投资评级：推荐（首次）

报告日期：2017 年 07 月 18 日

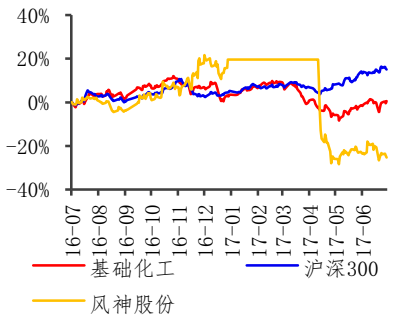
市场数据

目前股价	7.36
总市值（亿元）	41.39
流通市值（亿元）	41.39
总股本（万股）	56,241
流通股本（万股）	56,241
12 个月最高/最低	12.19/6.96

分析师

分析师：顾锐 S1070516040001
电话：0755 -83675954
邮箱：gurui @cgws.com
分析师：杨超 S1070512070001
电话：0755-83663214
邮箱：ychao@cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

收购倍耐力工业胎资产，成为全球领先工业胎企业

——风神股份（600469）公司动态点评

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万）	8,277	9,064	9,870
(+/-%)	13.0%	9.5%	8.9%
净利润（百万）	81	252	292
(+/-%)	-3.7%	209.8%	15.6%
摊薄 EPS（元）	0.14	0.45	0.52
PE	50.8	16.4	14.2

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **国内领先的工业轮胎企业**：风神股份是中国最大的全钢子午线轮胎生产企业之一和最大的工程机械轮胎生产企业，主要生产“风神”、“黄海”、“双喜”等多个品牌 1,200 多个规格品种的卡客车轮胎、工程机械轮胎等多种轮胎。公司轮胎是东风汽车、厦工、龙工、柳工机械等运输、工程车辆的主力配套产品，营销网络遍布全国各个省市，并出口到美洲、欧洲等五大洲 140 多个国家和地区。目前风神股份拟发行股份收购倍耐力工业胎资产，收购完成后公司将成为全球顶级的工业胎生产企业。

- **重卡销量大增+橡胶价格下跌，公司业绩将改善：**风神股份主营工业胎，今年下游需求旺盛。国内因治理超载新政、基建需求增加以及老旧重卡更新等因素的综合作用，今年以来国内重卡持续热销，今年 6 月份重卡市场销售各类车型 9.5 万辆，同比增长 60%；今年前 6 月重卡市场累计销售各类车型 58.11 万辆，同比增长 71%。橡胶价格下跌，公司成本压力缓解。橡胶成本占公司产品制造成本的 45%左右。今年春节以后，橡胶价格出现大幅回落，其中天然橡胶（上海）从高点已回落近 34%，顺丁橡胶（华东）从高点已回落近 57%，公司原材料成本压力大幅缓解，预计公司下半年毛利率会有所改善。

- **美国取消对中国全钢胎“双反”，对公司经营产生积极影响：**2017 年 2 月，美国国际贸易委员会投票认定中国对美国出口的卡客车轮胎没有对美国国内产业造成实质损害或实质损害威胁。根据美国国际贸易委员会的否定性裁决，美国商务部将不会对进口自中国的卡客车轮胎颁布反倾销和反补贴税令。风神股份海外收入占比 49%，美国取消对中国全钢胎“双反”，将对公司经营会产生积极影响。

- **拟收购倍耐力工业胎资产，成为全球领先工业胎企业：**2017 年 4 月，风神股份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。本次收购后，风神股份将取得倍

耐力工业胎 100%股权及母公司橡胶公司旗下其他工业胎资产。公司将全面实现工业胎业务的整合，一跃成为全球第四、中国最大的工业胎企业，并将成为中国化工全球唯一工业胎资产控股平台。

- **投资建议：**风神股份是国内领先的工业轮胎企业，公司拟收购倍耐力工业胎资产，收购完成后，公司将成为全球第四、中国最大的工业胎企业。今年以来，国内重卡销售旺盛，橡胶价格大跌，预计下半年公司业绩将有所改善。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.14、0.45、0.52 元，对应 PE 分别为 51X、16X、14X，首次给予“推荐”评级
- **风险提示：**收购整合不及预期；轮胎行业景气下滑风险。

附：盈利预测表

利润表（百万）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,357.85	7,325.16	8,277.43	9,063.78	9,870.46
营业成本	5,119.79	6,229.41	7,019.26	7,495.75	8,143.13
销售费用	526.79	485.87	547.97	598.21	651.45
管理费用	354.14	417.80	472.64	516.64	562.62
财务费用	14.07	48.50	84.42	92.62	99.72
投资净收益	20.03	-11.72	0.00	0.00	0.00
营业利润	277.62	20.18	85.80	286.83	333.24
营业外收支	13.40	119.06	10.00	10.00	10.00
利润总额	291.03	139.24	95.80	296.83	343.24
所得税	43.79	54.69	14.37	44.53	51.49
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	247.23	84.55	81.43	252.31	291.75

资产负债表					（百万）
流动资产	3,259.45	3,265.89	3,590.56	3,895.78	4,238.81
货币资金	1,328.54	817.56	827.74	906.38	987.05
应收帐款	723.26	837.77	946.68	1,036.62	1,128.87
应收票据	337.70	351.77	397.50	435.27	474.00
存货	790.26	1,008.82	1,136.70	1,213.56	1,318.34
非流动资产	3,610.62	4,461.85	5,021.89	5,514.17	6,009.07
固定资产	3,160.70	3,456.54	3,777.66	3,998.95	4,222.85
资产总计	6,870.07	7,727.74	8,612.45	9,409.95	10,247.88
流动负债	2,765.25	4,468.14	5,117.98	5,639.71	6,168.35
短期贷款	769.62	1,557.50	1,848.28	2,133.87	2,358.20
应付款项	1,615.44	2,198.45	2,477.13	2,644.64	2,872.97
非流动负债	1,135.75	808.29	867.66	928.96	990.26
长期借款	1,078.32	745.06	745.06	745.06	745.06
负债合计	3,901.00	5,276.43	5,985.64	6,568.67	7,158.62
股东权益	2,969.07	2,451.31	2,520.53	2,734.99	2,982.99
股本	374.94	562.41	562.41	562.41	562.41
留存收益	2,594.13	1,888.90	1,958.12	2,172.58	2,420.57
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和权益总计	6,870.07	7,727.74	8,506.17	9,303.67	10,141.60

现金流量表					（百万）
经营活动现金流	1,091.70	769.66	429.91	576.70	693.35
其中营运资本减少	3,267.12	479.58	-165.47	-200.48	-168.10
投资活动现金流	-36.81	-370.02	-613.87	-653.19	-693.52
其中资本支出	-69.32	556.52	-613.87	-653.19	-693.52
融资活动现金流	-693.41	-995.95	194.15	155.12	80.84
净现金总变化	361.47	-596.31	10.19	78.64	80.67

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长	-22.2%	15.2%	13.0%	9.5%	8.9%
营业成本增长	-19.6%	21.7%	12.7%	6.8%	8.6%
营业利润增长	-30.3%	-92.7%	325.2%	234.3%	16.2%
利润总额增长	-28.2%	-52.2%	-31.2%	209.8%	15.6%
净利润增长	-25.5%	-65.8%	-3.7%	209.8%	15.6%
盈利能力					
毛利率	19.5%	15.0%	15.2%	17.3%	17.5%
销售净利率	3.9%	1.2%	1.0%	2.8%	3.0%
ROE	8.3%	3.4%	3.2%	9.2%	9.8%
ROIC	6.3%	0.9%	2.7%	5.5%	5.8%
营运效率					
销售费用/营业收入	8.3%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
管理费用/营业收入	5.6%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
财务费用/营业收入	0.2%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%
投资收益/营业利润	7.2%	-58.1%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税/利润总额	15.0%	39.3%	15.0%	15.0%	15.0%
应收帐款周转率	7.80	9.39	9.28	9.14	9.12
存货周转率	5.87	6.93	6.54	6.38	6.43
流动资产周转率	1.97	2.25	2.41	2.42	2.43
总资产周转率	0.92	1.00	1.01	1.01	1.00
偿债能力					
资产负债率	56.8%	68.3%	69.5%	69.8%	69.9%
流动比率	1.18	0.73	0.70	0.69	0.69
速动比率	0.89	0.51	0.48	0.48	0.47
每股指标（元）					
EPS	0.44	0.15	0.14	0.45	0.52
每股净资产	5.28	4.36	4.48	4.86	5.30
每股经营现金流	1.94	1.37	0.76	1.03	1.23
每股经营现金/EPS	4.42	9.10	5.28	2.29	2.38

估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
PE	16.74	48.96	50.83	16.41	14.19
PEG	(0.39)	0.67	0.24	1.05	(0.14)
PB	1.39	1.69	1.64	1.51	1.39
EV/EBITDA	10.06	14.25	11.82	8.65	8.02
EV/SALES	0.94	0.88	0.81	0.77	0.73
EV/IC	1.24	1.36	1.32	1.25	1.19
ROIC/WACC	0.90	0.13	0.40	0.80	0.84
REP	1.30	9.90	3.00	1.42	1.29

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺

顾 锐： 2009 年至 2015 年任职于中山证券。2016 年加入长城证券金融研究所，任化工行业分析师。

杨 超： 2006-2012 年任职于鹏华基金，从事化工行业研究。2012 年加入长城证券，任化工行业分析师。

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

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。
本报告由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。
长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级： 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上.

行业评级： 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场.

长城证券销售交易部

深圳联系人

吴 楠： 0755-83515203， 13480177426， wunan@cgws.com
李双红： 0755-83699629， 18017465727， lishuanghong@cgws.com
黄永泉： 0755-83699629， 13544440001， huangyq@cgws.com
杨锦明： 0755-83515567， 17688776222， yangjm@cgws.com

北京联系人

赵 东： 010-88366060-8730， 13701166983， zhaodong@cgws.com
王 媛： 010-88366060-8807， 18600345118， wyuan@cgws.com
李珊珊： 010-88366060-1133， 18616891195， liss@cgws.com
张羲子： 010-88366060-8013， 18511539880， zhangxizi@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚： 021-61680314， 18602109861， xieyw@cgws.com
徐佳琳： 021-61680673， 13795367644， xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编：518034 传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044 传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126 传真：021-31829681
网址：http://www.cgws.com