



成本控制能力突出，2012年半钢胎投产使产品结构更加平衡

——风神股份（600469）调研快报

2011年12月27日

推荐/调降

风神股份

调研快报

杨若木	基础化工行业分析师 010-66554032	执业证书编号：S1480510120014 Email: yangm@dxzq.net.cn
联系人：梁博	010-66554046	Email: liangbo@dxzq.net.cn

事件：

近日我们实地拜访了风神股份，就公司的经营、大股东旗下轮胎业务整合、轮胎行业的现状和发展趋势等问题与公司证券事务代表、董秘处主任李鸿先生进行了交流。

观点：

1、新建500万套半钢胎产能未来2年逐步释放，公司产品结构更加平衡。

公司目前拥有产能包括全钢胎540万套，斜交胎40万套，工程胎60万套，以及新建成的半钢胎500万套。新产能一般需要2年左右时间达产。限制产能的因素包括：人员的培训进度、接订单的情况。预计第一年产能释放40%-50%左右。公司半钢产品均是无内胎子午胎，属于中高端产品。全钢胎产品主要用于工程机械和大客车，受宏观经济影响大；半钢胎产品主要用于轿车和轻型卡车，需求相对稳定。随着半钢胎产能的逐步释放公司产品结构更加平衡。

2、受宏观经济影响下游需求放缓，预计2012年2季度需求回暖。

3、4季度以来下游需求有所下降，4季度公司对部分产线进行停产检修，4季度公司业绩也低于前3季度。预计2012年1季度需求依然较低，可能2季度会回升。公司的工程胎和全钢胎技术在业内领先，已经具备和国际大公司竞争的能力，产能毛利率较高，在15%-20%之间。

3、天然橡胶价格波动对轮胎企业影响大，公司通过现货结合远期等手段控制采购成本效果好。

天然橡胶成本是大头，约40%左右。劳动力成本占比重不高，在2%-3%之间。而国际巨头，米其林等劳动力成本约10%，甚至更高。未来的发展趋势是，劳动力成本在生产成本中的比重将上升，原料成本的比重下降。只有提升产品附加值才能提升公司的盈利能力。目前情况下，如果天胶价格波动，采购成本控制不好就可能出现亏损。公司主要通过现货、远期合同采购天胶。公司有专门团队负责跟踪天胶价格走势，并以此指导采购。从过去几年情况看，公司天胶采购成本略低于市场平均价格。

4、公司库存管理能力出色

公司库存管理原则是：天胶价格在上升通道时，适当增加天胶库存；天胶价格在下降通道时，适当减少天胶库存。公司生产原料平均库存可维持20天左右的生产，周转率快，仅次于佳通轮胎。同行业其他公司一般保持40天生产所需的原料库存。

5、深耕配套胎市场，努力提升品牌知名度。

2011年公司主要产品仍是全钢胎和工程胎，公司按照先主要客户（柳工、厦工、临工）的配套需求，再出口，最后零售的顺序安排销售。公司与客户有明确的定价机制，因此原料价格回落，产品价格会适当回调，以保证长期的合作关系。公司策略是，先占领配套市场，以“原装”的身份提升市场知名度和消费者的认同感，同时公司出口产品均是自有品牌，通过提升品牌知名度，提高产品在替换胎市场的定价能力。

6、2011年外销比例约35%，公司产品在北美和欧洲市场立足，受美国轮胎特保影响小。

预计2011年营业收入中约65%来自内销（主要是配套），35%来自出口，出口增速快于国内增速。公司主要出口市场在北美和欧洲，占公司总出口比例约50%。在欧洲市场，公司全钢胎产品是国内同类产品的龙头和风向标，公司产品出口价格会决定国内其他企业的定价。2012年美国轮胎特保是否停止无法预期，但公司主要出口产品是全钢胎，不在特保范围内，不受特保的影响。国内全钢胎的性价比要远高于国外企业，在国外市场有很强竞争力。目前国内市场格局：外资占有半钢胎市场约70%份额，内资占有全钢胎约70%份额。国内全钢技术已近赶上国际水平，未来要在半钢领域实施赶超。

7、2011年财务费用和研发费用增加导致净利润率在2%-3%左右。

2011年公司子午胎产品的毛利率约15%，但由于财务费用、管理费用较多，导致净利润率只有约2%-3%。财务费用较高，因为2011年新建成500万套半钢产能，公司扩大了规模，新增了约1500-2000个工人，导致借款增加，利息支出增加。管理费用高，主要因为研发支出增加，按照高新技术企业认定标准，销售收入超过2亿，研发费用占销售收入比例不低于3%，公司2011年销售收入突破100亿，因此研发费用较高。未来公司仍将投入大笔资金进行新产品研发。但财务费用可能下降，公司净利润率有望在未来几年逐步走高。

8、轮胎行业产品结构性过剩，低端产品议价能力低。

国内轮胎行业产品结构性过剩，低端子午胎产能无序扩张拖累了整个行业。国内全钢胎技术已经处于国际先进水平，未来将大力提升半钢胎水平。此外，品牌推广是重要手段，国内轮胎的性价比高，由于没有品牌，因此毛利率低。轮胎行业核心竞争力包括：原料成本控制，高端产品研发和品牌。做好这3点，企业将在行业内领先。从产业链看，轮胎行业对上下游的议价能力不强，受上游原料和下游整车厂的挤压，只有进入高端轮胎市场，企业的净利润率才能提高。

9、大股东有意整合旗下轮胎业务，风神股份或成为资产整合平台。

公司大股东中国化工橡胶总公司计划2015年轮胎产量达3000万条，收入300亿元，净利润12亿元，而风神是大股东旗下轮胎业务盈利能力最好的资产。2011年，大股东轮胎业务中约70%的收入和利润来自于风神。因此我们预计“十二五”期间大股东仍将全力支持风神股份做大做强。未来大股东可能以风神股份为平台整合旗下轮胎业务。从区域分布、产品结构看，大股东旗下的4块轮胎业务（风神，黄海，双喜和桂林）具有互补性，如果整合，可以扩大采购规模降低采购成本，同时避免重复研发节约研发成本，协同效应明显。但目前由于其他3块资产盈利能力不强，大股东担心整合不能获得投资者认同，可能会等待行业回暖业绩回升后推动整合。另外，在融资方式上，公司更倾向于股权融资，因为当前负债率较高。

结论：

- 1、国内轮胎结构性过剩。全钢胎国内企业技术达到国际先进水平，占据了约70%的国内份额，且大量出口。半钢胎领域，国内产品主要集中在低端市场，国际巨头占据国内约70%市场。今后轮胎行业主要将努力提升半钢胎的技术。
- 2、2011年3、4季度以来下游需求有所下滑，公司4季度盈利情况低于预期。预计2012年1季度仍难乐观，可能2季度后会好转。公司全钢胎在国内产能排第4，技术水平处于第一梯队。
- 3、公司原料库存周转快，一般维持20天生产所需。如果天胶价格进入下降通道，公司将降低库存；如果天胶价格进入上升通道，公司会适当增加库存。过去几年天胶采购均价略低于市场平均价格，表明公司成本控制能力行业领先。
- 4、公司按配套、出口、零售的顺序安排销售。通过扩大配套，以产品“原配”胎身份提升品牌知名度，出口产品全部以自有品牌销售。未来将不断进行品牌推广，公司具备进入轮胎行业第一集团的潜力。
- 5、公司是大股东旗下4块轮胎资产中盈利能力最好的，未来不排除进行整合的可能。公司负债率高，有一定融资需求，公司倾向于股权融资。

风险提示：

如果天胶价格因金融因素出现大幅波动，则轮胎企业的正常生产将受到较大影响，可能导致整个轮胎制造业盈利能力下降。

表1：公司盈利预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	8,120	10,500	10,100	11,615
(+/-)%	44.50%	29.31%	-3.81%	15.00%
经营利润（EBIT，百万元）	335	505	640	950
(+/-)%	-38.30%	50.75%	26.73%	48.44%
净利润（百万元）	153	250	360	706
(+/-)%	-86.50%	63.40%	44.00%	96.11%
每股净收益（元）	0.41	0.67	0.96	1.88

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

表2：行业盈利预测和估值

简称	EPS（元）			PE		PB	评级
	10A	11E	12E	10A	11E	12E	
风神股份	0.41	0.67	0.96	19.9	12.2	8.5	1.4
赛轮股份	0.30	0.26	0.38	24.5	28.2	19.3	1.4
S佳通	0.15	0.12	0.20	46.1	57.7	34.6	3.8
黔轮胎A	0.25	0.16	0.25	19.4	30.3	19.4	1.1
青岛双星	0.07	0.09	0.11	56.0	43.6	35.6	1.3

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

2005 年获得工学硕士学位，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年煤化工和炼油装置设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有一年半石油化工研究经验。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看 好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中 性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看 淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。