

风神股份 (600469.SH) 橡胶行业

评级: 买入 维持评级

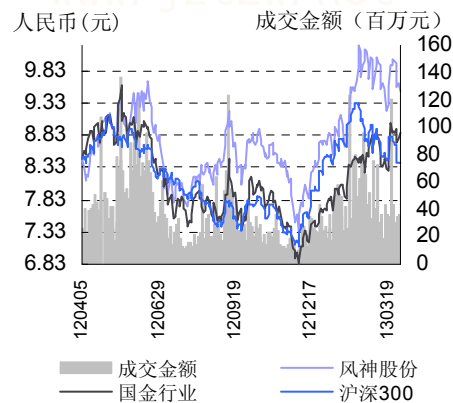
业绩点评

市价 (人民币): 9.51 元
目标 (人民币): 14.00 元

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) 35.66
年内股价最高最低(元) 10.23/7.34
沪深 300 指数 2493.19
上证指数 2234.40



相关报告

1.《品牌清晰、弹性较大的绿色全钢胎龙头》，2013.3.12

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

公司基本情况 (人民币)

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.622	0.724	0.992	1.320	1.594
每股净资产(元)	5.33	5.96	6.95	7.85	9.45
每股经营性现金流(元)	0.88	1.87	1.61	2.42	2.89
市盈率(倍)	12.24	12.08	9.58	7.20	5.97
行业优化市盈率(倍)	33.26	47.73	64.60	64.60	64.60
净利润增长率(%)	53.15%	16.50%	37.01%	33.07%	20.71%
净资产收益率(%)	11.67%	12.16%	14.28%	16.82%	16.87%
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

业绩简评

■ 公司 4 月 1 日晚发布 2012 年年报。2012 年公司实现营业收入 90.2 亿元, 同比下降 11.8%; 营业利润 3.1 亿元, 同比增长 19.2%; EPS0.73 元/股, 增长 16.7%。公司业绩符合我们预期。

经营分析

- 配套市场疲弱、产品售价降低致使公司收入下滑, 13 年将重返增长轨道: 公司产品以全钢胎为主, 由于主要配套对象重卡及工程机械(起重机、挖掘机、装载机) 2012 年销量负增长, 致使公司配套订单下滑, 从分类看, 斜交胎下滑尤为严重, 全年销售收入同比下降 30%至 21.9 亿元。下游需求的萎缩也迫使公司产品售价下调, 构成公司收入下降的另一大原因, 然而, 随着公司年产 500 万套半钢胎产能开工率逐渐上升, 全年收入将重返增长轨道。公司在年报中表示, 2013 年计划实现销售收入 103 亿元, 相当于 2011 年水平。
- 未受年末胶价反弹制约, 公司 Q4 整体毛利率维持 22%: 2012 年 9 至 12 月天胶价格走出一波反弹, 上海期货价在 9 月初跌破 2.2 万元/吨后连续上涨至年底约 2.6 万元/吨, 涨幅近 20%, 季度均价相应从 Q3 的 2.28 万元/吨涨至 Q4 的 2.47 万元/吨, 为公司成本带来一定压力。然而, 公司 Q4 盈利表现良好, 整体毛利率与 Q3 持平, 维持在 2010 年以来的最高点 22%。考虑半钢胎负毛利率的因素, 公司的实际盈利能力应更强。展望今年胶价走势, 虽然自 2 月起胶价大幅下滑, 且 4 月交割期到来将进一步压制胶价, 但 Q1 均价 2.51 万元/吨仍较高。因此, 我们预计公司 Q1 业绩难有超预期增长, Q2、Q3 毛利率有望明显改善。
- 半钢胎产能释放, 绿色轮胎优势都将成为公司 13 年增长点: 公司半钢胎产能仍处于达产过程中, 逐步调试后的开工率有望在下半年达到 80%, 有效分散了公司客户在重卡、工程机械领域过度集中的风险。轮胎标签化、节能化是全球趋势, 若我国在 2013 年加快行业规范步伐, 公司全绿色子午胎产能将率先受益。

投资建议

- 预测公司 13~15 年 EPS 预测为 0.99、1.32、1.59 元/股, 维持买入评级, 目标价 14 元。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	8,122	10,230	9,023	10,280	10,900	11,400
增长率		26.0%	-11.8%	13.9%	6.0%	4.6%
主营业务成本	-7,013	-8,608	-7,334	-8,375	-8,688	-8,970
%销售收入	86.4%	84.1%	81.3%	81.5%	79.7%	78.7%
毛利	1,108	1,622	1,689	1,905	2,213	2,430
%销售收入	13.6%	15.9%	18.7%	18.5%	20.3%	21.3%
营业税金及附加	-100	-128	-92	-154	-164	-171
%销售收入	1.2%	1.3%	1.0%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	-283	-287	-465	-514	-567	-616
%销售收入	3.5%	2.8%	5.2%	5.0%	5.2%	5.4%
管理费用	-412	-624	-514	-658	-698	-730
%销售收入	5.1%	6.1%	5.7%	6.4%	6.4%	6.4%
息税前利润 (EBIT)	314	582	618	579	785	914
%销售收入	3.9%	5.7%	6.8%	5.6%	7.2%	8.0%
财务费用	-142	-299	-228	-144	-202	-211
%销售收入	1.8%	2.9%	2.5%	1.4%	1.9%	1.8%
资产减值损失	-9	-22	-78	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	163	262	312	435	582	703
营业利润率	2.0%	2.6%	3.5%	4.2%	5.3%	6.2%
营业外收支	18	10	10	3	0	0
税前利润	181	272	322	438	582	703
利润率	2.2%	2.7%	3.6%	4.3%	5.3%	6.2%
所得税	-28	-39	-51	-66	-87	-105
所得税率	15.8%	14.3%	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	152	233	271	372	495	598
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	152	233	272	372	495	598
净利率	1.9%	2.3%	3.0%	3.6%	4.5%	5.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	153	234	273	372	495	598
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	269	295	371	321	370	431
非经营收益	154	195	199	200	217	227
营运资金变动	-394	-395	-143	-290	-175	-171
经营活动现金净流	183	329	700	603	907	1,084
资本开支	-259	-419	-193	-694	-769	-780
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	1	1	0	0	0
投资活动现金净流	-259	-418	-192	-695	-769	-780
股权募资	0	35	0	0	-157	0
债权募资	220	598	-327	363	317	-9
其他	-266	-267	-262	-156	-217	-227
筹资活动现金净流	-46	367	-589	207	-56	-236
现金净流量	-122	277	-81	115	82	68

资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	366	715	535	650	732	800
应收款项	1,427	1,261	1,634	1,452	1,648	1,838
存货	1,178	1,129	825	1,147	1,190	1,229
其他流动资产	276	414	252	421	436	451
流动资产	3,247	3,519	3,246	3,670	4,007	4,317
%总资产	50.2%	50.4%	46.6%	47.6%	47.4%	47.4%
长期投资	46	34	46	47	46	46
固定资产	2,977	3,229	3,480	3,986	4,389	4,739
%总资产	46.1%	46.2%	50.0%	51.7%	51.9%	52.0%
无形资产	102	109	92	12	8	8
非流动资产	3,215	3,464	3,719	4,046	4,445	4,795
%总资产	49.8%	49.6%	53.4%	52.4%	52.6%	52.6%
资产总计	6,462	6,983	6,965	7,716	8,452	9,112
短期借款	2,123	1,704	1,628	2,057	2,374	2,364
应付款项	1,939	1,585	1,888	1,955	2,032	2,101
其他流动负债	91	82	122	73	76	79
流动负债	4,153	3,371	3,638	4,085	4,482	4,544
长期贷款	421	1,508	1,024	1,024	1,024	1,025
其他长期负债	77	71	67	0	0	0
负债	4,652	4,951	4,729	5,109	5,506	5,568
普通股股东权益	1,811	1,997	2,234	2,606	2,944	3,542
少数股东权益	0	35	2	2	2	2
负债股东权益合计	6,462	6,983	6,965	7,716	8,452	9,112

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.406	0.622	0.728	0.992	1.320	1.594
每股净资产	4.829	5.326	5.958	6.950	7.852	9.446
每股经营现金净流	0.488	0.877	1.867	1.608	2.419	2.891
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	8.40%	11.67%	12.16%	14.28%	16.82%	16.87%
总资产收益率	2.35%	3.34%	3.90%	4.82%	5.86%	6.56%
投入资本收益率	6.07%	9.52%	10.64%	8.65%	10.51%	11.20%
增长率						
主营业务收入增长率	44.45%	25.95%	-11.79%	13.93%	6.03%	4.59%
EBIT增长率	-43.98%	85.50%	6.04%	-6.27%	35.56%	16.47%
净利润增长率	-50.78%	53.15%	16.50%	37.01%	33.07%	20.71%
总资产增长率	18.32%	8.05%	-0.26%	10.79%	9.54%	7.81%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.8	14.5	29.1	25.0	25.0	25.0
存货周转天数	53.1	48.9	48.6	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	47.4	44.5	53.7	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	127.5	95.3	117.9	117.9	122.7	126.3
偿债能力						
净负债/股东权益	120.28%	122.92%	94.68%	93.21%	90.50%	73.05%
EBIT利息保障倍数	2.2	1.9	2.7	4.0	3.9	4.3
资产负债率	71.98%	70.90%	67.90%	66.20%	65.14%	61.11%

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	4	4	6
增持	0	0	0	0	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.00	1.30

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2013-03-12	买入	9.55	13.90 ~ 13.90

来源：国金证券研究所

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



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