



**谨慎
买入**

17% ↑

目标价格: 人民币 9.15

原评级: 买入 原目标价格: 人民币 10.06

600469.CH

价格: 人民币 7.83

目标价格基础: 12 倍 13 年市盈率

板块评级: 中立

风神股份

公司 2 季度毛利率环比提高

2013 年上半年公司实现营业收入 41.52 亿元, 同比下降 17.14%; 归属母公司净利润 1.63 亿元, 同比下降 6.21%; 实现每股收益为 0.44 元。2013 年上半年公司综合毛利率为 19.41%, 同比提高 3.12 个百分点; 同期净利率为 3.93%, 同比提高 0.46 个百分点。风神轮胎是世界轮胎 20 强, 是中国最大的全钢子午线轮胎重点生产企业之一。风神股份是中国化工集团的轮胎资源整合平台, 后续随着 500 万套半钢子午胎逐渐投产, 黄海橡胶、桂林橡胶、中车双喜资产也可能注入上市公司, 风神股份收入规模有望再上一个台阶, 全球排名有望提升到 15 名左右。考虑到估值因素, 我们将目标价下调为 9.15 元, 评级下调为谨慎买入。

支撑评级的要点

- 受天胶等原材料价格下降的影响, 轮胎价格也处于下行通道之中, 轮胎价格下降使得公司 2013 年上半年营业收入同比减少。但由于轮胎价格下跌幅度小于天胶等原材料, 2013 年上半年公司综合毛利率同比提高 3.12 个百分点。
- 2013 年 2 季度公司实现营业收入 21.32 亿元, 环比增加 5.54%; 2013 年 2 季度公司实现净利润 9,561 万元, 环比增加 41.88%; 2013 年 2 季度公司综合毛利率为 21.62%, 环比提高 4.54 个百分点; 2013 年 2 季度公司净利率为 4.48%, 环比提高 1.14 个百分点。

评级面临的主要风险

- 产品原材料价格波动超预期风险。

估值

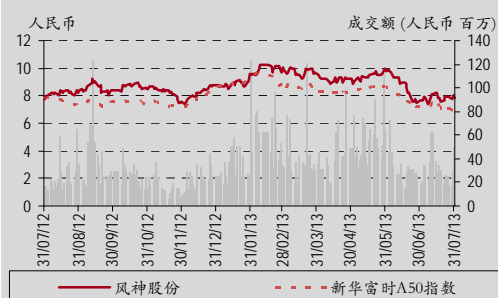
- 我们预计 2013-2015 年公司每股收益分别为 0.76、0.90 和 1.09 元, 基于 2013 年 12 倍的市盈率水平, 目标价由 10.06 元下调为 9.15 元, 评级下调为谨慎买入。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入 (人民币 百万)	10,230	9,023	9,767	10,462	11,171
变动 (%)	26	(12)	8	7	7
净利润 (人民币 百万)	234	273	286	336	410
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.624	0.728	0.762	0.896	1.094
变动 (%)	53.4	16.6	4.7	17.6	22.0
市场预期每股收益 (人民币)			0.883	1.053	1.590
先前预测每股收益 (人民币)			0.838	0.997	1.173
调整幅度 (%)	-	-	(9.1)	(10.1)	(6.7)
核心每股收益 (人民币)	0.624	0.728	0.762	0.896	1.094
变动 (%)	53.4	16.6	4.7	17.6	22.0
全面摊薄市盈率 (倍)	12.5	10.8	10.3	8.7	7.2
核心市盈率 (倍)	12.5	10.8	10.3	8.7	7.2
每股现金流量 (人民币)	0.36	1.03	1.37	1.25	1.98
价格/每股现金流量 (倍)	22.0	7.6	5.7	6.3	3.9
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	5.7	3.6	3.7	3.0	2.3
每股股息 (人民币)	0.000	0.100	0.100	0.100	0.100
股息率 (%)	0.0	1.3	1.3	1.3	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(11)	4	(16)	1
相对新华富时 A50 指数	8	7	(1)	10

发行股数 (百万)	375
流通股 (%)	100
流通股市值 (人民币 百万)	2,936
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	35
净负债比率 (%) (2013E)	31
主要股东 (%)	
中国化工橡胶有限公司	26.67

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2013 年 7 月 31 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 中性

苏文杰

(8610) 6622 9389

wenjje.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511050001

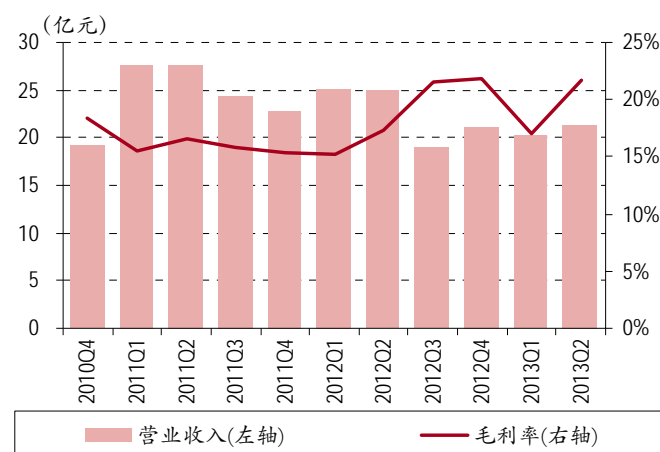
2013 年上半年经营情况分析

2013 年上半年公司实现营业收入 41.52 亿元，同比下降 17.14%；归属母公司净利润 1.63 亿元，同比下降 6.21%；实现每股收益为 0.44 元。2013 年上半年公司综合毛利率为 19.41%，同比提高 3.12 个百分点；同期净利率为 3.93%，同比提高 0.46 个百分点。

受天胶等原材料价格下降的影响，轮胎价格也处于下行通道之中，轮胎价格下降使得公司 2013 年上半年营业收入同比减少。但由于轮胎价格下跌幅度小于天胶等原材料，2013 年上半年公司综合毛利率同比提高 3.12 个百分点。

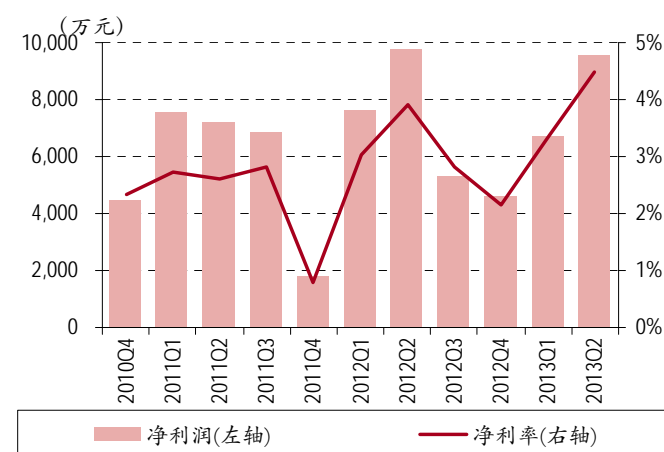
2013 年 2 季度公司实现营业收入 21.32 亿元，环比增加 5.54%；2013 年 2 季度公司实现净利润 9,561 万元，环比增加 41.88%；2013 年 2 季度公司综合毛利率为 21.62%，环比提高 4.54 个百分点；2013 年 2 季度公司净利率为 4.48%，环比提高 1.14 个百分点。

图表 1.分季度收入、毛利率情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

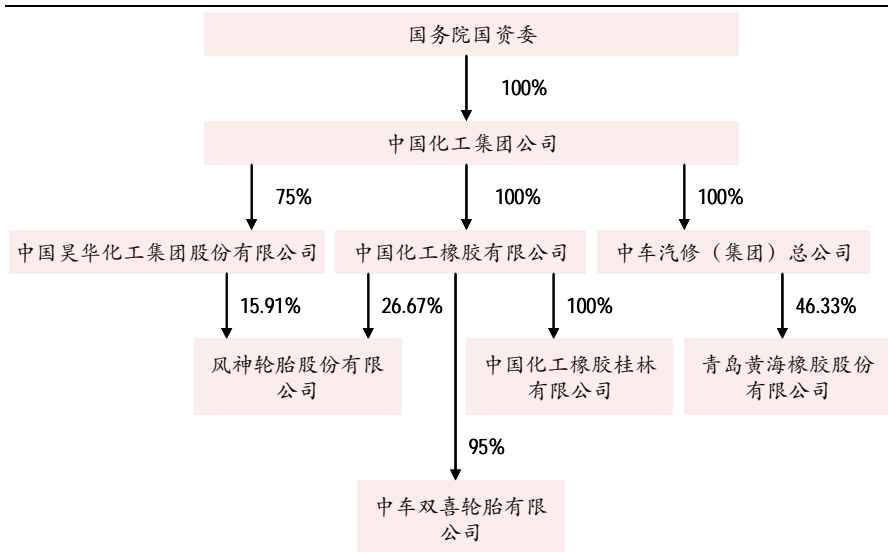
图表 2.分季度净利润、净利率情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

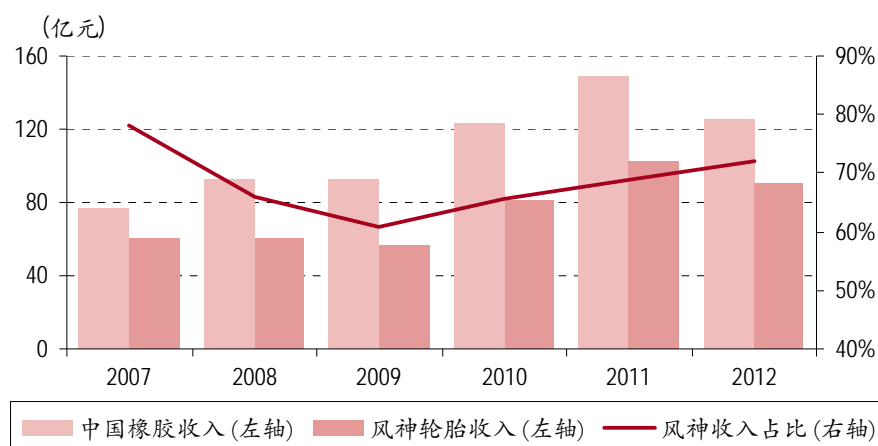
中国化工集团旗下尚有其他轮胎资产，后续有望注入

风神股份的第一大股东是中国化工橡胶有限公司，持股比例为 26.67%，第二大股东是中国昊华化工集团股份有限公司，持股比例为 15.91%。2013 年 6 月 14 日，公司发布《收购报告书》，公告称：中国橡胶和中国昊华都是国务院国资委直属中央企业中国化工集团公司下属子公司。为对中国化工旗下的各主要业务板块进行整合，根据中国化工战略部署，由中国橡胶负责橡胶轮胎业务，本次中国昊华拟将所持的 15.91% 风神股份的股权划转至中国橡胶。划转完成后中国橡胶将持有风神股份 42.57%，巩固第一大股东的地位。

图表 3. 风神股份及控股股东股权结构图


资料来源：中银国际研究

2012 年风神股份实现营业收入 90.2 亿元，中国橡胶实现营业收入 125.3 亿元，风神股份占中国橡胶的营业收入的比例为 72.0%，过去几年风神股份在中国橡胶的收入占比维持在 70%，是中国橡胶的最主要资产。

图表 4. 近几年风神股份与中国橡胶的收入对比情况


资料来源：中银国际研究

中国化工橡胶有限公司所控制的企业中，中国化工橡胶桂林有限公司主要从事斜交载重胎、特种轮胎和工程机械轮胎产品的生产和销售；中车双喜轮胎有限公司主要从事全钢载重子午线轮胎产品的生产和销售。中国化工橡胶桂林有限公司 2012 年轮胎产量为 5 万套，规模小。中车双喜轮胎有限公司全钢载重子午线轮胎 2012 年产量为 162 万套，中车双喜轮胎有限公司的约 60% 产品是为整车生产厂商配套，配套厂商与风神股份的配套厂商不相重叠，而形成互补效应。

公司在公告中表示：中国橡胶将以风神股份作为整合平台，按照相关法律法规和中国证监会关于解决同业竞争的相关要求，在相关轮胎企业或资产具备进入上市公司条件时，在国家政策允许的范围内、经相关主管部门和单位批准后，依照法定程序确定选择定向增发、吸收合并、现金购买等方式将该等轮胎资产通过有效途径注入上市公司。

另外，青岛黄海橡胶股份有限公司的实际控制人是中车汽修（集团）总公司，中车汽修也是中国化工集团的全资子公司。黄海橡胶前身为曾享誉国内轮胎“四大家族”的青岛第二橡胶厂，至今已有近 80 年的发展历史。2009 年黄海橡胶生产轿车子午线轮胎 183 万套，全钢载重子午胎 71 万套。

2012 年 11 月 9 日，黄海股份发布重大资产出售及发行股份购买资产公告及预案，拟将其目前现有全部资产和负债置换出上市公司。风神股份公告表示：对于中国化工所属的黄海股份置换出的轮胎资产，在国家政策允许的范围内、并经相关主管部门和单位批准的前提下，收购人将积极争取中国化工在该轮胎资产具备进入上市公司条件时，依照法定程序确定通过有效途径注入风神股份。

2011 年风神股份轮胎销售额达到 15.9 亿美元，首次进入全球前 20 强。后续随着 500 万套半钢子午胎逐渐投产，黄海橡胶、桂林橡胶、中车双喜资产也可能注入上市公司，风神股份收入规模有望再上一个台阶，全球排名有望提升到 15 名左右。

公司估值

我们预计公司 2013-2015 年的每股收益分别为 0.76、0.90 和 1.09 元，按照 2013 年 7 月 31 日收盘价 7.83 元计算，对应的动态市盈率分别为 10.3 倍、8.7 倍和 7.2 倍。考虑到公司具备技术领先优势，作为中国化工集团公司旗下轮胎资源的整合平台，后续可能对中国化工橡胶桂林、中车双喜轮胎、黄海股份的轮胎资源进行整合。考虑到公司历史估值情况，我们给予公司 2013 年 12 倍的市盈率水平，目标价下调为 9.15 元，评级下调为 **谨慎买入**。

图表 5.业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年中报	2013 年中报	同比变动(%)
一、营业总收入	5,010.9	4,151.9	(17.1)
营业收入	5,010.9	4,151.9	(17.1)
二、营业总成本	4,809.3	3,950.1	(17.9)
营业成本	4,194.5	3,345.9	(20.2)
营业税金及附加	54.2	44.6	(17.8)
销售费用	176.7	191.6	8.4
管理费用	203.4	226.8	11.5
财务费用	151.7	89.5	(41.0)
资产减值损失	28.8	51.7	79.7
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益	0.0	0.0	
投资净收益	1.5	0.7	(52.1)
汇兑净收益	0.0	0.0	
四、营业利润	203.1	202.5	(0.3)
加：营业外收入	4.6	2.4	(47.7)
减：营业外支出	1.7	0.5	(68.1)
五、利润总额	206.0	204.4	(0.8)
减：所得税	32.2	41.4	28.5
加：未确认的投资损失	0.0	0.0	
六、净利润	173.8	163.0	(6.2)
减：少数股东损益			
归属于母公司所有者的净利润	173.8	163.0	(6.2)
七、每股收益：			
(一) 基本每股收益(元)	0.46	0.44	(6.2)
(二) 稀释每股收益(元)	0.46	0.44	(6.2)
主要指标(%)			
营业利润率	16.3	19.4	
息税前利润率	4.1	4.9	
净利润率	3.5	3.9	

资料来源：公司数据、中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	10,230	9,023	9,767	10,462	11,171
销售成本	(8,608)	(7,334)	(8,103)	(8,646)	(9,208)
经营费用	(780)	(740)	(705)	(750)	(813)
息税折旧前利润	842	949	958	1,065	1,150
折旧及摊销	(260)	(331)	(379)	(411)	(427)
经营利润 (息税前利润)	582	618	579	654	723
净利息收入/(费用)	(299)	(228)	(181)	(197)	(178)
其他收益/(损失)	(11)	(66)	(60)	(60)	(60)
税前利润	273	324	338	398	485
所得税	(39)	(51)	(52)	(62)	(75)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	234	273	286	336	410
核心净利润	234	273	286	336	410
每股收益(人民币)	0.624	0.728	0.762	0.896	1.094
核心每股收益(人民币)	0.624	0.728	0.762	0.896	1.094
每股股息(人民币)	0.000	0.100	0.100	0.100	0.100
收入增长(%)	26	(12)	8	7	7
息税前利润增长(%)	85	6	(6)	13	11
息税折旧前利润增长(%)	52	13	1	11	8
每股收益增长(%)	53	17	5	18	22
核心每股收益增长(%)	53	17	5	18	22

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	273	324	338	398	485
折旧与摊销	260	331	379	411	427
净利息费用	(299)	(228)	(181)	(197)	(178)
运营资本变动	248	140	87	228	93
税金	(39)	(51)	(52)	(62)	(75)
其他经营现金流	(309)	(128)	(58)	(309)	(9)
经营活动产生的现金流	133	388	513	469	744
购买固定资产净值	(424)	(195)	(200)	(200)	(200)
投资减少/增加	0	(11)	0	0	0
其他投资现金流	6	3	0	0	0
投资活动产生的现金流	(418)	(203)	(200)	(200)	(200)
净增权益	35	0	0	0	0
净增债务	598	(327)	900	(200)	(200)
支付股息	0	(37)	(37)	(37)	(37)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	633	(364)	863	(237)	(237)
现金变动	348	(180)	1,175	32	306
期初现金	366	715	535	1,711	1,742
公司自由现金流	(285)	185	313	269	544
权益自由现金流	313	(142)	1,213	69	344

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	715	535	1,711	1,742	2,049
应收帐款	1,672	1,882	1,900	2,034	2,149
库存	1,129	825	1,112	1,097	1,156
其他流动资产	4	4	0	0	0
流动资产总计	3,519	3,246	4,722	4,873	5,354
固定资产	2,671	2,915	3,196	3,045	2,878
无形资产	30	28	28	28	28
其他长期资产	763	775	217	206	212
长期资产总计	3,464	3,719	3,442	3,279	3,118
总资产	6,983	6,965	8,164	8,153	8,472
应付帐款	1,424	1,742	1,813	1,806	2,056
短期债务	1,584	544	844	744	644
其他流动负债	364	1,352	1,352	1,352	1,352
流动负债总计	3,371	3,638	4,009	3,902	4,052
长期借款	1,508	1,024	1,624	1,424	1,224
其他长期负债	71	67	47	47	47
股本	375	375	375	375	375
储备	1,622	1,859	2,107	2,403	2,771
股东权益	1,997	2,234	2,482	2,778	3,146
少数股东权益	35	2	2	2	3
总负债及权益	6,983	6,965	8,164	8,153	8,472
每股帐面价值(人民币)	5.33	5.96	6.62	7.41	8.39
每股有形资产(人民币)	5.25	5.88	6.54	7.33	8.32
每股净负债/(现金)(人民币)	6.34	2.75	2.02	1.13	(0.48)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.2	10.5	9.8	10.2	10.3
息税前利润率(%)	5.7	6.8	5.9	6.3	6.5
税前利润率(%)	2.7	3.6	3.5	3.8	4.3
净利率(%)	2.3	3.0	2.9	3.2	3.7
流动性					
流动比率(倍)	1.0	0.9	1.2	1.2	1.3
利息覆盖率(倍)	2.0	2.7	3.3	3.4	4.2
净权益负债率(%)	117.0	46.2	30.5	15.3	净现金
速动比率(倍)	0.7	0.7	0.9	1.0	1.0
估值					
市盈率(倍)	12.5	10.8	10.3	8.7	7.2
核心业务市盈率	12.5	10.8	10.3	8.7	7.2
目标价对应核心业务市盈率	14.7	12.6	12.0	10.2	8.4
盈率					
市净率(倍)	1.5	1.3	1.2	1.1	0.9
价格/现金流(倍)	22.0	7.6	5.7	6.3	3.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.7	3.6	3.7	3.0	2.3
周转率					
存货周转天数	48.9	48.6	43.6	46.6	44.7
应收帐款周转天数	60.2	71.9	70.7	68.6	68.3
应付帐款周转天数	58.8	64.0	66.4	63.1	63.1
回报率					
股息支付率(%)	0.1	13.7	13.1	11.2	9.1
净资产收益率(%)	12.3	12.9	12.1	12.8	13.8
资产收益率(%)	7.4	7.5	6.5	6.8	7.4
已运用资本收益率(%)	13.6	13.8	13.1	13.1	14.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371