

风神股份 (600469.SH) 汽车零部件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

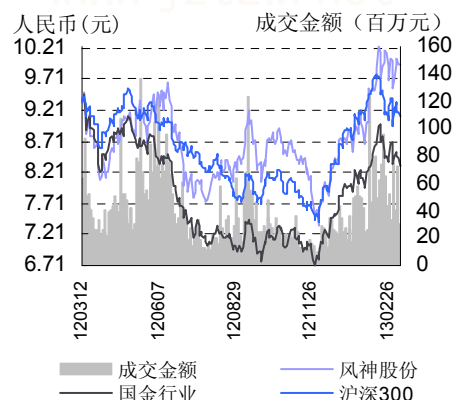
市价(人民币): 9.93 元

品牌清晰、弹性较大的绿色全钢胎龙头

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	374.94
总市值(百万元)	37.23
年内股价最高最低(元)	10.23/7.34
沪深 300 指数	2592.37
上证指数	2310.59



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.406	0.622	0.733	0.992	1.324
每股净资产(元)	4.83	5.33	6.06	7.05	8.38
每股经营性现金流(元)	0.49	0.88	1.53	2.25	2.86
市盈率(倍)	26.39	12.24	11.93	9.99	7.48
行业优化市盈率(倍)	25.99	9.71	11.27	11.77	11.77
净利润增长率(%)	-50.78%	53.15%	17.94%	35.28%	33.51%
净资产收益率(%)	8.40%	11.67%	12.10%	14.07%	15.81%
总股本(百万股)	374.94	374.94	374.94	374.94	374.94

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内老牌全钢胎龙头企业, 股价下跌打开弹性空间:** 风神股份前身为 1965 年成立的国营河南轮胎厂, 在全钢载重子午胎、工程胎领域具传统优势, 与东风、二汽保持长期配套合作关系, 获得美国 DOT、欧盟 ECE、巴西 INMETRO 等多国认证, 并符合欧盟标签法规。2009~2011 年天胶年度均价上涨 176%, 而公司毛利率稳定在 16% 左右。随着近期泰国收储中止, 今年胶价预计延续在 25000 元/吨低位振荡走势, 相较去年均价下降 6.7%, 理论上提升公司毛利率约 4%。公司业绩弹性较大, 我们测算毛利率增长 1% 可提升公司 EPS0.20 元。考虑当前对下游议价力仍弱, 预计公司实际可提升 1%~2% 的毛利率, 对应 0.2~0.4 元/股的 EPS 增长。
- **专注于配套胎及自主品牌出口, 公司议价力有望缓步提升:** 全球轮胎业三大梯队均以配套胎和自主品牌为主, 一线品牌普利司通、米其林 2011 年毛利率分别为 31%、28%, 而三线品牌韩泰、锦湖也有 23%、18%。虽然 2011 年我国轮胎上市企业平均毛利率仅为 11%, 但产品质量与韩泰、锦湖并无明显差距, 落后之处在于品牌价值。公司定位清晰, 坚持“风神”自主品牌的国内配套和出口, 毛利率居上市胎企前三位, 议价力有望缓慢增长。公司 500 万套半钢胎产能多项指标达到欧盟 B 级水平, 开工率有望在 13 年下半年达到 80%, 进一步提升公司产品形象。
- **全球轮胎标签化趋势下, 公司全绿色产能有望扩大市场份额:** 绿色轮胎生产环保、可翻新、降物耗。欧美韩日均有标签法规, 对轮胎抓地力、耐磨度、节油性等指标强制标示。公司在国内率先使用环保芳烃油, 于 2011 年实现子午胎的全部绿色化, 一旦我国推行轮胎标签措施, 中小产能的劣质产品将受较大冲击, 公司绿色轮胎的市场份额、盈利能力将迅速上升。

投资建议

- 预计公司 2012~2014 年收入 88.8、85.0、85.1 亿元, 归属于母公司净利润 2.8、3.7 和 5.0 亿元, EPS0.73、0.99 和 1.32 元/股。给予风神股份 2013 年 14 倍 PE, 目标价 13.9 元, 买入评级。

风险提示

- 国际市场反倾销加剧; 宏观经济下滑, 需求不达预期

刘波 分析师 SAC 执业编号: S1130511030010
(8621)61038283
liubo@gjzq.com.cn

周思捷 联系人
(8621)60753902
zhousijie@gjzq.com.cn

内容目录

国内全钢载重胎老牌企业，胶价下跌打开盈利弹性空间	4
风神股份历史悠久，是国内老牌载重、工程胎企业	4
公司产品价格走势强于胶价，天胶价格下跌打开盈利空间	5
专注于自主品牌轮胎的配套、出口，公司议价力有望缓步提升	7
三巨头领先优势松动，全球轮胎业走向战国期	7
风神专注于配套和自主品牌外销，盈利能力优于国内同行	9
新增半钢胎产能将有力推动公司发展	12
全球轮胎标签化趋势下，公司全绿色产能市场份额增强	12
绿色化、标签化是全球行业发展趋势	12
公司实现全绿色生产，出口市场份额增强	15
盈利预测与估值	17
风险提示	17
附录：三张报表预测摘要	18

图表目录

图表 1：公司历年收入及毛利率、净利润率及胶价	4
图表 2：公司历年各类轮胎产量（万条）	4
图表 3：公司历年子午、斜交胎收入（亿元）	5
图表 4：公司历年出口收入占比	5
图表 5：风神股份轮胎与天然橡胶年度均价走势	5
图表 6：天然橡胶和合成橡胶 07 年以来走势	6
图表 7：胶价对公司毛利率变动有一个季度的传导期	6
图表 8：亚洲 11 国胶树新种面积在 2005 年前后暴增	7
图表 9：全球天胶产量自 2012 年起面临向上拐点	7
图表 10：公司轮胎售价与胶价年度涨跌幅	7
图表 11：公司历年子午、斜交胎毛利率与胶价	7
图表 12：全球轮胎企业十年来收入发展趋势(百万美元)	8
图表 13：三巨头市场份额不断下滑	8
图表 14：全球轮胎市场增长（亿美元）	8
图表 15：2004 年全球轮胎市场份额	9
图表 16：2011 年全球轮胎市场份额	9
图表 17：我国轮胎产量及增长率	10
图表 18：我国轮胎出口量及增长率	10
图表 19：2011 我国轮胎产量分类别比例（按数量）	10
图表 20：2012 年我国轮胎需求分布	10

图表 21: 第一梯队企业毛利率走势	10
图表 22: 第三梯队企业毛利率走势	10
图表 23: 我国上市轮胎企业毛利率	11
图表 24: 上市胎企内销毛利率, 风神 2011 逆市上行	12
图表 25: 上市轮企出口毛利率, 风神排名第一	12
图表 26: 风神股份国内外销售毛利率	12
图表 27: 6 家轮胎上市公司平均毛利率	12
图表 28: 传统胎面胶分子排列示意图	13
图表 29: 绿色胎面胶分子排列示意图	13
图表 30: 绿色轮胎寿命、滚动阻力显著优于传统轮胎	13
图表 31: 绿色轮胎可节油 3%~5%	13
图表 32: 欧盟部分胎型的标签推进时间表	14
图表 33: 欧盟轮胎标签样本	14
图表 34: 2011 美国乘用车胎样本 (圈中部分为标签)	14
图表 35: 全球轮胎实施标签法案是大趋势	15
图表 36: 公司历年研发投入及占比	16
图表 37: 公司出口收入迅速增长, 2012H 创历史新高	16
图表 38: 公司 EPS 对股价弹性测算	17
图表 39: 销售预测表	17
图表 40: 可比上市公司市场一致 EPS 预期及估值	17

中国价值投资网 最
www.jztzw.net

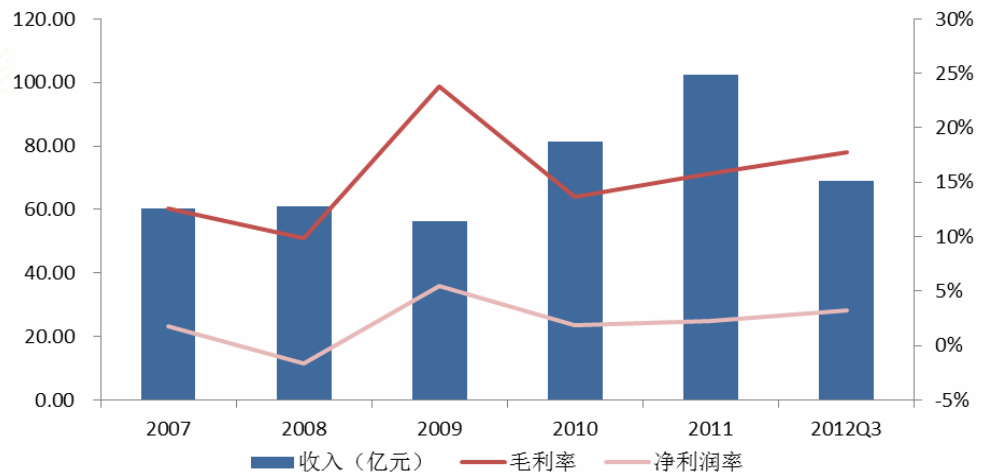
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

国内全钢载重胎老牌企业，胶价下跌打开盈利弹性空间

风神股份历史悠久，是国内老牌载重、工程胎企业

- **通过多项认证，品牌价值卓著。**风神股份前身为 1965 年建立的国营河南轮胎厂，2007 年加入中国化工集团。公司是我国最大的全钢子午胎企业之一和最大的工程机械轮胎生产企业，并进军半钢胎生产。公司产品实现全绿色化，满足欧盟 REACH 法规和标签法第一、第二阶段要求，并先后通过了 ISO9001 质量体系、TS16949 体系、ISO14001 环境管理体系、OHSAS18001 职业卫生管理体系、ISO/IEC17025 实验室认证，以及 E-MARK、美国 DOT 认证、欧盟 ECE、巴西 INMETRO 等多国认证，是国内轮胎行业极少数通过以上认证的企业之一。

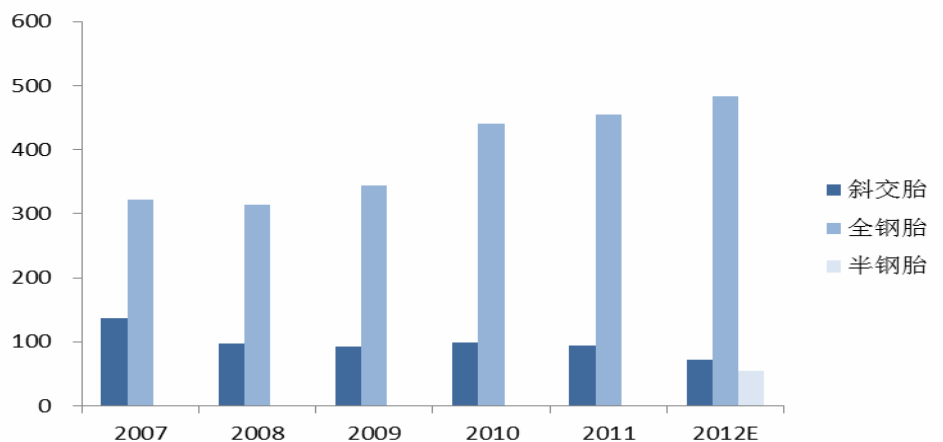
图表1：公司历年收入及毛利率、净利润率及股价



来源：国金证券研究所

- **公司全钢胎产量增速较快，将逐步替代现有斜交胎。**公司现有斜交载重胎、斜交工程胎产能超过 50 万套/年，工程全钢子午胎 8 万套/年，载重全钢子午胎超过 500 万套/年，乘用车子午胎 500 万套/年。从公司历年各类产量上看，斜交胎呈下滑趋势，全钢胎逐渐替代斜交胎的份额，半钢胎 2012 年刚起步。公司计划进一步实施技改，斜交胎产能将逐步为全钢胎取代。

图表2：公司历年各类轮胎产量（万条）

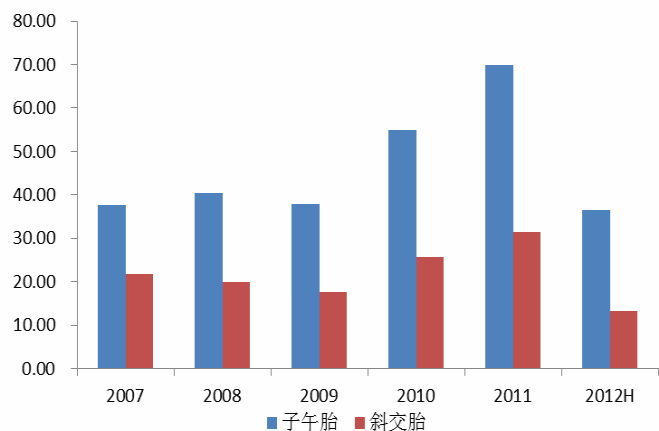


来源：中橡协会，国金证券研究所

- **公司销售以配套、出口为主，下游客户稳定。**与国内行业普遍走替换胎、低端出口的销售方式不同，公司专注于内销配套胎和出口，下游客户主要

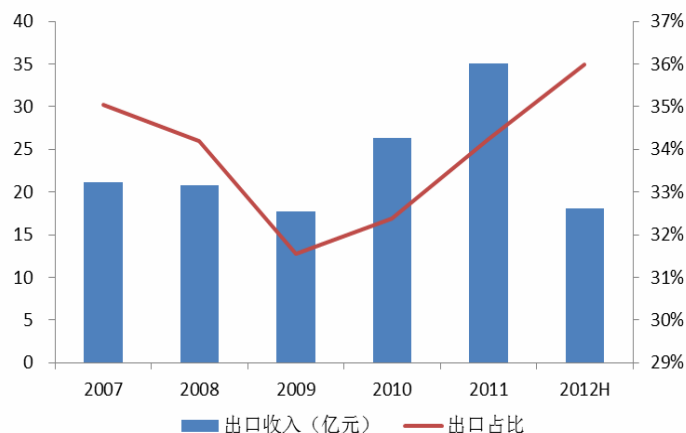
为东风、二汽，每年需求稳定，而出口基本上全部为公司自主品牌的全钢载重子午胎。

图表3：公司历年子午、斜交胎收入（亿元）



来源：国金证券研究所

图表4：公司历年出口收入占比

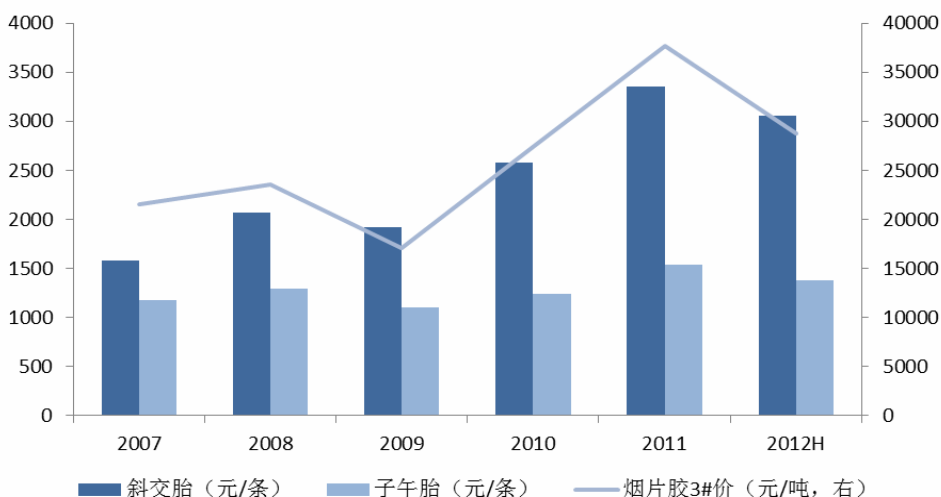


- 半钢胎产能刚起步，年末开工率有望达到 80%，成为新增长点。公司去年 500 万套半钢胎产能性能先进，部分指标达到欧盟双 B 级。去年开始少量生产，开工率逐步提升，有望在下半年达到 80% 的开工率。由于公司半钢胎投放时间尚不长，在型号拓展及下游客户认知度上尚需要推广，因此半钢胎有望在 2014 年前后成为公司业绩的增长点。

公司产品价格走势强于胶价，天胶价格下跌打开盈利空间

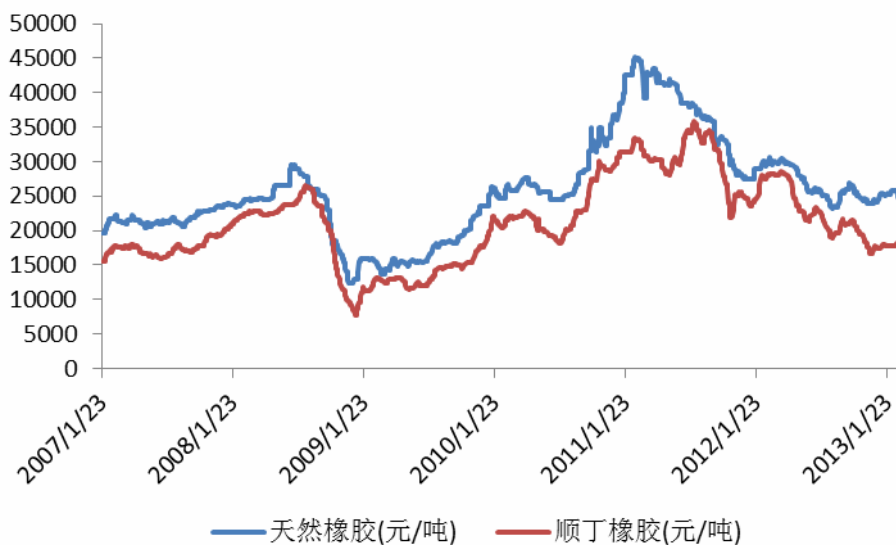
- 公司轮胎价格走势总体与胶价一致。2010、2011 年价格连续上涨。在前期的深度报告中，我们多次提到，天胶与合成胶占轮胎成本 60% 左右，是影响国内轮胎企业盈利能力的决定性因素，因此胶价下跌将对公司盈利有明显提升。下文我们将从轮胎价格与公司毛利率两方面分析胶价变化对公司的影响。首先，从年度数据看，公司产品价格调价跟随胶价，轮胎售价的总体趋势与天胶一致。

图表5：风神股份轮胎与天然橡胶年度均价走势



来源：化工在线，公司公告，中橡协会，国金证券研究所

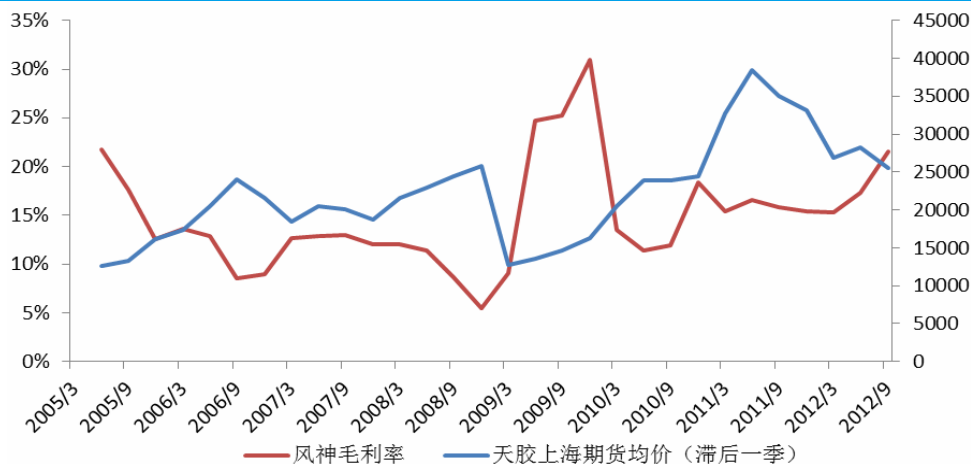
图表6: 天然橡胶和合成橡胶 07 年以来走势



来源: 化工在线, 国金证券研究所

- 公司产品调价相对天胶有一个季度的滞后期。我们将公司整体毛利率与天胶季度均价的滞后一期做了一个比较。结合公司产品价格图和胶价-毛利率图可见，2009 年之前胶价平稳，产品价格波动亦较小，毛利率和胶价滞后一期反向波动特征明显。2009 年的“四万亿”经济刺激计划迅速增加了市场对载重胎和工程胎的需求，综合低迷胶价，公司毛利率迅速攀升。2010 年开始，固定资产投资增速下滑，全国轮胎产能逐渐释放，过剩开始显现，风神毛利率恢复到 15% 左右的水平，但胶价的上涨已能通过产品配方的优化、规模效应的体现、特别是产品价格的大幅调涨，将成本压力充分消化。

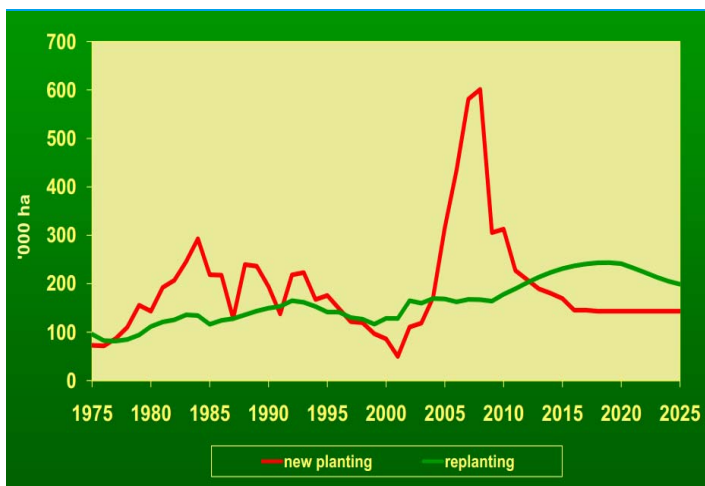
图表7: 胶价对公司毛利率变动有一个季度的传导期



来源: 国金证券研究所

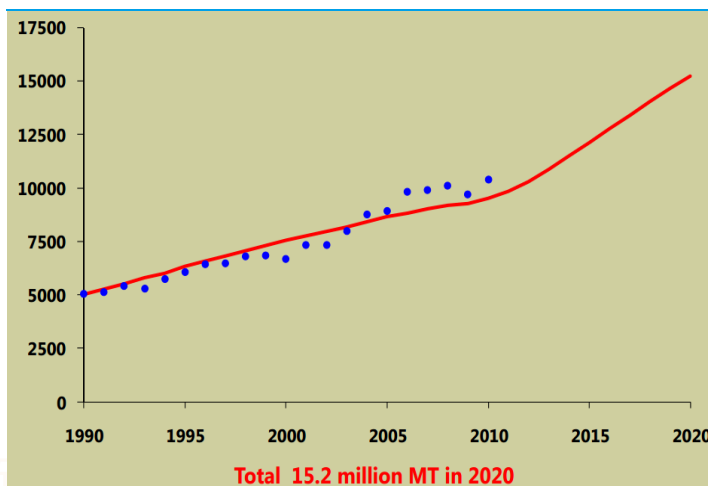
- 我们认为胶价三年内将维持低位，轮胎成本有效降低。在前期报告《全球胶树产能扩张，减轻下游成本压力》中，我们提出的“2005 年东南亚新种植的大量胶树在 2012 年进入生产期，使得天胶进入产能过剩”的逻辑得到了验证。2 月下旬，泰国宣布收储中止也打击了市场对天胶价格反弹的信心。我们维持前期观点，即三年内天胶产能过剩的趋势不会改变，轮胎业成本将维持低位。

图表8: 亚洲 11 国胶树新种面积在 2005 年前后暴增



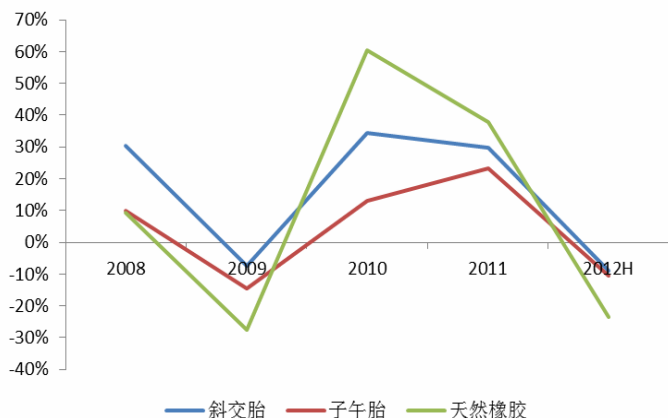
来源: IRSG 2011

图表9: 全球天胶产量自 2012 年起面临向上拐点



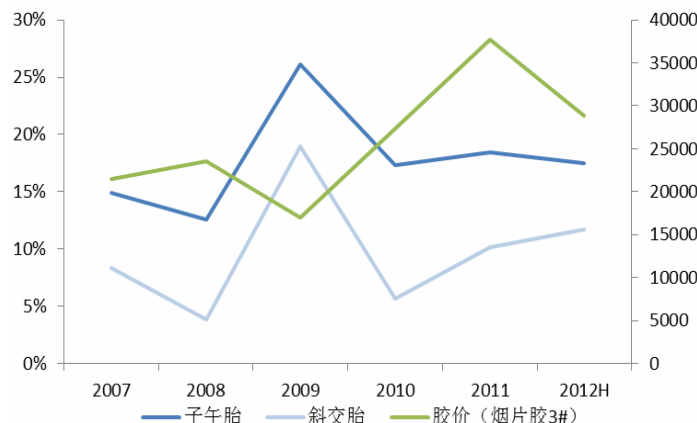
- 预计 2013 年全年公司毛利率小幅提升。公司轮胎均价在 2010、2011 年大幅上涨，消化了天胶涨价的成本，体现了公司的议价能力，使得公司产品的毛利率得以保持稳定。2012 年，天胶价格的逐步下滑对公司形成的利好，已在公司三季报中的毛利率中体现。2012 年四季度天胶保持低位，以及 2013 年 4 月各国开胶期的陆续到来对胶价的进一步压低，将使得公司 2013 年经营状况好转，但公司产品售价亦会受到下游客户的压力。预计 2013 年公司毛利率小幅提升 1%~2%。

图表10: 公司轮胎售价与胶价年度涨跌幅



来源: 国金证券研究所

图表11: 公司历年子午、斜交胎毛利率与胶价



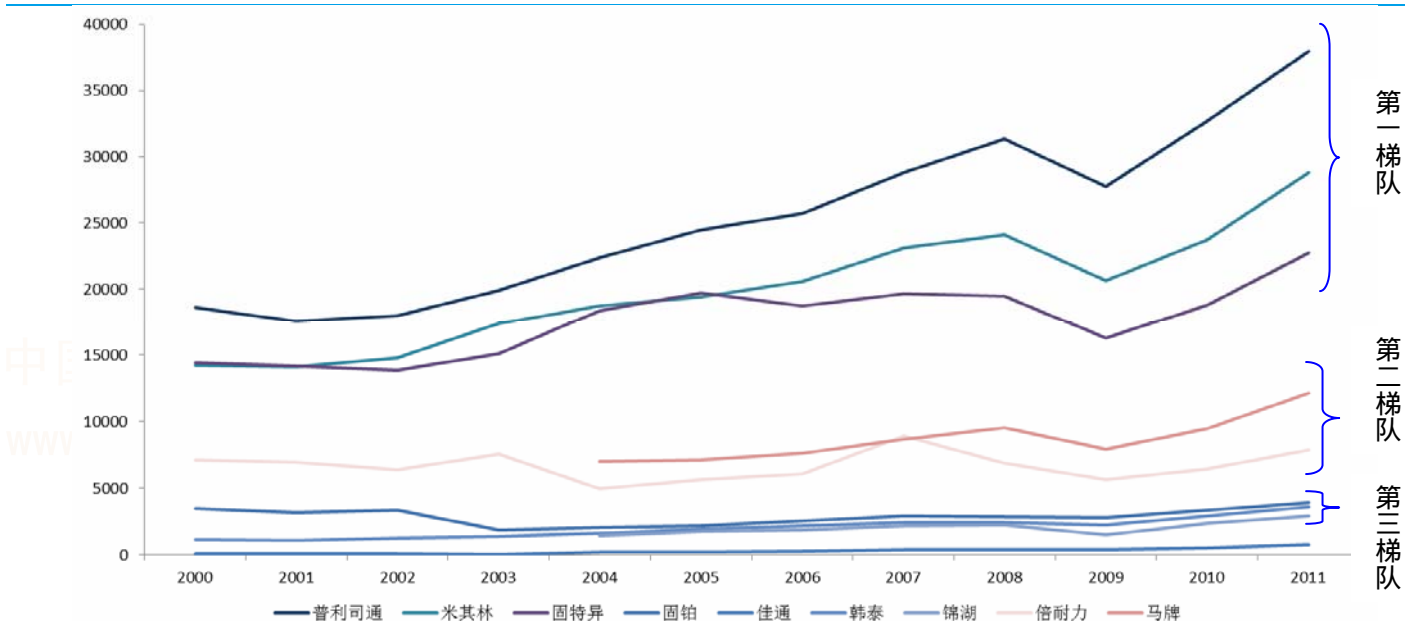
专注于自主品牌轮胎的配套、出口，公司议价力有望缓步提升

三巨头领先优势松动，全球轮胎业走向战国期

- 全球轮胎业发展至今，三大梯队的市场层次已较为明显。从 2011 年全球各大轮胎企业的销售收入看，超过 200 亿美元的普利司通、米其林和固特异数十年来牢牢把握了全球轮胎行业的领先地位，形成了行业第一梯队；马牌、倍耐力、住友、横滨这四家年销售收入在 50~150 亿美元之间的企业形成了第二梯队；年销售收入在 30~50 亿美元的大型轮胎企业包含韩泰、正新、固铂、锦湖以及新近入榜的杭州中策，形成了全球轮胎业的第三梯队。中国上市轮胎企业，风神、佳通（外资）、赛轮、双星、双钱、

黔轮胎、黄海，当前年收入均低于 30 亿美元，尚未取得进入第三梯队的资格，其余大型轮胎企业，如三角、玲珑等，除杭州中策排入第三梯队末尾，亦在第三梯队之外。

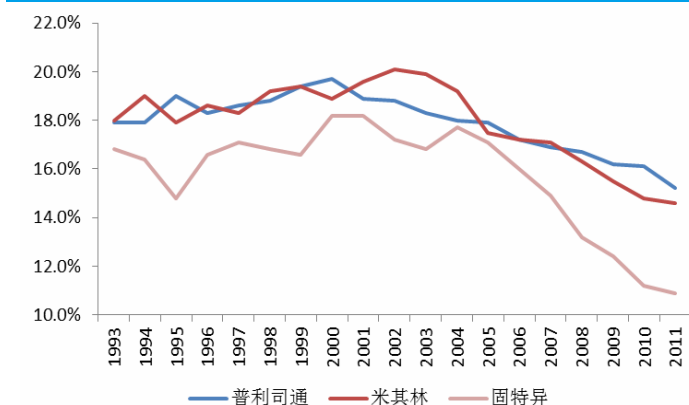
图表12：全球轮胎企业十年来收入发展趋势(百万美元)



来源：Bloomberg，国金证券研究所

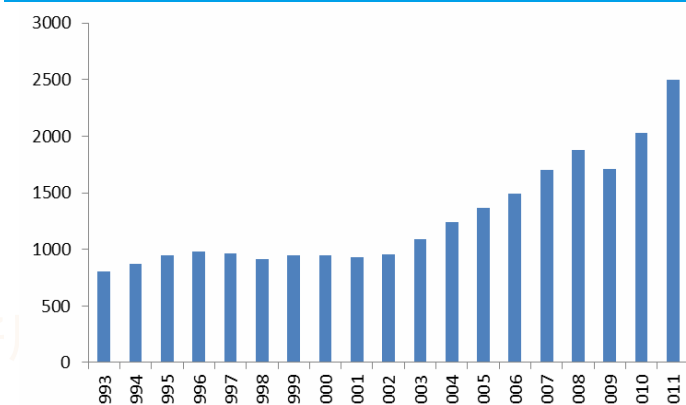
- 全球轮胎市场总值保持高速增长，第一梯队增速相对较慢。全球轮胎市场除 09 年遭遇经济危机阻击外，20 年来保持了不断的高速增长，据我们测算，2010、2011 年的全球轮胎市场总值增速分别为 18%和 23%。与此同时，第一梯队普利司通、米其林和固特异全球销售收入的平均增速为 16%和 20%，分别慢于全球增速 2%和 3%。事实上，进入 21 世纪以来，虽然销售额排名牢不可破，但三巨头的增速均低于行业整体水平，造成了第一梯队份额的持续下滑，总份额从 2004 年的 54.1%下降到了 2011 年的 40.7%，下降了 13.4%；第二、第三梯队的份额有所扩张，从 2004 年的 23.7%上升到了 29.9%，增加了 6.2%；第三梯队以外的轮胎企业增长最为明显，从 22.2%增长到了 29.4%，增加了 7.2%。

图表13：三巨头市场份额不断下滑



来源：普利司通，国金证券研究所

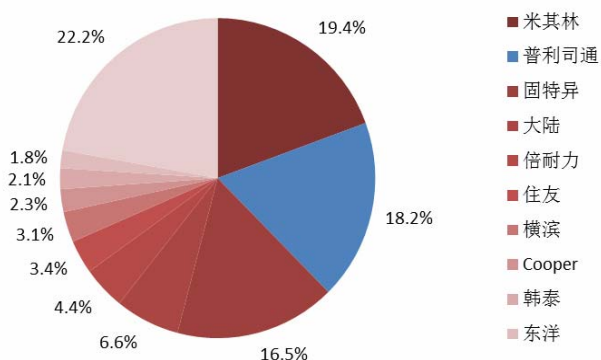
图表14：全球轮胎市场增长(亿美元)



- 第三梯队以外的企业市场份额正在迅速发展，中国占一半以上。根据中橡协会轮胎分会统计的数据，2012 年我国轮胎业 31 家重点内资企业的销售收入合计约为 235 亿美元。按 2012 年全球轮胎市场增长 20%，第三梯队外企业份额 30%计算，我国内资轮胎企业的总收入约占全球第三梯队以外

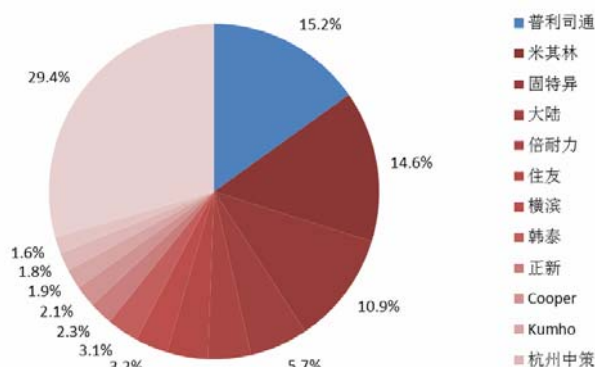
总市场的三分之一。实际上，若算上未进入协会统计的众多中小产能，假设其总收入为协会统计企业的一半以上，则该比例将超过二分之一。

图表15: 2004 年全球轮胎市场份额



来源：普利司通，国金证券研究所

图表16: 2011 年全球轮胎市场份额

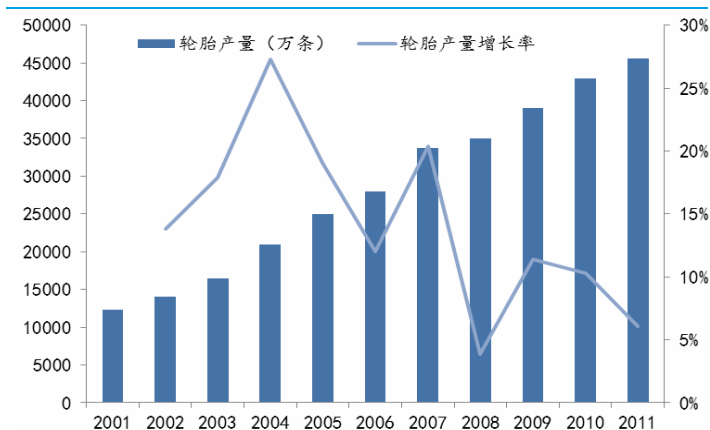


风神专注于配套和自主品牌外销，盈利能力优于国内同行

- 我国轮胎定位于替换和出口市场，毛利率长期受压制。我国企业基本都定位于替换和低端出口市场，两者合计占总需求的 80%，缺乏品牌和渠道，虽然轮胎产量较高，但已过了增速高峰期。以 2011 年中橡协会统计的重点轮胎企业生产条数分类，全钢胎占 24%，半钢胎占 62%，斜交胎占 13%。从下游需求看，出口比例、替换需求比例均为 40%左右，盈利能力强的配套胎仅占 20%，这使我国轮胎行业的盈利能力长期受压制。

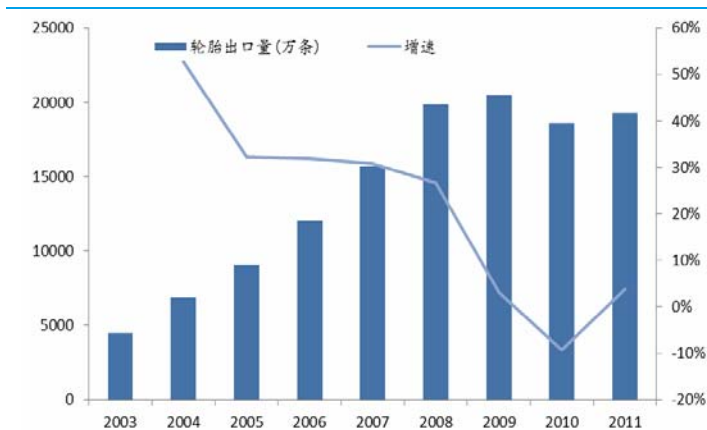
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表17: 我国轮胎产量及增长率

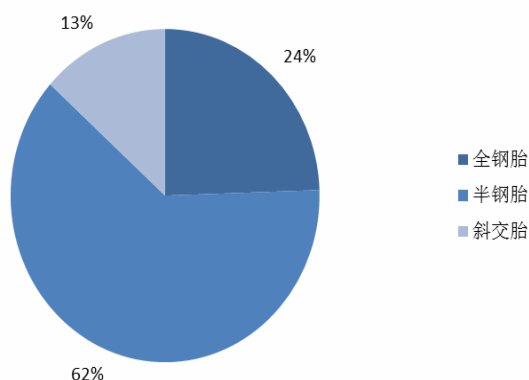


来源: 中橡协会, 国金证券研究所

图表18: 我国轮胎出口量及增长率

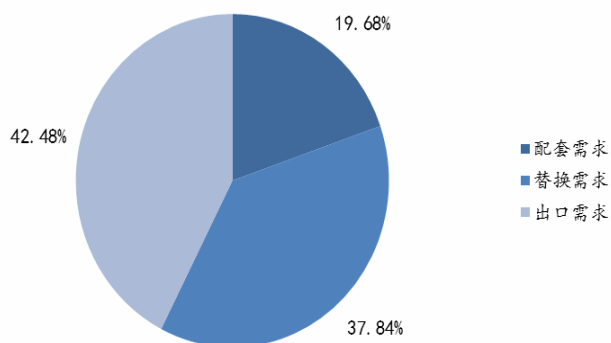


图表19: 2011 我国轮胎产量分类别比例 (按数量)



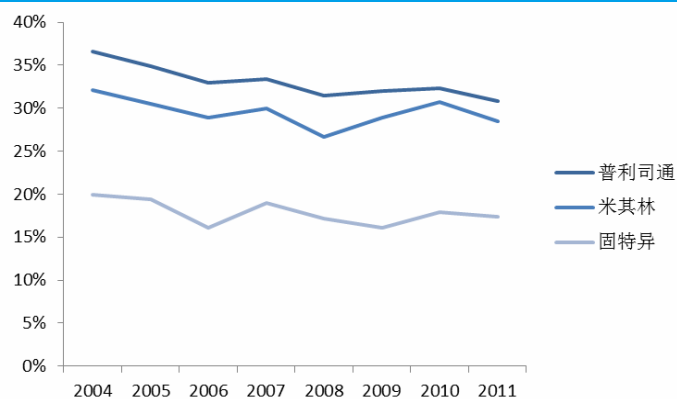
来源: 中橡协会, 国金证券研究所

图表20: 2012 年我国轮胎需求分布



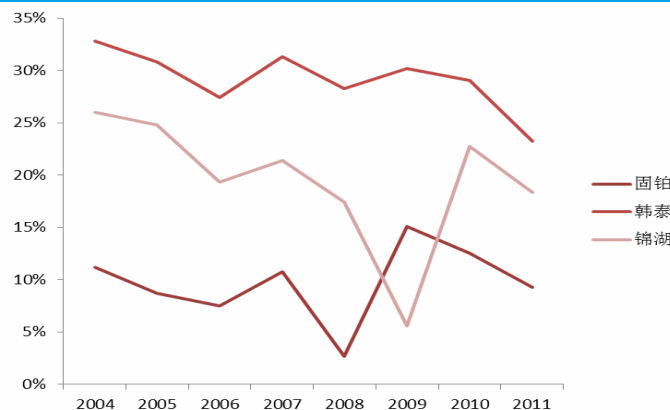
- 毛利率与产业地位成正比, 我国轮胎业全球最低。由于品牌、技术、渠道和全球化的优势, 全球第一梯队企业毛利率最高, 且保持平稳, 普利司通的毛利率在 30%~35%之间, 米其林毛利率在 30%上下, 固特异在 15%~20%之间。第三梯队中, 韩泰毛利率最高, 但在 2011 年下滑到了 23%, 锦湖、固铂的毛利率波动程度较大, 但基本上锦湖在 20%附近, 固铂在 10%附近。我国胎企毛利率普遍在 15%上下, 与第一梯队相差较远, 也弱于大部分第三梯队企业。

图表21: 第一梯队企业毛利率走势



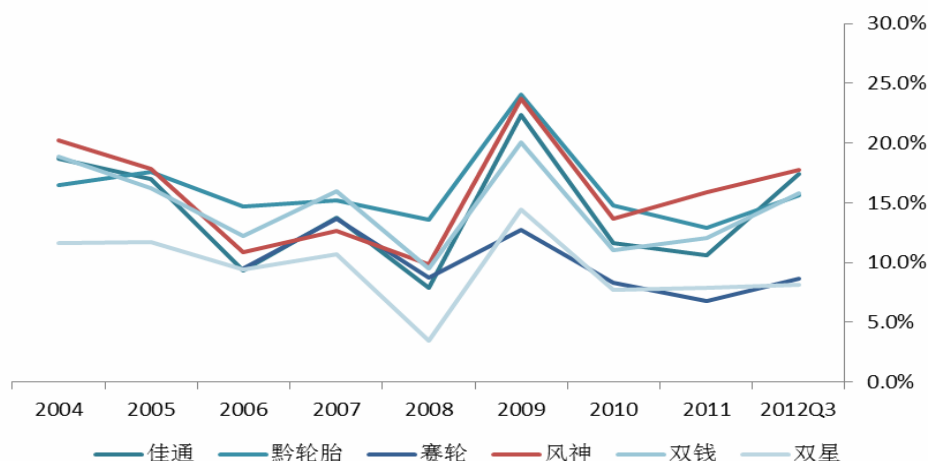
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表22: 第三梯队企业毛利率走势



- **风神定位清晰，以配套胎为主，毛利率领先于同行。**公司凭借深厚的历史积淀，长期与多家汽车企业保持良好的合作关系，避开了近年来行业新增产能大打价格战的锋芒，盈利能力明显优于同行企业。公司内销以配套胎为主，多次被东风汽车股份有限公司、柳州东风汽车有限公司和美国 TBC 公司评为最佳供应商和优秀供方。配套胎依赖于双方长期、稳定的合作关系，公司针对不同的下游配套厂商都制定了不同的定价策略，并成立了专门的小组进行天胶的采购管理。同时，这种稳定的关系也使得公司在替换胎市场广泛发展时，仍需将产能向原有客户倾斜，力保配套客户的稳定供应。
- **公司在品牌方面也卓有建树，成为公司高毛利率的基础。**凭借悠久的历史、过硬的质量和广泛的宣传，风神品牌被评为全国十大轮胎民族品牌，被中国消费者基金会评为消费者喜爱的知名品牌，风神商标被认定为中国驰名商标。2011 年，公司再次荣获东风商用车公司最佳供应商、柳工优秀供应商，巩固了战略合作伙伴关系，扩大了合作领域。2009 至 2011 年是胶价连续上涨的两年，胎企的内销毛利率普遍大幅下滑 10% 左右，高毛利企业受冲击尤其明显。然而，公司毛利率下滑幅度明显小于同行，并于 2011 年起在上市胎企中保持第一名。

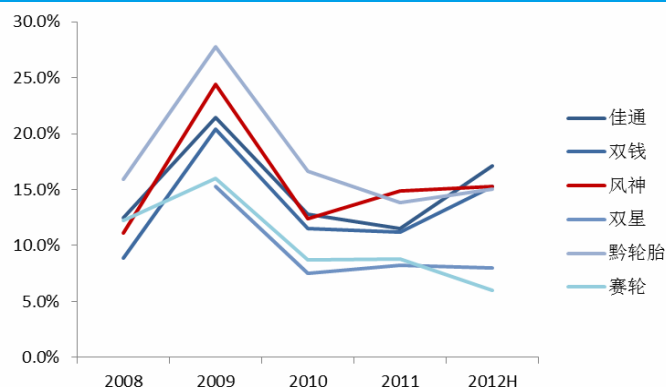
图表23：我国上市轮胎企业毛利率



来源：同花顺，国金证券研究所

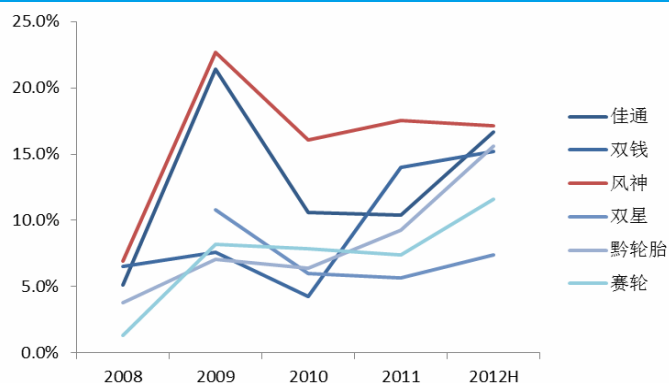
- **公司坚持以自主品牌出口，具备高出口毛利率优势。**公司出口产品几乎全部是自有品牌的全钢载重子午胎，贴牌出售的仅为少量高端产品，目的在于检验公司的技术水平，向一、二线品牌质量试水。凭借“风神”品牌的多年积累，公司的历史出口毛利率远高于同行业，并优于外资企业佳通。

图表24：上市胎企内销毛利率，风神2011逆市上行



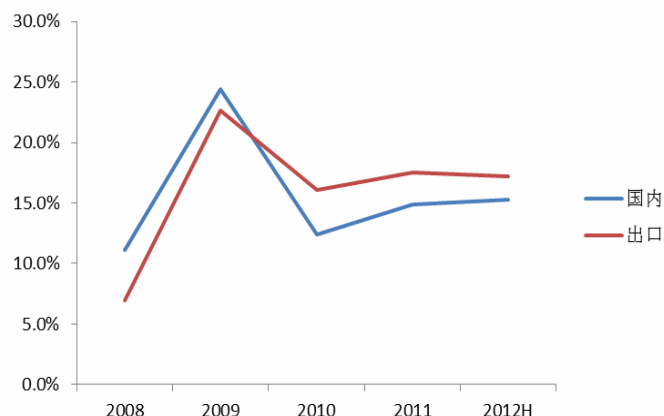
来源：同花顺，国金证券研究所

图表25：上市轮企出口毛利率，风神排名第一



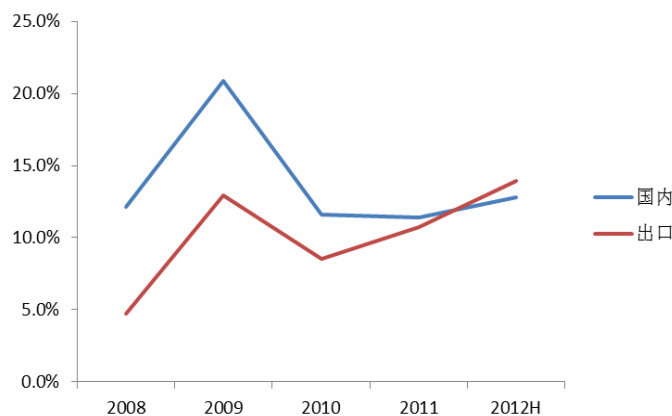
■ 公司出口毛利率常年高于内销，领先于行业水平。从行业经验来看，出口胎的毛利率一直低于配套胎。近期行业出口与内销的差距逐渐减小，且在2012年中报，6家轮胎上市公司的平均出口毛利率超越了内销，达到13.9%，表明我国轮胎业的地位正在缓慢地提升。从公司的角度看，出口毛利率2010年以来一直高于国内，表明公司的品牌和质量得到了欧美的广泛认可。

图表26：风神股份国内外销售毛利率



来源：同花顺，国金证券研究所

图表27：6家轮胎上市公司平均毛利率



新增半钢胎产能将有力推动公司发展

■ 公司半钢胎开工率将逐步提升。公司现有500套半钢胎产能，于2011年生产出第一条轮胎，并在2012年开始少量生产。公司所生产的半钢胎质量先进，在欧洲检验后的多项指标达到国际先进水平。但由于公司初涉半钢胎业务，其型号范围、生产经验、和工人熟练度都在不断改进过程中，我们预计下半年开工率有望达到80%。公司半钢胎将陆续获得下游配套厂商认可，为公司业绩构成实质性贡献。

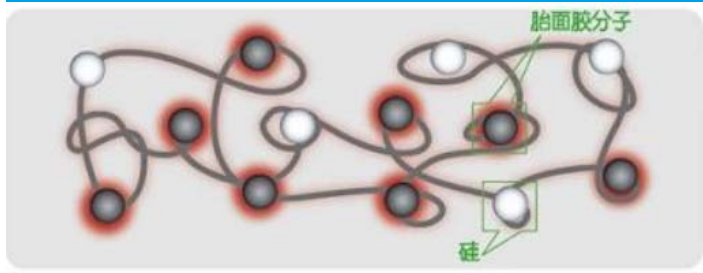
全球轮胎标签化趋势下，公司全绿色产能市场份额增强

绿色化、标签化是全球行业发展趋势

■ 绿色轮胎生产环保、可翻新、降物耗。绿色轮胎是指应用新材质和设计以减小滚动阻力，进而降低汽车油耗和废气排放的子午线轮胎。一方面，汽

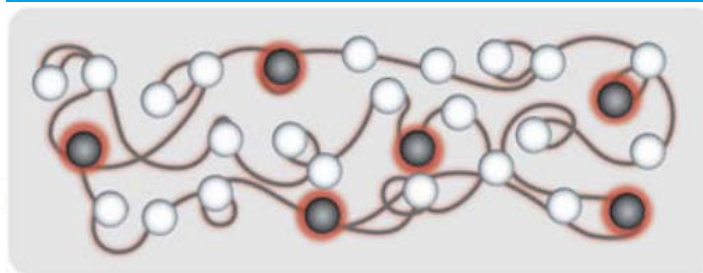
车行驶中，约 20%的汽油被轮胎滚动阻力所消耗。使用添加硅成分的绿色轮胎，可以减少胎面胶分子之间的能量消耗，在不降低轮胎抓地力和稳定性的前提下，达到省油的目的。另一方面，一条绿色轮胎可翻新 1 至 2 次，翻新后的绿色轮胎相当于新轮胎 60%至 90%的使用寿命，经过多次翻新总寿命可延长 1 至 2 倍，并节约天胶使用量。此外，推广绿色无内胎轮胎还可有效减少二氧化碳排放量，对解决雾霾天气起到积极作用。我国现行产品的环保法规滞后，没有对应用推广绿色轮胎出台强制性法规，这是造成环境污染的原因之一。

图表28：传统胎面胶分子排列示意图



来源：网易专题，国金证券研究所

图表29：绿色胎面胶分子排列示意图



图表30：绿色轮胎寿命、滚动阻力显著优于传统轮胎



来源：普利司通，国金证券研究所

图表31：绿色轮胎可节油 3%~5%



- 绿色轮胎理念经欧盟标签法强制执行，分为 2012、2015、2018 三个阶段，我国 50%轮胎达不到第二阶段要求。欧盟去年 11 月开始执行的轮胎标签化法案 EC1222/2009，即是绿色轮胎理念在法规层面上的强制推动。根据燃油消耗和湿滑路面抓地力，欧盟将轮胎分为 A~G 七个等级：A 代表性能最高，G 代表性能最差，另外还对轮胎的噪音排放进行分级。标签法实施总共分为三个阶段，分别是 2012 年、2015 年和 2018 年，低于 D 级的轮胎，在第二阶段将被禁入欧盟市场。据分析，中国生产 36%轮胎达不到第一阶段标准，50%达不到第二阶段要求。

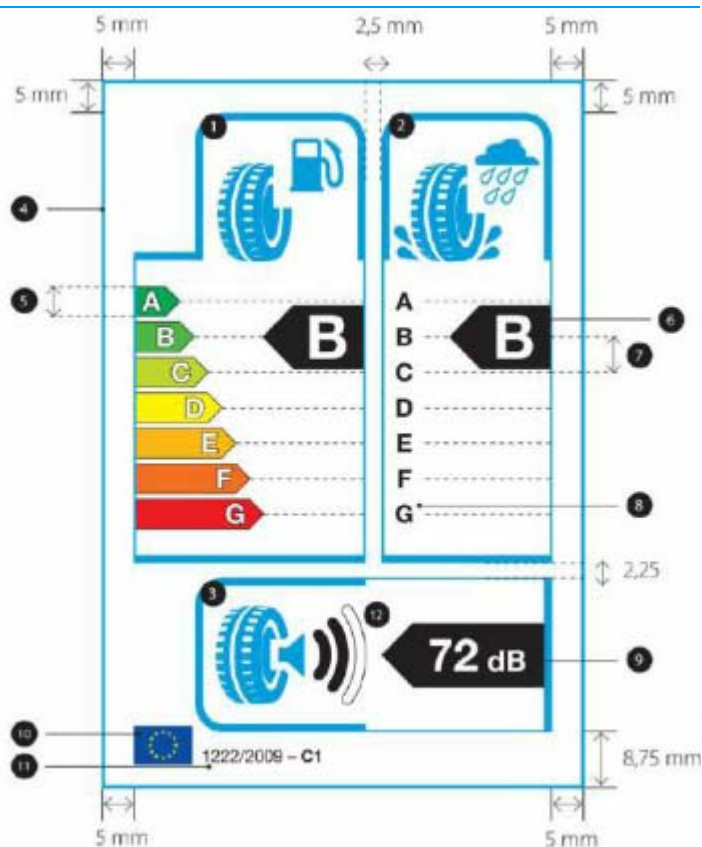
图表32：欧盟部分胎型的标签推进时间表

轮胎类型	型式批准类型	实施时间						
		2012-11-1	2013-11-1	2014-11-1	2016-11-1	2017-11-1	2018-11-1	2020-11-1
C1	新申请轮胎	湿地抓着力 RR（第一阶段） 噪声			RR（第二阶段）			
	新申请车辆		湿地抓着力 RR（第一阶段） 噪声			RR（第二阶段）		
	现存轮胎			湿地抓着力 RR（第一阶段）	噪声		RR（第二阶段）	
C2	新申请轮胎	RR（第一阶段） 噪声			RR（第二阶段）			
	新申请车辆		RR（第一阶段） 噪声			RR（第二阶段）		
	现存轮胎			RR（第一阶段）	噪声		RR（第二阶段）	
C3	新申请轮胎	RR（第一阶段） 噪声			RR（第二阶段）			
	新申请车辆		RR（第一阶段） 噪声			RR（第二阶段）		
	现存轮胎				RR（第一阶段） 噪声			RR（第二阶段）

注：RR 滚动阻力

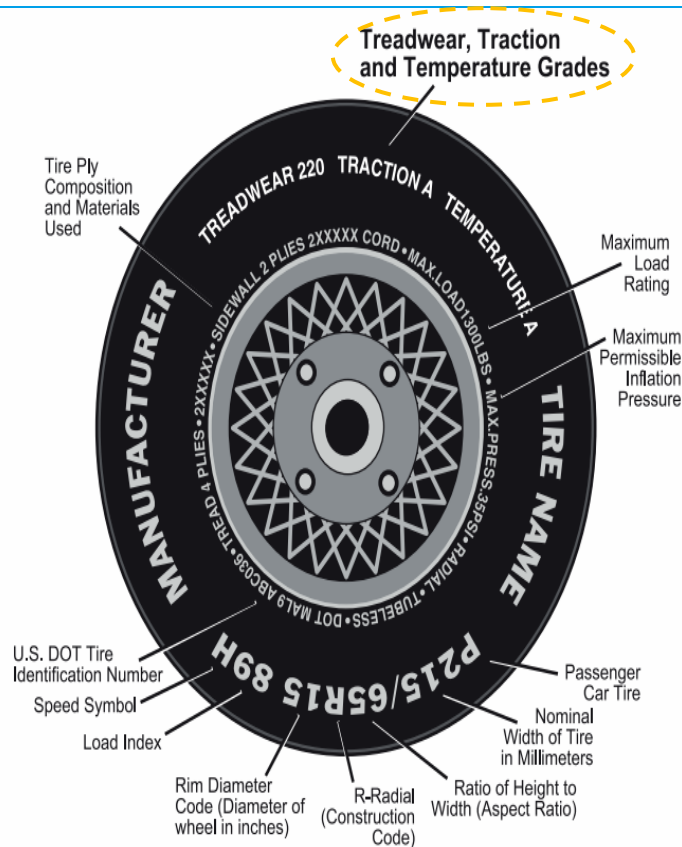
来源：国金证券研究所

图表33：欧盟轮胎标签样本



来源：双钱轮胎，NHTSA，国金证券研究所

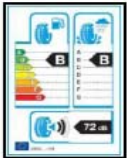



图表34：2011 美国乘用车胎样本（图中部分为标签）



- 其他国家标签法已相继出台，绿色轮胎是全球趋势。其他国家轮胎标签法也已陆续实施。韩国的新轮胎标签中，轮胎的滚动阻力和湿滑路面抓地力将被分为 1~5 五个等级，日本的轮胎标签也将主要标示轮胎的滚动阻力和

湿滑路面抓地力等级。美国国家高速公路交通安全管理局（NHSTA）对乘用车胎的磨损率、湿地抓着力和耐热性实行强制标签；加州 2010 年起强制实施 Smartway 认证；2012 年 7 月，美国环境保护署（EPA）为 8 类拖车使用的翻新轮胎建立了验证程序，使用获得 EPA 认证的翻新轮胎的车辆，将符合低滚动阻力轮胎 CARB 法规的相关要求。中国实施轮胎标签已是大势所趋。

图表35：全球轮胎实施标签法案是大趋势

	EU	US	Japan	South Korea	China	Mexico	Brazil
Tire Labeling Performance Attributes							
TRACTION (Wet Grip)	Nov 2012	Pending (Earliest Q1'13)	Jan 2012	Jan 2012 (Estimated)	Expect regulatory action in 2 to 3 years		
FUEL ECONOMY (Cost of Ownership)	Nov 2012	Pending (Earliest Q1'13)	Jan 2012	Jan 2012 (Estimated)			
TREADLIFE (Cost of Ownership)	2020 (Estimated)	Pending (Earliest Q1'13)	None Expected	Expected to follow Japan			

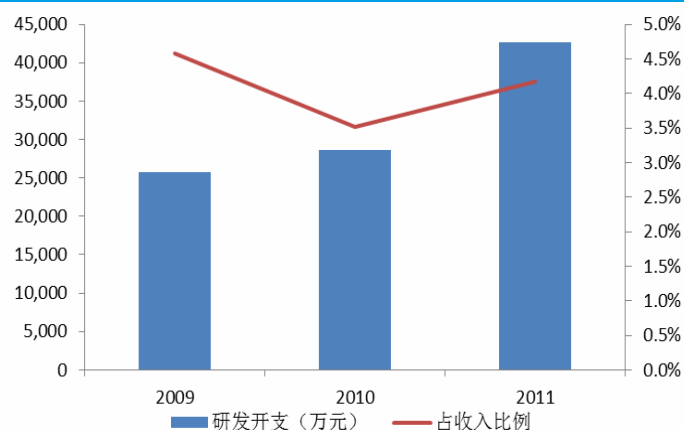
来源：双钱轮胎，国金证券研究所

公司实现全绿色生产，出口市场份额增强

- 公司率先实现全绿色轮胎生产，“十二五”末我国有望推出标签法规，显著利好公司。公司在国内率先使用环保芳烃油，于 2011 年实现了子午胎的全部绿色化，其意识已超前于市场。若国家追随日韩步伐，开始推动轮胎标签和强制认证，将有力打击劣质中小产能，对公司形成显著利好。2012 年 3 月的中国橡胶年会上，中橡协会长范仁德表示，中国轮胎行业已就推动绿色轮胎产业化发展达成了共识，中橡协将制定符合国情的绿色轮胎产业化法规，争取到“十二五”末，实现有半数企业可以生产绿色轮胎，其中又有 50% 的企业，其绿色轮胎的产量超过普通子午胎产量的目标。
- 持续研发投入、取得多项认证，公司海外市场份额不断增强。公司先后通过了 ISO9001 质量体系认证、国家轮胎产品强制性（CCC）认证、中国商检（CNAB）认证、美国 DOT 认证、欧盟 ECE 认证、汽车轮胎内胎产品质量认证及 ISO14001 环境管理体系认证、职业安全健康管理体系认证、巴西 INMETRO 产品认证、ISO/TS 16949 质量体系认证等。成为国内同行业屈指可数的通过多项认证的企业之一。

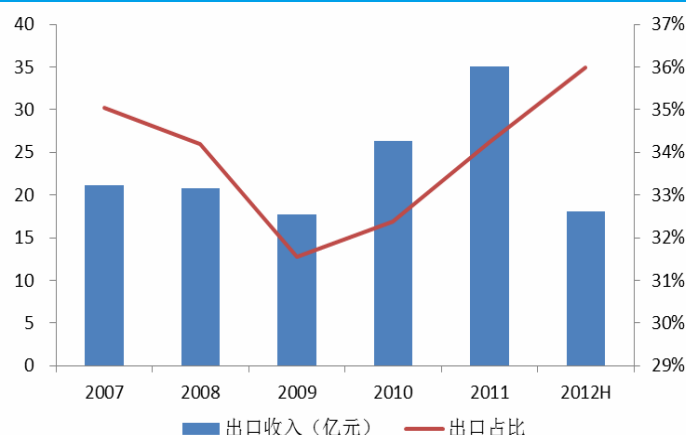
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表36：公司历年研发投入及占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表37：公司出口收入迅速增长，2012H创历史新高



- **公司通过 TLCM 系统、A380 项目不断打造高端品牌。**公司在国内轮胎行业率先推出具有国际先进水平并取得计算机著作权保护的轮胎全寿命管理系统（简称“TLCM”）。TLCM 系统填补了国内空白，具有自主知识产权，该系统实现了对轮胎产品质量从设计、制造、销售到终端客户的全过程追溯和监控，使风神成为国内轮胎行业首家对轮胎进行全过程管理监控的企业，在国际轮胎行业也具有领先地位。公司在 2010 年启动的 A380 项目，推出核动力等高端子品牌，对提升公司产品形象和盈利能力具有长期推动作用。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

盈利预测与估值

- 公司 EPS 对股价波动的弹性较大。我们测算，股价在 2012 年均价 26700 元/吨基础上每下降 1000 元/吨，理论上可提升公司 EPS0.28 元/股。

图表38：公司 EPS 对股价弹性测算

	股价						
	-3000	-2000	-1000	26700 元/吨	+1000	+2000	+3000
EPS 变化	+0.83	+0.55	+0.28	0.00	-0.28	-0.55	-0.83

来源：国金证券研究所

- 预计公司 2012~2014 年收入 88.8、85.0、85.1 亿元，归属于母公司净利润 2.8、3.7 和 5.0 亿元，EPS0.73、0.99 和 1.32 元/股。

图表39：销售预测表

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
子午胎						
销售收入（百万元）	3,792.01	5,489.56	6,985.97	6,532.00	6,716.00	7,010.00
增长率（YOY）		44.77%	27.26%	-6.50%	2.82%	4.38%
毛利率	26.14%	17.28%	18.44%	19.50%	21.00%	22.50%
斜交胎						
销售收入（百万元）	1,770.51	2,569.09	3,149.62	2,350.00	1,782.00	1,498.00
增长率（YOY）		45.10%	22.60%	-25.39%	-24.17%	-15.94%
毛利率	18.96%	5.69%	10.13%	11.20%	12.00%	13.00%
销售总收入（百万元）	5622.52	8121.85	10229.51	8882.00	8498.00	8508.00
平均毛利率	23.75%	13.65%	15.85%	17.30%	19.11%	20.83%

来源：国金证券研究所

- 行业内其他上市公司为黔轮胎 A、青岛双星、S 佳通、双钱股份、赛轮股份。根据上述公司市场一致 EPS 预期及估值，给予风神股份 2013 年 14 倍 PE，目标价 13.9 元，买入评级。

图表40：可比上市公司市场一致 EPS 预期及估值

股票代码	公司名称	3月11日股价	EPS			PE		
			2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E
000589.SZ	黔轮胎A	5.04	0.20	0.27	0.30	25	19	17
000599.SZ	青岛双星	3.60	0.07	0.09	0.08	51	40	45
600182.SH	S佳通	9.78	0.23	0.53	0.60	43	18	16
600623.SH	双钱股份	8.85	0.20	0.32	0.30	44	28	30
601058.SH	赛轮股份	9.40	0.32	0.48	0.66	29	20	14

来源：同花顺，国金证券研究所

风险提示

- 国际市场反倾销加剧
- 宏观经济下滑，需求不达预期

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	5,623	8,122	10,230	8,882	8,498	8,508
增长率		44.5%	26.0%	-13.2%	-4.3%	0.1%
主营业务成本	-4,287	-7,013	-8,608	-7,345	-6,874	-6,736
%销售收入	76.2%	86.4%	84.1%	82.7%	80.9%	79.2%
毛利	1,336	1,108	1,622	1,537	1,624	1,772
%销售收入	23.8%	13.6%	15.9%	17.3%	19.1%	20.8%
营业税金及附加	-69	-100	-128	-133	-127	-128
%销售收入	1.2%	1.2%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	-233	-283	-287	-311	-297	-298
%销售收入	4.2%	3.5%	2.8%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用	-473	-412	-624	-568	-544	-545
%销售收入	8.4%	5.1%	6.1%	6.4%	6.4%	6.4%
息税前利润 (EBIT)	560	314	582	524	655	802
%销售收入	10.0%	3.9%	5.7%	5.9%	7.7%	9.4%
财务费用	-192	-142	-299	-204	-218	-218
%销售收入	3.4%	1.8%	2.9%	2.3%	2.6%	2.6%
资产减值损失	-22	-9	-22	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	346	163	262	320	437	584
营业利润率	6.2%	2.0%	2.6%	3.6%	5.1%	6.9%
营业外收支	4	18	10	3	0	0
税前利润	351	181	272	323	437	584
利润率	6.2%	2.2%	2.7%	3.6%	5.1%	6.9%
所得税	-41	-28	-39	-49	-66	-88
所得税率	11.8%	15.8%	14.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	309	152	233	275	372	496
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	309	152	233	275	372	496
净利率	5.5%	1.9%	2.3%	3.1%	4.4%	5.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	310	153	234	275	372	496
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	248	269	295	265	299	344
非经营收益	185	154	195	247	232	234
营运资金变动	-409	-394	-395	-215	-59	-2
经营活动现金净流	334	183	329	572	845	1,072
资本开支	-278	-259	-419	-522	-669	-680
投资	0	0	0	2	0	0
其他	1	0	1	0	0	0
投资活动现金净流	-277	-259	-418	-520	-669	-680
股权募资	0	0	35	0	0	0
债权募资	132	220	598	101	139	-91
其他	-334	-266	-267	-218	-232	-234
筹资活动现金净流	-202	-46	367	-117	-94	-324
现金净流量	-146	-122	277	-65	82	68

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	535	366	715	650	732	800
应收款项	824	1,427	1,261	1,521	1,572	1,573
存货	862	1,178	1,129	1,006	942	923
其他流动资产	119	276	414	369	346	339
流动资产	2,339	3,247	3,519	3,546	3,591	3,635
%总资产	42.8%	50.2%	50.4%	49.0%	47.0%	45.3%
长期投资	23	46	34	32	31	31
固定资产	2,944	2,977	3,229	3,641	4,015	4,351
%总资产	53.9%	46.1%	46.2%	50.3%	52.5%	54.2%
无形资产	69	102	109	12	8	8
非流动资产	3,122	3,215	3,464	3,687	4,057	4,392
%总资产	57.2%	49.8%	49.6%	51.0%	53.0%	54.7%
资产总计	5,462	6,462	6,983	7,233	7,647	8,027
短期借款	1,165	2,123	1,704	1,875	2,014	1,922
应付款项	1,287	1,939	1,585	1,480	1,387	1,361
其他流动负债	51	91	82	63	60	59
流动负债	2,504	4,153	3,371	3,418	3,461	3,343
长期贷款	1,188	421	1,508	1,508	1,508	1,509
其他长期负债	95	77	71	0	0	0
负债	3,786	4,652	4,951	4,926	4,969	4,852
普通股股东权益	1,676	1,811	1,997	2,272	2,644	3,140
少数股东权益	0	0	35	35	35	35
负债股东权益合计	5,462	6,462	6,983	7,233	7,647	8,027

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.825	0.406	0.622	0.733	0.992	1.324
每股净资产	4.469	4.829	5.326	6.059	7.051	8.375
每股经营现金净流	0.890	0.488	0.877	1.526	2.253	2.860
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	18.45%	8.40%	11.67%	12.10%	14.07%	15.81%
总资产收益率	5.66%	2.35%	3.34%	3.80%	4.86%	6.19%
投入资本收益率	12.27%	6.07%	9.52%	7.83%	8.99%	10.32%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.76%	44.45%	25.95%	-13.17%	-4.32%	0.12%
EBIT增长率	209.70%	-43.98%	85.50%	-9.95%	24.99%	22.37%
净利润增长率	N/A	-50.78%	53.15%	17.94%	35.28%	33.51%
总资产增长率	10.67%	18.32%	8.05%	3.58%	5.73%	4.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.7	16.8	14.5	25.0	30.0	30.0
存货周转天数	71.8	53.1	48.9	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	62.1	47.4	44.5	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	187.7	127.5	95.3	124.7	143.8	155.1
偿债能力						
净负债/股东权益	108.50%	120.28%	122.92%	118.48%	104.14%	82.87%
EBIT利息保障倍数	2.9	2.2	1.9	2.6	3.0	3.7
资产负债率	69.32%	71.98%	70.90%	68.11%	64.97%	60.44%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	3	3	5
增持	0	0	0	0	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.00	1.38

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net