

风神股份(600469.SH) 橡胶行业

评级：买入 维持评级

公司点评

刘波

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

周思捷

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

国有股权划转利好公司发展

事件公告

- 公司5月18日发布公告，根据中国化工集团公司战略部署，由中国化工橡胶有限公司负责橡胶轮胎业务，中国昊华化工集团股份有限公司拟将所持5964万股公司股权划转至中国橡胶。划转完成后，中国橡胶所持公司股权比例将上升至42.58%。

www.jztzw.net

评论

- 本次划转是09年双方协议延续：中化集团核心企业有中国昊华、中国蓝星、中国橡胶、中国化工装备、中国农化、中国化工油气开发中心等，核心业务除橡胶加工外，还涵盖化工原料、新材料、农化等多个领域。本次股权转出方中国昊华以基础化学品，烧碱、PVC等为主导产业，于2007年获风神股权。转入方中国橡胶则为原化工部直接管理的五大公司之一，2004年划归中化集团管理，下属轮胎企业除公司外，还包括双喜、桂林、黄海。09年双方即协议划转全部股权，但由于公司增发锁定限制，使得剩余5964万股尚未划转。本次执行，客观上使得中化集团旗下企业的战略定位更加明晰，股权上的进一步集中也提升了中国橡胶加大投入的动力，对公司经营的改善带来长期利好。
- 风神同业竞争问题的解决有望加速：公告同时表示，中国橡胶将“尽快落实对中国化工橡胶轮胎类相关经营性资产进行清理和规整工作；按照相关法律法规和上市公司监管的规定和解决同业竞争的相关要求，依法定程序将相关轮胎类资产进行整合。”这意味着，自加入中化集团以来即困扰公司的同业竞争问题，近期有望加速解决。我们认为，公司有望成为中国橡胶整合旗下轮胎业务的平台，整体实力将大幅提升。
- 期待海南农垦持有中国橡胶50%股权：2012年11月，公司曾公告中化集团与海南农垦签订协议，将转让中国橡胶50%股权。海南农垦是海南橡胶的大股东，与中化集团在中国橡胶上的股权合作将为公司带来原材料保证。当前天胶价格已触底，青岛保税区橡胶库存也出现下降迹象，一旦海南农垦入股中国橡胶成功，将为公司在橡胶价格上涨周期中掌握原料优势奠定基础。

投资建议

- 维持前期预测，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。

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)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	
主营业务收入	8,122	10,230	9,023	10,280	10,900	11,400		货币资金	366	715	535	650	732	800
增长率	26.0%	-11.8%	13.9%	6.0%	4.6%		应收款项	1,427	1,261	1,634	1,452	1,648	1,838	
主营业务成本	-7,013	-8,608	-7,334	-8,375	-8,688	-8,970	存货	1,178	1,129	825	1,147	1,190	1,229	
%销售收入	86.4%	84.1%	81.3%	81.5%	79.7%	78.7%	其他流动资产	276	414	252	421	436	451	
毛利	1,108	1,622	1,689	1,905	2,213	2,430	流动资产	3,247	3,519	3,246	3,670	4,007	4,317	
%销售收入	13.6%	15.9%	18.7%	18.5%	20.3%	21.3%	%总资产	50.2%	50.4%	46.6%	47.6%	47.4%	47.4%	
营业税金及附加	-100	-128	-92	-154	-164	-171	长期投资	46	34	46	47	46	46	
%销售收入	1.2%	1.3%	1.0%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	2,977	3,229	3,480	3,986	4,389	4,739	
营业费用	-283	-287	-465	-514	-567	-616	%总资产	46.1%	46.2%	50.0%	51.7%	51.9%	52.0%	
%销售收入	3.5%	2.8%	5.2%	5.0%	5.2%	5.4%	无形资产	102	109	92	12	8	8	
管理费用	-412	-624	-514	-658	-698	-730	非流动资产	3,215	3,464	3,719	4,046	4,445	4,795	
%销售收入	5.1%	6.1%	5.7%	6.4%	6.4%	6.4%	%总资产	49.8%	49.6%	53.4%	52.4%	52.6%	52.6%	
息税前利润 (EBIT)	314	582	618	579	785	914	资产总计	6,462	6,983	6,965	7,716	8,452	9,112	
%销售收入	3.9%	5.7%	6.8%	5.6%	7.2%	8.0%	短期借款	2,123	1,704	1,628	2,057	2,374	2,364	
财务费用	-142	-299	-228	-144	-202	-211	应付款项	1,939	1,585	1,888	1,955	2,032	2,101	
%销售收入	1.8%	2.9%	2.5%	1.4%	1.9%	1.8%	其他流动负债	91	82	122	73	76	79	
资产减值损失	-9	-22	-78	0	0	0	流动负债	4,153	3,371	3,638	4,085	4,482	4,544	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	421	1,508	1,024	1,024	1,024	1,025	
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	77	71	67	0	0	0	
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	4,652	4,951	4,729	5,109	5,506	5,568	
营业利润	163	262	312	435	582	703	普通股股东权益	1,811	1,997	2,234	2,606	2,944	3,542	
营业利润率	2.0%	2.6%	3.5%	4.2%	5.3%	6.2%	少数股东权益	0	35	2	2	2	2	
营业外收支	18	10	10	3	0	0	负债股东权益合计	6,462	6,983	6,965	7,716	8,452	9,112	
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)							比率分析							
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	
经营活动现金净流	183	329	700	603	907	1,084	每股指标							
资本开支	-259	-419	-193	-694	-769	-780	每股收益	0.406	0.622	0.728	0.992	1.320	1.594	
投资	0	0	0	-1	0	0	每股净资产	4.829	5.326	5.958	6.950	7.852	9.446	
其他	0	1	1	0	0	0	每股经营现金净流	0.488	0.877	1.867	1.608	2.419	2.891	
投资活动现金净流	-259	-418	-192	-695	-769	-780	每股股利	0.100	0.100	0.100	0.000	0.000	0.000	
股权募资	0	35	0	0	-157	0								
债权募资	220	598	-327	363	317	-9	回报率							
其他	-266	-267	-262	-156	-217	-227	净资产收益率	8.40%	11.67%	12.16%	14.28%	16.82%	16.87%	
筹资活动现金净流	-46	367	-589	207	-56	-236	总资产收益率	2.35%	3.34%	3.90%	4.82%	5.86%	6.56%	
现金净流量	-122	277	-81	115	82	68	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

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
2 2013-04-02	买入	9.29	14.00 ~ 14.00
3 2013-05-01	买入	9.27	14.00 ~ 14.00

来源：国金证券研究所



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net**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形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靠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	北京	深圳
电话：(8621)-61038271	电话：010-6621 6979	电话：0755-33516015
传真：(8621)-61038200	传真：010-6621 6793	传真：0755-33516020
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518026
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	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