

## 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): 7.98 元

符合预期, 经营正常

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)	29.92
年内股价最高最低(元)	10.13/7.40
沪深 300 指数	2372.05
上证指数	2128.86



## 相关报告

- 《受益胶价下跌,二季度经营有所好转》, 2013.7.31
- 《国有股权划转利好公司发展》, 2013.5.19
- 《收入下滑,期待毛利率提升》, 2013.5.1

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  
zhoujie@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	0.881	0.980	1.107
每股净资产(元)	5.33	5.96	6.84	7.40	8.51
每股经营性现金流(元)	0.88	1.87	1.57	2.19	2.49
市盈率(倍)	12.24	12.08	10.80	9.71	8.59
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%	21.63%	11.24%	12.93%
净资产收益率(%)	11.67%	12.16%	12.88%	13.24%	13.01%
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 10 月 30 日晚发布 2013 年三季报。2013 年 1~6 月公司实现收入 63.9 亿元, 同比下滑 7%; 实现归属于上市公司股东的净利润 2.5 亿元, 同比增长 9%; EPS0.66 元/股, 同比增长 8%。公司同时公告, 拟出资 8 万欧元和 20 万美元, 分别在欧洲、美国设立销售公司, 负责欧洲和北美市场的销售工作。

## 经营分析

- 三季度收入环比略增长, 毛利率下滑: Q3 单季公司实现收入 22.4 亿元, 较 Q2 的 21.3 亿元略有提升; Q3 毛利率 19%, 较 Q2 的 22% 下滑了 3 个百分点; 销售费用 1.3 亿元, 较 Q2 上升 2551 万元。三季度我国全钢胎市场竞争仍较为激烈, 且天然橡胶价格趋稳回升, 使得公司毛利率受到一定挤压。公司采取了加大推广力度, 增加品牌投入的策略, 使得三季度单季销售费用有所上升。虽然短期影响公司业绩, 但长期看, 公司在销售费用上的投入有利于强化公司绿色轮胎的品牌形象, 为长期议价力提升埋下伏笔。
- 半钢胎仍待推广, Q4 经营仍需依赖整体经济的好转: 公司半钢胎项目继续稳步推进, 除已获得东风乘用车的配套订单外, 将来也有望依赖公司的品牌效应获得更多配套订单, 开工率将继续稳步提升。公司主要产品全钢载重、工程胎与经济相关程度较为密切, 四季度若宏观经济保持疲弱, 整个全钢胎市场也难以好转。公司拟投资设立的海外销售子公司, 则有望扩大公司在欧美的市场份额, 增强公司绿色轮胎影响力。
- 同业竞争问题解决仍是公司长期竞争力释放的关键: ST 黄海同日发布公告, 公司重大资产重组获证监会核准。我们在前期报告中曾反复提示, 一旦 ST 黄海重组完毕, 同业竞争问题得到解决, 公司的潜在能力将得到较大释放, 有望获得显著增长。

## 投资建议

- 下调盈利预测, 预计公司 13~15 年 EPS 为 0.88、0.98、1.11 元/股, 维持“买入”评级。

## 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	10,000	10,300	10,700	货币资金	366	715	535	650	732	800
增长率	26.0%	-11.8%	10.8%	3.0%	3.9%		应收款项	1,427	1,261	1,634	1,412	1,558	1,725
主营业务成本	-7,013	-8,608	-7,334	-8,180	-8,313	-8,566	存货	1,178	1,129	825	1,121	1,139	1,173
%销售收入	86.4%	84.1%	81.3%	81.8%	80.7%	80.1%	其他流动资产	276	414	252	411	418	430
毛利	1,108	1,622	1,689	1,820	1,988	2,134	流动资产	3,247	3,519	3,246	3,594	3,846	4,129
%销售收入	13.6%	15.9%	18.7%	18.2%	19.3%	19.9%	%总资产	50.2%	50.4%	46.6%	47.0%	46.4%	46.3%
营业税金及附加	-100	-128	-92	-150	-155	-161	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	-500	-536	-578	%总资产	46.1%	46.2%	50.0%	52.2%	52.9%	53.1%
%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	-640	-659	-685	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%	53.0%	53.6%	53.7%
息税前利润 (EBIT)	314	582	618	530	638	711	<b>资产总计</b>	<b>6,462</b>	<b>6,983</b>	<b>6,965</b>	<b>7,640</b>	<b>8,291</b>	<b>8,924</b>
%销售收入	3.9%	5.7%	6.8%	5.3%	6.2%	6.6%	短期借款	2,123	1,704	1,628	2,071	2,476	2,629
财务费用	-142	-299	-228	-145	-206	-223	应付款项	1,939	1,585	1,888	1,909	1,943	2,004
%销售收入	1.8%	2.9%	2.5%	1.4%	2.0%	2.1%	其他流动负债	91	82	122	71	72	75
资产减值损失	-9	-22	-78	0	0	0	流动负债	4,153	3,371	3,638	4,051	4,491	4,707
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%	<b>负债</b>	<b>4,652</b>	<b>4,951</b>	<b>4,729</b>	<b>5,074</b>	<b>5,515</b>	<b>5,732</b>
营业利润	163	262	312	386	432	488	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,811</b>	<b>1,997</b>	<b>2,234</b>	<b>2,564</b>	<b>2,775</b>	<b>3,189</b>
营业利润率	2.0%	2.6%	3.5%	3.9%	4.2%	4.6%	少数股东权益	0	35	2	2	2	2
营业外收支	18	10	10	3	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,462</b>	<b>6,983</b>	<b>6,965</b>	<b>7,640</b>	<b>8,291</b>	<b>8,924</b>
税前利润	181	272	322	389	432	488							
利润率	2.2%	2.7%	3.6%	3.9%	4.2%	4.6%							
所得税	-28	-39	-51	-58	-65	-73							
所得税率	15.8%	14.3%	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	152	233	271	330	367	415							
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	330	367	415							
净利率	1.9%	2.3%	3.0%	3.3%	3.6%	3.9%							
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
净利润	153	234	273	330	367	415	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.406	0.622	0.728	0.881	0.980	1.107
非现金支出	269	295	371	321	370	431	每股净资产	4.829	5.326	5.958	6.838	7.400	8.506
非经营收益	154	195	199	201	220	239	每股经营现金净流	0.488	0.877	1.867	1.572	2.194	2.488
营运资金变动	-394	-395	-143	-262	-135	-151	每股股利	0.100	0.100	0.100	0.000	0.000	0.000
经营活动现金净流	183	329	700	590	823	933	<b>回报率</b>						
资本开支	-259	-419	-193	-694	-769	-780	净资产收益率	8.40%	11.67%	12.16%	12.88%	13.24%	13.01%
投资	0	0	0	-1	0	0	总资产收益率	2.35%	3.34%	3.90%	4.32%	4.43%	4.65%
其他	0	1	1	0	0	0	投入资本收益率	6.07%	9.52%	10.64%	7.96%	8.64%	8.83%
投资活动现金净流	-259	-418	-192	-695	-769	-780	<b>增长率</b>						
股权募资	0	35	0	0	-157	0	主营业务收入增长率	44.45%	25.95%	-11.79%	10.83%	3.00%	3.88%
债权募资	220	598	-327	377	405	154	EBIT增长率	-43.98%	85.50%	6.04%	-14.16%	20.39%	11.39%
其他	-266	-267	-262	-157	-220	-239	净利润增长率	-50.78%	53.15%	16.50%	21.63%	11.24%	12.93%
筹资活动现金净流	-46	367	-589	220	28	-85	总资产增长率	18.32%	8.05%	-0.26%	9.70%	8.52%	7.63%
现金净流量	-122	277	-81	115	82	68	<b>资产管理能力</b>						
							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	121.2	129.9	134.6
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	120.28%	122.92%	94.68%	95.26%	99.68%	89.42%
							EBIT利息保障倍数	2.2	1.9	2.7	3.7	3.1	3.2
							资产负债率	71.98%	70.90%	67.90%	66.42%	66.51%	64.24%

### 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	0	0	1	5
增持	0	0	0	2	3
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	2.00	1.69

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	9.50	13.90 ~ 13.90
2	2013-04-02	买入	9.26	14.00 ~ 14.00
3	2013-05-01	买入	9.24	14.00 ~ 14.00
4	2013-05-19	买入	9.46	14.00
5	2013-07-31	买入	7.83	N/A

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。

**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认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**

电话: (8621)-61038271  
 传真: (8621)-61038200  
 邮箱: [researchsh@gjzq.com.cn](mailto: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](mailto: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: 0755-83831378  
 传真: 0755-83830558  
 邮箱: [researchsz@gjzq.com.cn](mailto:researchsz@gjzq.com.cn)  
 邮编: 518000  
 地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD