

# 替换和出口增长弥补工程胎下滑， 公司提升管理效率创利润新高

——风神股份（600469）半年报点评

2012 年 8 月 15 日

强烈推荐/维持

风神股份

财报点评

杨若木

基础化工行业分析师

执业证书编号：S1480510120014

010-66554032

Email: yangm@dxzq.net.cn

梁博

010-66554046

执业证书编号：S1480512060006

Email: liangbo@dxzq.net.cn

事件：

风神股份发布半年报，公司上半年实现营收50.1亿元，同比下降9.3%；净利润1.74亿元，EPS为0.46元，同比增长17.69%，创历史新高。报告期内，公司综合毛利率为15.98%，与去年同期持平。其中二季度毛利率为17.3%，较1季度提升约1.9个百分点。

## 公司分季度财务指标

指标	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入（百万元）	1,920	2,758	2,768	2,435	2,269	2,519	2,492
增长率（%）	-4.0%	43.6%	0.4%	-12.0%	-6.8%	11.0%	-1.1%
毛利率（%）	18.4%	15.5%	16.6%	15.9%	15.4%	15.3%	17.3%
期间费用率（%）	15.4%	11.1%	11.8%	11.6%	13.0%	10.6%	10.6%
营业利润率（%）	2.3%	3.0%	2.9%	3.2%	1.0%	3.4%	4.7%
净利润（百万元）	44.8	75.6	72.0	68.3	18.1	76.4	97.4
增长率（%）	353.4%	68.8%	-4.8%	-5.2%	-73.5%	321.5%	27.6%
每股盈利（季度，元）	0.12	0.20	0.19	0.18	0.05	0.20	0.26
资产负债率（%）	72.0%	74.7%	76.2%	75.2%	70.9%	73.7%	72.0%
净资产收益率（%）	8.4%	4.0%	7.7%	10.9%	11.7%	3.7%	8.2%
总资产收益率（%）	2.6%	1.1%	2.0%	3.0%	3.5%	1.0%	2.4%

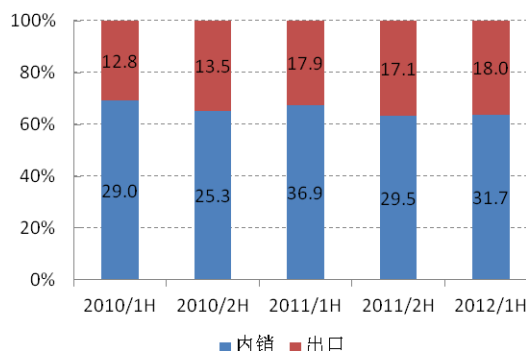
评论：

积极因素：

- **加大替换、出口力度，弥补工程胎配套需求下滑。**上半年国内商用车、工程机械产销量出现负增长，公司配套胎业务受到较大影响，但公司通过加大替换市场、出口市场的销售力度，基本消除了配套胎业务下滑带来的负面影响。报告期内，公司出口收入占比36%，较去年同期上升3.3个百分点。美国、印度等

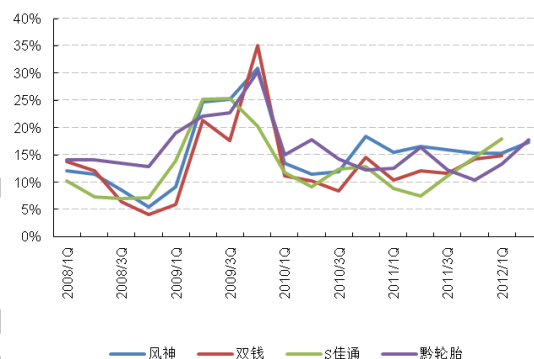
地区对全钢胎需求的增长保证了公司的盈利。公司产品结构也在不断改善，上半年毛利率较低的斜交胎销售收入同比下降约27%，而子午胎销售收入基本持平，高毛利率的子午胎销售占比从去年的66%上升至74%。

图 1：公司加大了替换和出口市场的销售比重



资料来源：东兴证券研究所

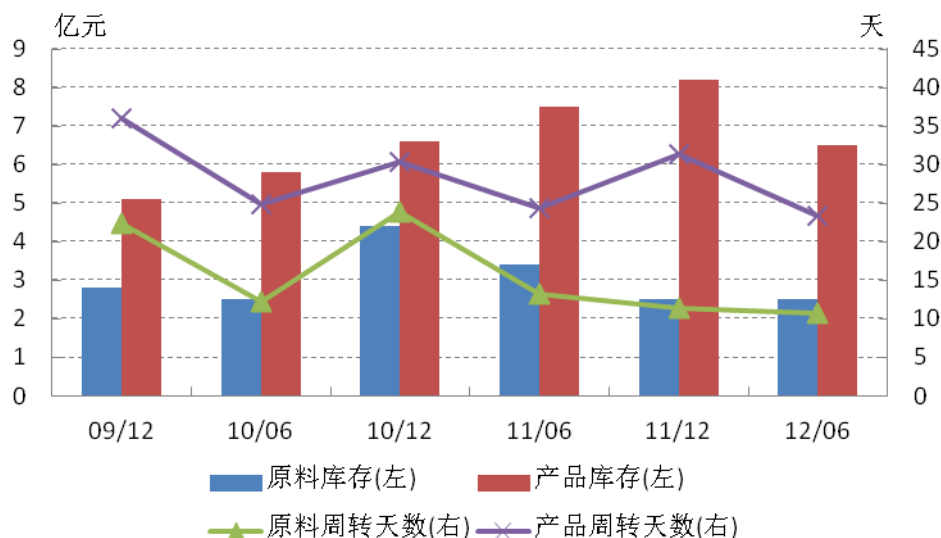
图 2：2012 年以来轮胎企业毛利率逐季提高



资料来源：Wind，东兴证券研究所

- **去库存完成，轮胎毛利率将逐步回升。**据估算，上半年公司轮胎销量同比增长约5%，由于产品成本下降，单价下跌，使公司营业收入出现9.3%的负增长。但轮胎产品的跌价滞后于原料，公司的毛利率小幅环比提升。公司2季度毛利率达到17.3%，较1季度提升约1.9个百分点。2季度公司应收账款较1季度出现下降，库存产品量也出现下降，库存产品周转天数降至23天，为历史新低，表明去库存基本完成，下游需求在不断好转。未来随着投资增加、经济缓慢复苏，轮胎需求有望继续增长，届时公司的毛利率还有进一步上升的空间。此外公司通过压缩费用，有效提升管理效率和盈利能力。上半年公司严格压缩了费用，其中管理费用2亿元，较去年同期下降约1.4亿元。

图 3：原料、产品去库存完成



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

#### 消极因素：

- 报告期末公司应收账款为13.5亿元，较2011年末上升8亿元。今年公司加大了在替换市场的销售力度，应收账款高企，表明下游轮胎经销商回款较慢，同时也使公司面临一定的资金压力。但从过去几年的情况

看，公司一般会在4季度加大回款力度，因此应收账款产生大量坏账的可能性较小。

- 公司半钢胎于6月30日正式上市，下半年的销售费用可能出现上升。由于公司是半钢胎市场的新进入者，因此进入初期建设渠道、提升产品知名度等活动都将产生一定的销售费用，并且进入市场初期，公司半钢胎产品的毛利率可能低于全钢胎产品。预计公司半钢胎业务将在2013年中期开始贡献利润。

#### 业务展望：

我们判断，轮胎下游需求已经于2012年上半年触底，3季度开始国内全钢胎的配套需求有望出现环比回升，而替换和出口将继续保持稳步增长。预计轮胎行业景气度将逐季回升。目前，轮胎生产企业基本完成了去库存，下半年随着需求的增长轮胎价格可能止跌回升，企业的盈利能力将提升。公司全钢胎的开工率一直稳定在85%-90%，半钢胎产能逐步释放，下半年公司有望迎来收入和毛利率双升的局面。

#### 盈利预测和投资建议：

在原料成本较低和需求回暖的情况下预计公司毛利率水平将从17%逐步上升至20%左右。预计公司12-14年EPS为0.85元、1.15元和1.35元，对应的P/E分别为9.9倍、7.3倍和6.2倍，六个月目标价11.5元，上涨空间约35%，继续给予“强烈推荐”评级。

表 1：公司盈利预测

万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	10,230	10,500	12,000	13,500
(+/-)%	25.95%	2.64%	14.29%	12.50%
经营利润（EBIT）	576	710	800	850
(+/-)%	87.62%	23.26%	12.68%	6.25%
净利润（百万元）	234	320	430	508
(+/-)%	52.94%	36.75%	34.38%	18.14%
每股净收益（元）	0.62	0.85	1.15	1.35

资料来源：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，有两年石油化工研究经验。

## 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。