，认定中国卡客车胎未损害美国企业利益。受此影响，出口美国全钢胎数量大幅反弹。

表 3：双反进程及主要内容

日期	事件	内容
2014 年 6 月	提出半钢胎双反	美国工人联合会（USW）代表美国乘用车及轻型卡车轮胎产品产业向美国商务部和美国国际贸易委员会提出申请，要求对来自中国的乘用车及轻卡轮胎产品启动反倾销和反补贴调查。
2014 年 11 月	半钢胎反补贴初裁	美国商务部公布初裁结果，认定自中国进口的轮胎存在补贴行为，美国拟对此类产品征收反补贴税，平均税率为 15.69%
2014 年 12 月	半钢胎反补贴终裁	美国商务部修改了对进口自中国的乘用车及轻卡轮胎反补贴税税率
2015 年 1 月	半钢胎反倾销初裁	美国商务部将对市场反倾销情况进行初裁
2015 年 6 月	半钢胎反倾销终裁	美国商务部将继续评估市场上可能存在的反倾销情况，最终确定反倾销税率
2016 年 2 月	提出对中国全钢胎双反调查	
2016 年 8 月	全钢胎反倾销初裁	认定中国有关轮胎存在反倾销行为，111 家轮胎企业牵涉其中，出口美国全钢胎需缴纳超过 40%关税
2017 年 2 月	**全钢胎双反案中国胜诉**	**美国国际贸易委员会共 5 名委员投票，三名委员认定不存在实质性损害及损害威胁，两名委员认定存在实质性损害。美国国际贸易委员会作出最终裁决，认定中国卡客车胎未损害美国企业利益**

资料来源：申万宏源研究

图 21：国内全钢胎产能逐步出清

资料来源：wind，申万宏源研究

需求向好带动全钢胎开工率回升。2015 年春节期间全钢胎开工率为 18.77%；2016 年春节期间全钢胎开工率 21.89%；2017 年春节期间全钢胎开工率达到 48.32%，远高于过去两年同时期的开工率。

图 22：全钢胎开工率

资料来源：wind，申万宏源研究

3. 倍耐力重塑新风神，未来有望成为全球全钢胎王者

3.1 倍耐力工业胎将全部注入风神

2017 年 4 月，公司公告向 TP Industrial Holding S.p.A. （以下简称“TP Industrial”）发行股份购买 Prometeon Tyre Group S.r.l（即倍耐力工业胎，以下简称“PTG”）52%股权；向 High Grade (HK) Investment Management Limited （以下简称“HG”）发行股份购买 PTG38%股权；向中国化工橡胶有限公司（以下简称“橡胶公司”）发行股份购买桂林倍利轮胎有限公司（以下简称“桂林倍利”）100%股权，以及向青岛黄海橡胶集团有限责任公司（以下简称“黄海集团”）发行股份购买工业胎相关土地和房产。本次发行价格确定为上市公司审议本次交易第六届董事会第十九次会议决议公告日（以下简称“定价基准日”）前 120 个交易日股票交易均价的 90%，为 9.78 元/股。按照本次发行价格 9.78 元/股和交易标的评估值 57.83 亿元计算，本次向交易对方发行股份数量约为份 59130.57 万股。

表 4：本次发行股份情况

交易对方	交易标的	预估值（万元）	股份数量（股）
TP	PTG52%股权	268,154.99	274,187,110
HG	PTG38%股权	195,959.42	200,367,503
橡胶公司	桂林倍利 100%股权	66,910.68	68,415,828
黄海集团	黄海集团工业胎相关土地和房产	47,271.88	48,335,255
合计		578,296.97	591,305,696

资料来源：wind，申万宏源研究

本次配套募集资金发行的股份数量不超过本次发行前公司总股本的 20%，即不超过 112482644 股；募集资金总额不超过 202053 万元，不超过拟购买资产交易价格的 100%。本

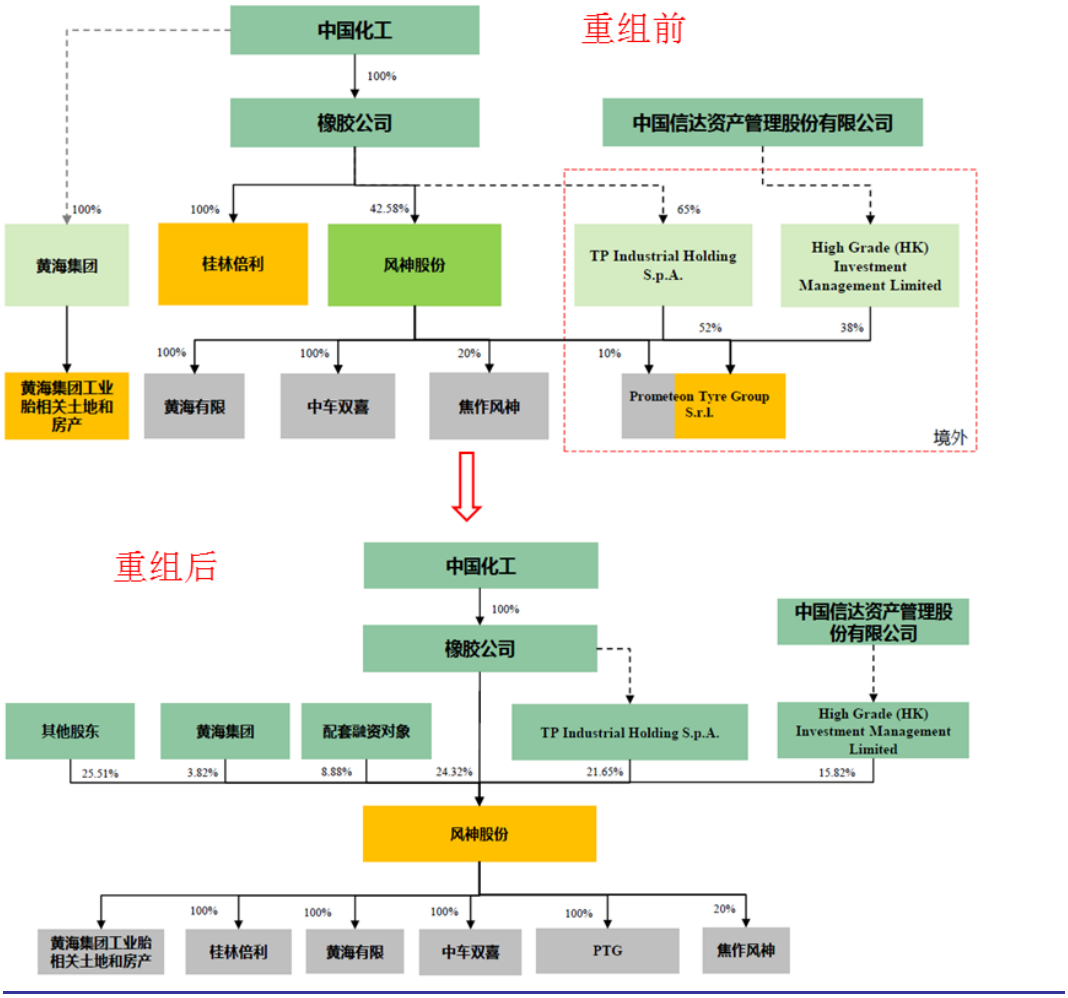
次募集配套资金扣除发行费用后的净额将用于 PTG 及桂林倍利主营业务相关的全球产能布局优化、产品及工艺提升、全球工业胎研发中心建设和信息化系统建设四大领域。

表 5：配套资金拟募投情况

序号	项目	拟使用募集资金金额（万元）	实施主体	投资金额（万元）
1	土耳其卡客车胎扩产项目	54,250	PTG(土耳其)	54,250
2	工程子午胎扩产及提升项目	15,721	桂林倍利	15,721
3	中国工厂产品工艺提升项目	66,542	桂林倍利	66,542
4	全球工业胎研发中心建设项目	14,332	桂林倍利	14,332
5	信息化系统建设项目	19,536	PTG(意大利)	19,536
6	巴西农业子午胎扩产项目	12,748	PTG(巴西)	12,748
7	巴西 SATT01 技术升级项目	18,924	PTG(巴西)	18,924
	总计	202,053		202,053

资料来源：wind，申万宏源研究

图 23：重组前后股权机构变化情况



资料来源：申万宏源研究

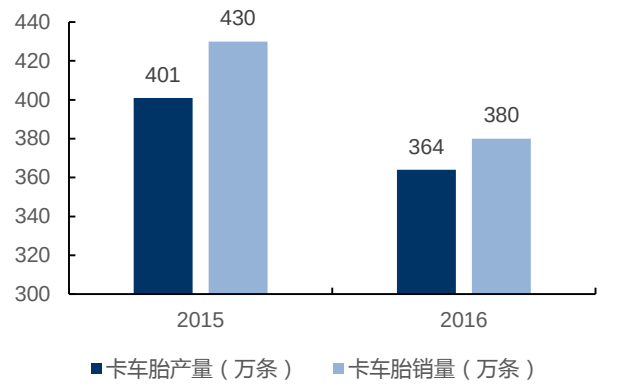
3.2 国际巨头倍耐力品牌历史悠久

PTG 全称 Prometeon Tyre Group S.r.l.，曾用名为 Pirelli Industrial S.r.l.，其前身为倍耐力集团的工业胎业务。倍耐力集团成立于 1872 年，目前是世界最大的轮胎制造商之一，一百多年的轮胎生产经验造就了倍耐力轮胎舒适、耐用、安全的优异性能。倍耐力集团业务遍及世界 160 多个国家，在全球 13 个国家拥有 20 家工厂，产品涵盖汽车、摩托车、卡客车和农业机械等领域。2016 年 1 月，倍耐力集团将其工业胎业务与乘用胎业务拆分。2017 年 4 月工业胎业务正式更名为 Prometeon Tyre Group S.r.l。PTG 及其子公司主要从事工业胎研发、测试、生产和销售，其产品主要适用于重卡车、道路拖拉机、重型拖车、货运汽车、公共汽车、农业拖拉机、林业拖拉机、推土机、工业机车等重型机车的轮胎及内胎。PTG 是拉美地区卡车及农用车轮胎领域的领军企业，在欧洲、中东及非洲也享有领导地位。PTG 的工厂均位于巴西、土耳其、埃及等低成本国家，通过广泛的分销网络服务市场。

PTG 的主要客户为大型车队及轮胎批发商、轮胎经销商和整车厂商。PTG 在全球范围内服务的大型车队超过 700 家（其中 300 家拥有超过 200 辆车），轮胎批发商及轮胎经销商数量约 2600 家。PTG 拥有 7 大产品系列，154 种轮胎产品，通过广泛的分销网络服务市场，销售业务网络覆盖南美、北美、欧洲、中东和非洲地区。PTG 在南美地区的销售网络覆盖 13 个国家，2016 年配套市场占有率高达 31.6%。PTG 在中东地区竞争力也居行业领先地位，尤其在埃及，2016 年替换胎市场份额达到 61.0%，位居行业第一。

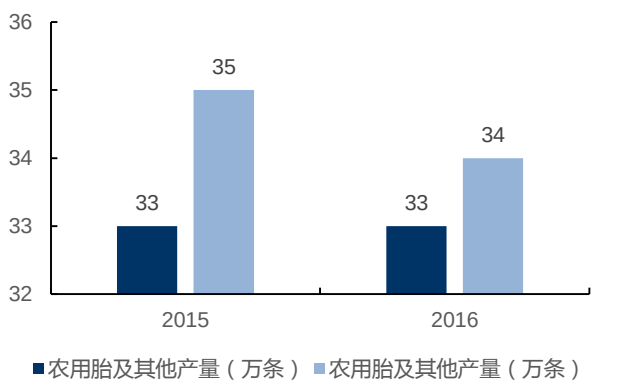
PTG 已获得众多全球车企的认证，客户包括奔驰、福特、大众、三菱、五十铃、西班牙伊萨客车、德国曼集团、克劳耐、施密茨挂车集团、BMC、肯沃斯、DAF、依维柯等全球知名企业。PTG 的主要客户为批发商、经销商、大型车队和整车厂商。根据不同市场，PTG 向其客户提供多层次的价值链服务。PTG 直接服务于整车厂商和大型车队，对于小型车队等其他客户则通过培训经销商并由其向客户提供服务。**上市公司 2016 年毛利率 14.96%，PTG2016 年毛利率 22.14%，历史年度更高，未来通过与 PTG 的深度整合，将提升上市公司的产品竞争力，进而提高毛利水平。**

图 24：PTG 卡车胎产销量



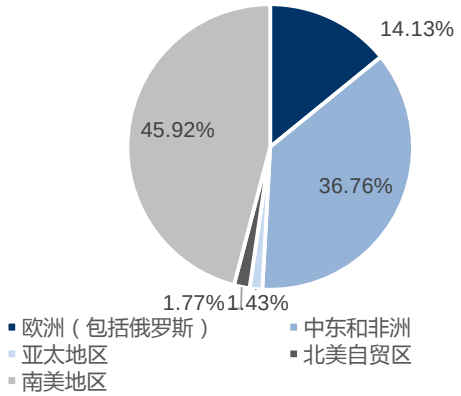
资料来源：公司资料，申万宏源研究

图 25：PTG 农用胎及其他产销量



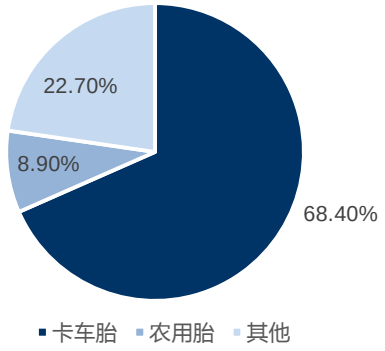
资料来源：公司资料，申万宏源研究

图 26：PTG 收入结构（按地区）



资料来源：公司资料，申万宏源研究

图 27：PTG 收入结构（按品种）

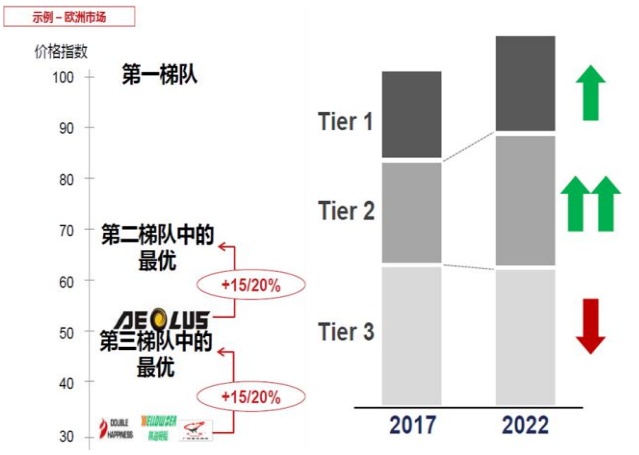


资料来源：公司资料，申万宏源研究

3.3 注入“倍耐力基因”，新风神开启新征程

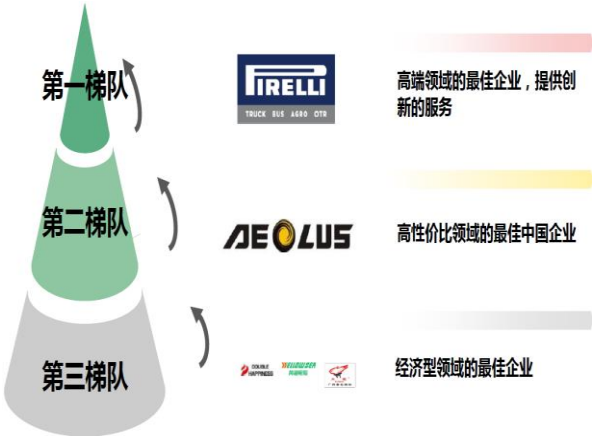
公司借助倍耐力工业胎高端产品、技术和服务，提升整体价值。倍耐力为高端领域的最佳企业，提供创新的产品和服务；风神处于第二梯队，为高性价比领域的最佳中国企业；而双喜、黄海、火炬等为第三梯队佼佼者，是经济型领域的最佳企业。公司通过利用倍耐力高端技术，高端产品进入国际市场第一梯队；同时通过倍耐力品牌提升认知度，受益于倍耐力的服务和翻新技术以及在各区域内与车队和经销商的紧密关系，公司风神牌产品在第二梯队将达到最优，有望提价 15-20%；另外双喜、黄海、火炬等品牌轮胎也达到第三梯队最优，贴近区域市场用户，亦有望提价 15-20%。

图 28：借助倍耐力工业胎高端产品、技术和服务，提升整体价值



资料来源：公司资料，申万宏源研究

图 29：新风神将致力于在各市场梯队中成为行业最佳

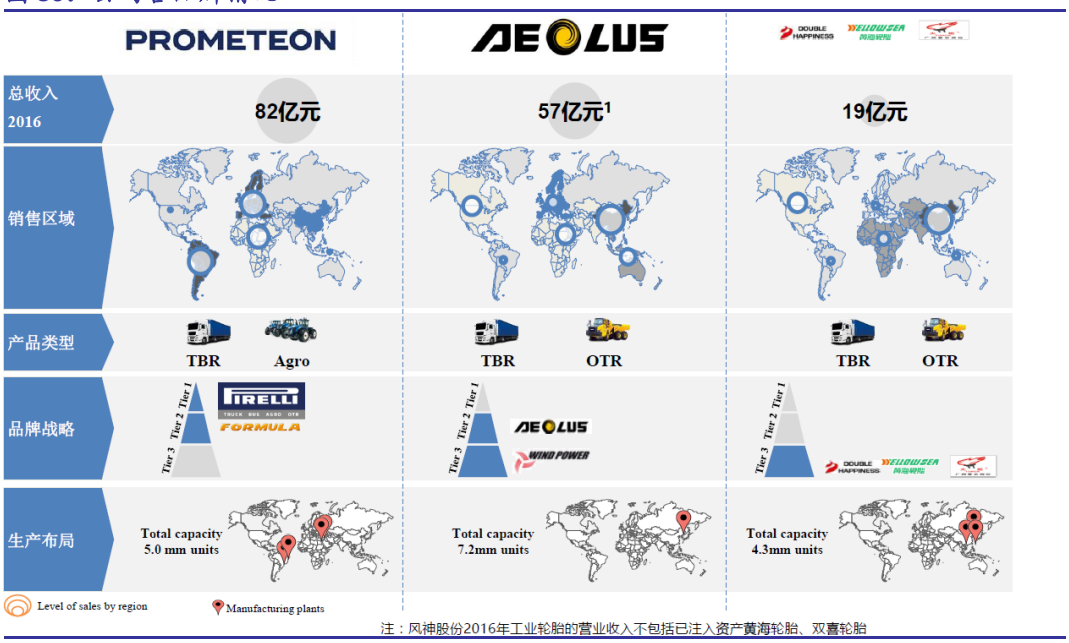


资料来源：公司资料，申万宏源研究

品牌、技术、市场互补，全球化高效布局。公司各品牌互补，销售区域覆盖五大洲，现已成为全球第四大工业胎企业。其中处于第一和第二梯队的倍耐力品牌产能达 500 万条，2016 年全球总收入高达 82 亿元；处于第二梯队和第三梯队的风神轮胎品牌产能达 720 万条，

2016 年全球总收入达到 57 亿元；而第三梯队的双喜、黄海和火炬等品牌产能达 430 万条，2016 年全球总收入达到 19 亿元。

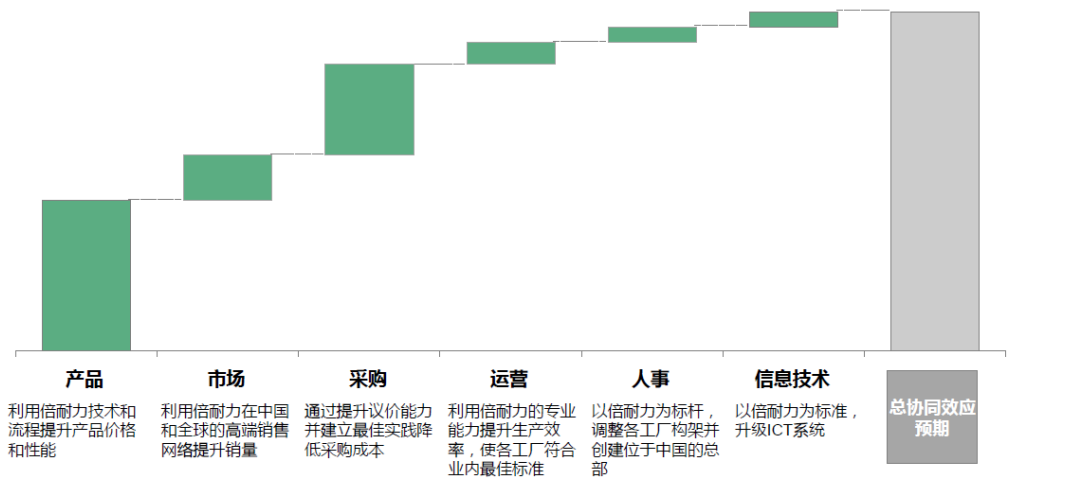
图 30：公司各品牌情况



资料来源：公司资料，申万宏源研究

全方位协同，助力新风神再上新台阶。公司在产品方面利用倍耐力技术和流程提升产品价格和性能；在市场方面利用倍耐力在中国和全球的高端销售网络提升销量；在采购方面通过提升议价能力并建立最佳实践降低采购成本；在运营方面利用倍耐力的专业能力提升生产效率，是各工厂符合业内最佳标准；在人力资源和组织结构方面以倍耐力为标杆，调整各工厂构架并创建位于中国的总部；在信息技术方面以倍耐力为标准升级 ICT 系统。通过各领域的深度整合、协同发力，将使公司整体协同效益具有很高的预期。

图 31：公司打造在产品、市场、采购、管理等领域全方位的协同效应



资料来源：公司资料，申万宏源研究

公司通过多元化低成本布局，达到全球化高效率产能调配、公司的全部工业轮胎板块产能均位于低成本国家，有利于打造最佳性价比的工业胎产品，提升利润率，保证高毛利率水平。另外，公司生产辐射范围覆盖亚洲、欧洲、非洲、美国，更易于全球业务拓展，更便于高效率产能调配，同时灵活应对贸易摩擦。

图 32：多元化低成本生产布局，全球化高效率产能调配

低成本生产基地	100% 的工业轮胎板块产能位于 低成本国家，有利于打造 最佳性价比 的工业胎产品，提升利润率，保证高毛利水平
全球产能布局	生产辐射范围覆盖 亚洲、欧洲、非洲、美洲，更易于 全球业务拓展，更便于高效率产能调配，同时灵活应对贸易摩擦

资料来源：公司资料，申万宏源研究

为进行公司整合，来自橡胶公司、倍耐力以及风神的管理团队在北京组成了新风神的总部。公司整合由一支中西合璧的高效管理团队负责战略实施。管理团队中有近 50%的人员来自为来自倍耐力全球的管理、技术专家，整合的主要方向为引入倍耐力成熟的“管理总部+制造基地”管理体系和机制，实现最优化的运营协同、制造升级、效率提升和成本控制。整合的主要流程为集中化管理，同时将各企业转换为生产基地。公司整合团队有来自全球各地的超过 100 位专家参与。整合参与者来自超过 10 个国家，专业知识可以有效的互补。另外，60%人员从事第一梯队业务，平均轮胎行业从业年限超过 15 年，具有高端市场专业知识。

图 33：公司组织框架

图 34：整合由全球化管理团队引领

资料来源：公司资料，申万宏源研究

资料来源：公司资料，申万宏源研究

4.盈利预测和投资建议

公司作为全钢胎及工程机械胎龙头，重组再起航，首次覆盖给予“增持”评级。预计2017-19年归母净利润分别为0.88、5.01、6.42亿元，考虑到公司有望在2018年初完成增发，相应业务18年起贡献利润，摊薄后EPS为0.16、0.40、0.51元，当前股价对应17-19年PE为50X、20X、16X。

按照相对估值法对风神股份进行估值，我们选取通用股份、青岛双星、三角轮胎、玲珑轮胎等四家公司进行估值对比，这四家上市公司均是轮胎行业上市公司，2017年可比公司PE均值为32倍，公司为50倍，公司估值较高主要因为公司一季度亏损严重；2018年可比公司PE均值为26倍，公司为20倍。

考虑公司未来借助倍耐力高端产品、技术和服务，有望提升整体价值，且品牌、技术、市场实现互补，全球化高效布局，在全方位形成协同，助力新风神再上新台阶，给予2018年25倍估值较为合理，对应目标价10.00元/股，仍有25%的上涨空间。

表6：估值对比表

股票代码	简称	总市值（亿元）	总股本（亿）	股价（2017-07-06）	EPS				PE			
					16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
601500	通用股份	107	7.27	14.75	0.23	0.28	0.33	0.38	63	54	44	39
000599	青岛双星	46	6.75	6.89	0.14	0.21	0.28	0.38	49	34	25	18
601163	三角轮胎	211	8.00	26.35	1.03	1.25	1.58		26	21	17	
601966	玲珑轮胎	258	12.00	21.46	0.84	0.99	1.17	1.40	25	22	18	15
平均									41	32	26	24
600469	风神股份	45	5.62	7.94	0.15	0.16	0.40	0.51	53	50	20	16

资料来源：wind，申万宏源研究，通用股份、青岛双星、三角轮胎、玲珑轮胎eps均来源wind一致预期，风神股份eps考虑增发摊薄

表 7：关键假设表

斜交胎	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
销售量（万套）	56.5	50	48	54	58
不含税平均价格（元/套）	2,643.77	2,753.30	3,020.83	3,000.00	3,017.24
销售收入（百万元）	1,493	1,372	1,450	1,620	1,750
销售毛利（百万元）	462	428	430	580	620
销售成本(百万元)	1,031	944	1,020	1,040	1,130
毛利率（%）	31%	31%	30%	36%	35%
单位成本（元/套）	1,824.94	1,894.25	2,125.00	1,925.93	1,948.28
子午胎	**2015A**	**2016A**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
销售量（万套）	746	733	750	1,500	1,560
不含税平均价格（元/套）	781	747	826.67	950.00	1,038.46
销售收入（百万元）	5,830	5,473	6,200	14,250	16,200
销售毛利（百万元）	959	747	750	2,550	3,300
销售成本(百万元)	4,871	4,726	5,450	11,700	12,900
毛利率（%）	16%	14%	12%	18%	20%
单位成本（元/套）	652.66	644.74	726.67	780.00	826.92

资料来源：申万宏源研究

表 8：关键假设表（续）

轮胎	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入（百万元）	7,980	7,830	7,233	7,650	15,870	17,950
成本（百万元）	6,208	6,384	6,153	6,470	12,740	14,030
毛利（百万元）	1,772	1,446	1,080	1,180	3,130	3,920

毛利率	22%	20%	15%	15%	20%	22%
其他业务	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入（百万元）	186	153	92	150	240	360
成本（百万元）	156	149	76	120	180	280
毛利（百万元）	30	4	16	30	60	80
毛利率	16%	3%	17%	20%	25%	22%

资料来源：申万宏源研究

表 9：合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8,175	7,325	7,800	16,110	18,310
营业总成本	8,020	7,293	7,760	15,557	17,615
营业成本	6,717	6,229	6,590	12,920	14,310
营业税金及附加	52	60	61	120	142
销售费用	620	486	546	1,208	1,410
管理费用	428	418	452	1,031	1,318
财务费用	156	48	153	278	434
资产减值损失	46	52	(42)	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	20	(12)	20	40	70
营业利润	176	20	60	593	765
营业外收支	17	119	48	61	76
利润总额	193	139	108	654	841
所得税	44	55	20	154	199
净利润	149	85	88	501	642
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	149	85	88	501	642

资料来源：wind，申万研究

表 10：合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,185	3,266	4,000	10,289	13,092
现金及等价物	1,802	818	1,359	4,912	7,062
应收款项	2,081	1,334	1,420	2,719	3,057

存货净额	1,262	1,009	1,111	2,179	2,413
其他流动资产	40	106	110	480	560
长期投资	35	667	667	5,977	5,977
固定资产	4,727	3,570	3,765	3,487	3,209
无形资产及其他资产	371	225	319	303	282
资产总计	10,318	7,728	8,751	20,055	22,560
流动负债	5,904	4,468	4,483	6,552	7,214
短期借款	1,540	1,558	1,406	494	494
应付款项	3,586	2,520	2,666	5,226	5,788
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	2,034	808	1,729	3,589	4,789
负债合计	7,938	5,276	6,212	10,140	12,003
股本	375	562	562	1,265	1,265
资本公积	1,389	1,755	1,755	7,927	7,927
盈余公积	240	267	296	458	666
未分配利润	362	(143)	(84)	255	689
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	2,380	2,451	2,539	9,915	10,558
负债和股东权益合计	10,318	7,728	8,751	20,056	22,560

资料来源：wind，申万宏源研究

表 11：合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	149	85	88	501	642
加：折旧摊销减值	489	470	202	284	286
财务费用	163	62	153	278	434
非经营损失	(9)	22	(30)	(36)	(69)
营运资本变动	741	213	(2)	194	(10)
其它	0	0	(33)	57	32
经营活动现金流	1,532	770	378	1,278	1,315
资本开支	70	(557)	473	0	0
其它投资现金流	33	(624)	20	(5,270)	70
投资活动现金流	(38)	(370)	(453)	(5,270)	70
吸收投资	0	0	0	6,875	0
负债净变化	(1,013)	(532)	769	948	1,200
支付股利、利息	266	446	153	278	434
其它融资现金流	207	(18)	0	0	0
融资活动现金流	(1,072)	(996)	616	7,545	766
净现金流	482	(577)	541	3,553	2,151

资料来源：wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现 20%以上；
增持（Outperform） ：相对强于市场表现 5%～20%；
中性（Neutral） ：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
减持（Underperform） ：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight） ：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等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人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。