



Research and
Development Center

商用轮胎保持国内前列，央企背景肩负整合使命

——风神股份（600469.sh）首次覆盖报告

2015 年 03 月 20 日

郭荆璞 化工行业首席分析师

李 皓 研究助理

证券研究报告

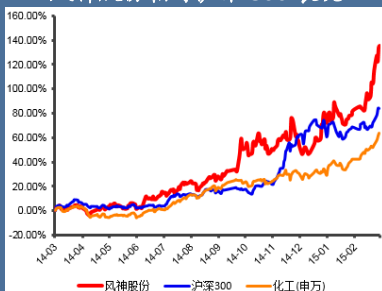
公司研究——首次覆盖

风神股份 (600469.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

风神股份相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2015.03.19)

收盘价(元)	19.55
52周内股价波动区间(元)	12.27-19.71
最近一月涨跌幅(%)	29.38
总股本(亿股)	3.75
流通A股比例(%)	100
总市值(亿元)	73.20

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编：100031

郭荆璞 行业首席分析师
执业编号：S1500510120013
联系电话：+86 10 63081257
邮箱：guojingpu@cindasc.com

李皓 研究助理
联系电话：+86 10 63081119
邮箱：lihao1@cindasc.com

商用轮胎保持国内前列，央企背景肩负整合使命

首次覆盖报告

2015年03月20日

本期内容提要：

- ◆ **轮胎需求仍有强力支撑。** 2005年至2013年我国乘用车产量年复合增长21%，商用车年复合增长11%，汽车保有量接近翻两番，但人均拥有量仍较低，未来还有较大增长空间，会继续带动轮胎需求增长。2005年至2014年公路货运周转量增长6倍，电商兴起刺激物流运输快速发展，也会支撑轮胎需求增长。
- ◆ **原材料价格下跌提升盈利空间。** 2014年天然橡胶均价比2013年下降了33%，合成胶价格也同时下跌，两种橡胶占到总原材料成本的7成。轮胎产品价格2014年相比2013年大约下降了10%。因此，原材料和产成品之间价差扩大，提升了公司毛利水平。
- ◆ **管理创新，精耕细作。** 公司通过品牌建设、质量追踪、提升服务和电商营销等管理措施，变粗放经营为精细管理，向管理要效益。在近3年全行业整体开工率65%-70%的情况下，公司产能利用率一直维持在95%以上，是全行业最高水平，同时毛利率和净利率也逐年上升。
- ◆ **央企背景肩负整合使命。** 公司的实际控制人中国化工集团公司旗下尚有另外三家轮胎企业，为解决同业竞争问题，承诺在2017年底前提出以风神股份为平台整合其余三家轮胎企业的方案。同时存在中国化工集团公司通过国际并购、内外协同改善公司的可能。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预计公司2014-2016年营业收入分别达到80.01、83.16、92.17亿元，同比增长-6.29%、3.93%、10.84%，归属母公司股东的净利润分别为3.74、4.80、6.04亿元，同比增长19.41%、28.44%、25.78%，2014-2016年EPS分别达到1.00元、1.28元和1.61元，对应2015年3月19日收盘价（19.55元/股）的动态PE分别为20倍、15倍和12倍。按照DCF估值方法给出的绝对估值为21.77元/股，参考公司2015年3月19日收盘价19.55元，首次覆盖给予“增持”评级。
- ◆ **风险因素：** 原材料价格剧烈波动；国内外经济持续低迷；出口遭遇贸易壁垒等。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	8,906.22	8,538.18	8,000.92	8,315.53	9,217.28
增长率 YoY %	-12.94%	-4.13%	-6.29%	3.93%	10.84%
归属母公司净利润(百万元)	274.93	313.06	373.84	480.15	603.91
增长率 YoY%	17.44%	13.87%	19.41%	28.44%	25.78%
毛利率%	18.81%	20.26%	21.91%	22.23%	22.88%
净资产收益率 ROE%	13.09%	13.39%	14.07%	15.59%	16.69%
每股收益 EPS(元)	0.73	0.83	1.00	1.28	1.61
市盈率 P/E(倍)	27	23	20	15	12
市净率 P/B(倍)	3.3	3.0	2.6	2.2	1.9

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2015 年 03 月 19 日收盘价

目 录

一、公司概况	1
公司简介	1
股本结构	3
二、轮胎需求仍有强有力支撑	3
轮胎行业特点	3
轮胎需求有力支撑行业发展	5
行业竞争格局	7
三、风神股份，商用轮胎保持国内前列，央企背景肩负整合使命	8
原材料价格下跌提升盈利空间	8
管理创新，精耕细作	9
央企背景肩负整合使命	11
四、盈利预测及估值分析	13
1、盈利假设	13
2、公司估值	15
3、风险因素	15

图 目 录

图表 1: 公司营业收入及同比增长情况	1
图表 2: 公司归母净利润及同比增长情况	1
图表 3: 公司销售毛利率及净利率情况	2
图表 4: 公司主营收入构成情况（2013 年）	2
图表 5: 公司毛利构成情况（2013 年）	2
图表 6: 公司出口收入及占比情况（亿元）	2
图表 7: 公司股权结构图（截止到 2013 年底）	3
图表 8: 轮胎行业特点	4
图表 9: 我国乘用车产量（万辆）	5
图表 10: 我国商用车产量（万辆）	5
图表 11: 我国汽车保有量（万辆）	6
图表 12: 我国工程机械行业装载机销量（万台）	6
图表 13: 我国高速公路里程增长情况	6
图表 14: 我国公路货物周转量增长情况	6
图表 15: 我国轮胎市场销售量情况	7
图表 16: 2013 年全球轮胎市场份额	7
图表 17: 2013 年我国轮胎前 10 名企业销售收入（亿元）	7
图表 18: 2013 年和 2014 年天然橡胶（STR20）价格	9
图表 19: 1995-2014 天然橡胶价格变动（美元/吨）	9
图表 20: 公司轮胎全寿命管理系统	10
图表 21: 普利司通、米其林及公司的轮胎服务门店	11
图表 22: 公司电商平台	11
图表 23: 控股股东股权结构图（截止到 2013 年底）	12
图表 24: 公司 SWOT 分析	13
图表 25: 主要业务盈利预测	14
图表 26: 主要计算参数	15

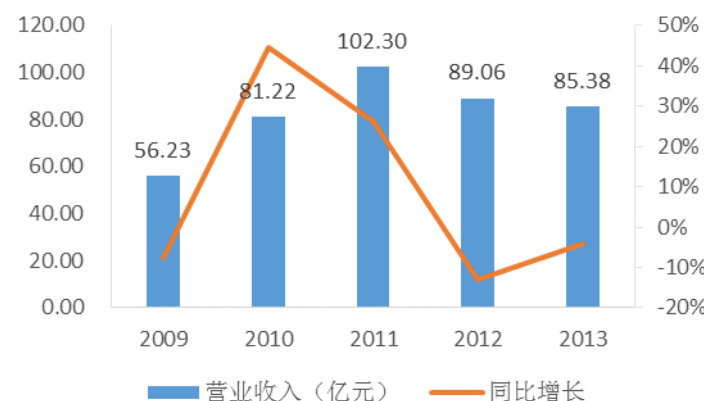
一、公司概况

公司简介

风神轮胎股份有限公司（简称“风神股份”）前身河南轮胎厂，创建于1965年，几经重组发展至今已有50年的历史，2003年在上交所上市，2007年实际控制人变更为中国化工集团公司，现已进入世界轮胎20强，中国最大卡客车轮胎重点生产企业之一和最大的工程机械轮胎生产企业。拥有年产卡客车轮胎600万条，工程机械轮胎70万条和乘用车轮胎350万条的生产能力。公司是国家高新技术企业，中国轮胎出口基地，海关保税工厂，中国轮胎行业首家获得出口免验资格的企业，国家海关总署AA类企业（中国海关最高信用等级）。全球第一家100%无差别无歧视实现子午胎系列产品100%绿色制造的企业，欧洲最受欢迎的中国卡客车全钢子午线轮胎品牌，中重卡世界第一强东风商用车公司首选轮胎战略供应商。

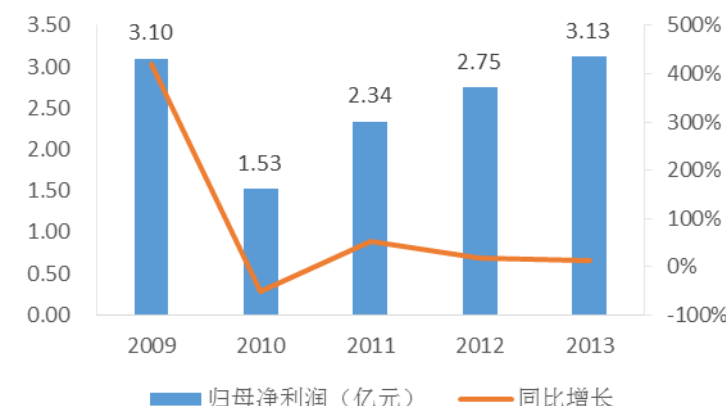
公司上市以来，营业收入和净利润保持平稳快速增长，2003-2013年，公司营业收入由21.1亿元增长到85.4亿元，年复合增长率15%，实现净利润由0.64亿元增长到3.13亿元，年复合增长率17%。公司毛利率受上游原材料价格尤其是天然橡胶的波动影响较大，近年稳定在20%左右。2013年，公司实现营业收入85.4亿元，同比降低4.13%（主要原因是原材料价格大幅下降导致产成品价格降低），实现归母净利润3.13亿元，同比增长13.87%，销售毛利率与净利率分别为20.26%和3.67%，实现EPS 0.83元。2013年分红为每10股派送现金红利1元（含税）。

图表 1: 公司营业收入及同比增长情况



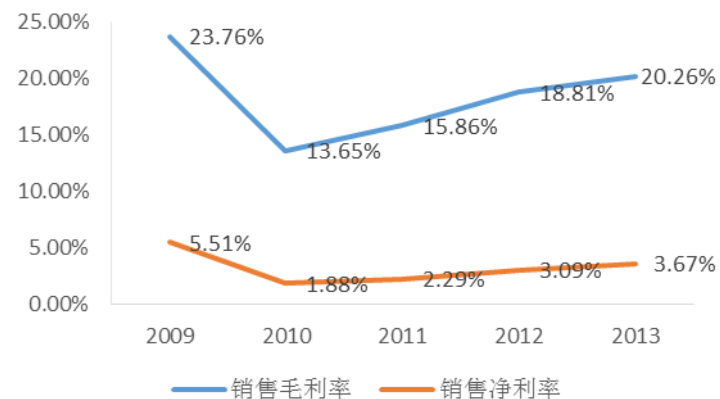
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 2: 公司归母净利润及同比增长情况



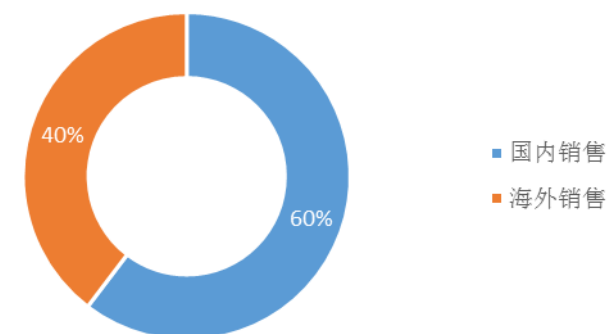
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 3: 公司销售毛利率及净利率情况



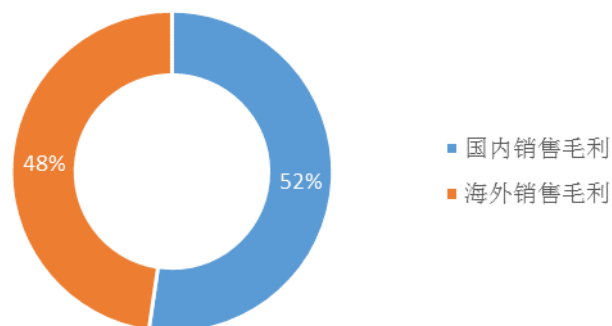
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 4: 公司主营收入构成情况 (2013 年)



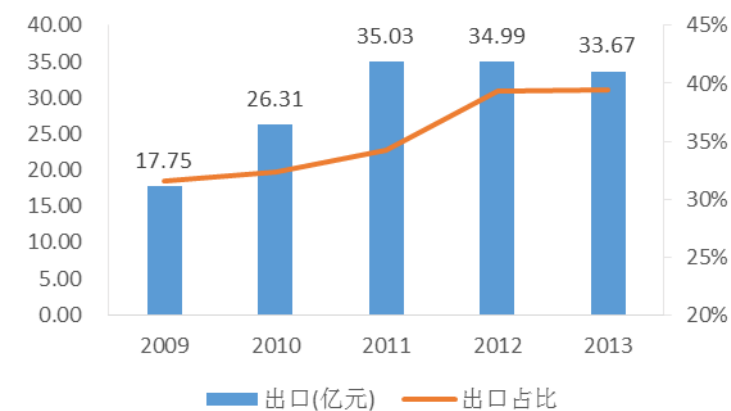
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 5: 公司毛利构成情况 (2013 年)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 6: 公司出口收入及占比情况 (亿元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

股本结构

公司控股股东为中国化工橡胶有限公司，持有公司 159642148 股股份，占公司总股本的 42.58%。第二大股东为河南轮胎集团有限责任公司，占公司总股本的 4.58%。公司下辖 1 家全资子公司焦作三和利众动力有限公司（母公司自备热电厂）。

图表 7：公司股权结构图（截止到 2013 年底）



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

二、轮胎需求仍有强有力支撑

轮胎行业特点

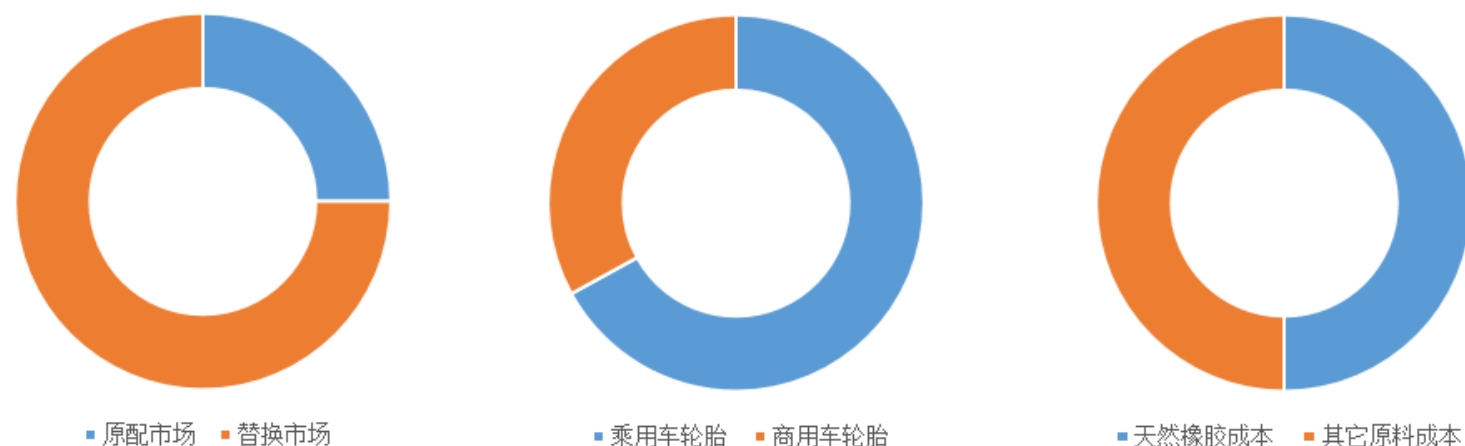
轮胎是橡胶工业中占比接近一半的重要板块，是汽车最重要的零配件之一。在其原料端，主要是天然橡胶、合成橡胶、炭黑等补强材料和钢丝、尼龙帘线等骨架材料；在其生产端是资本和劳动力密集型制造业，具有经济规模门槛；在其消费端，同时具有消费品和工业品的双重特性。

轮胎行业特点：

- （1） 轮胎按市场渠道分，可分为原配市场和替换市场。原配市场为汽车和工程机械主机厂配套轮胎，约占轮胎销售额的 1/4；替换市场为使用中汽车和工程机械更换轮胎，约占轮胎销售额的 3/4。车辆的保有量远大于每年增量，替换市场大于原配市场，即使在经济低迷新车销量锐减的时候，替换市场并不会有很大变动，因此轮胎行业的需求弹性低，抗周期性较强。

- (2) 轮胎按用途分,可分为乘用车轮胎和商用车轮胎,商用车轮胎主要包括卡客车轮胎、工程机械轮胎、农用轮胎、航空轮胎等,乘用车轮胎占总市场份额的 2/3,商用车轮胎占 1/3,卡客车轮胎约占总市场份额的 1/4。商用车轮胎主要作为生产资料使用,而乘用车轮胎主要面对个人消费者,具有典型的消费品属性,品牌成为影响购买决策的关键因素。目前我国的中高端乘用车轮胎市场几乎完全被国际领先的外资品牌占据,国内轮胎生产商主要集中在低端乘用车轮胎和商用车轮胎市场。
- (3) 在我国轮胎企业的生产中,原材料成本约占总成本的 70%~80%,天然橡胶占原材料成本的约一半。因此,天然橡胶价格对轮胎企业盈利有重要影响。天然橡胶属农产品,种植成熟需 6~7 年,产量受气候灾害影响,主产区在东南亚,海上运输耗时长,这些特点催生了天然橡胶期货交易,伴随大量中间商和投资者的参与。天然橡胶的生产者和消费者都不能够掌握定价权,在近十年中天然橡胶价格经历了剧烈的波动。在汽车工业从诞生至今的百余年中,橡胶轮胎始终没有替代品,需求具有刚性,因此即使在天然橡胶价格波动的情况下,轮胎生产商也一直能保有原材料和产成品之间的价差。
- (4) 轮胎行业是劳动力密集型制造业,劳动力成本也是轮胎公司竞争力的关键。国际领先的轮胎公司在其本土欧美地区的工厂,人工成本占到生产成本的 20%~30%,而在低成本国家,只占不足 10%。因此,和许多其它制造业一样,轮胎生产向低成本地区转移是国际轮胎行业重要的发展趋势。而中国劳动力成本低,政局稳定,产业工人素质高,加上潜在的巨大市场,成为了转移趋势中首选的目标地区。2011 年德国大陆在合肥的工厂投产后,中国成为了世界上唯一一个行业前十名生产商均有设厂的国家。

图表 8: 轮胎行业特点



资料来源: 信达证券研发中心

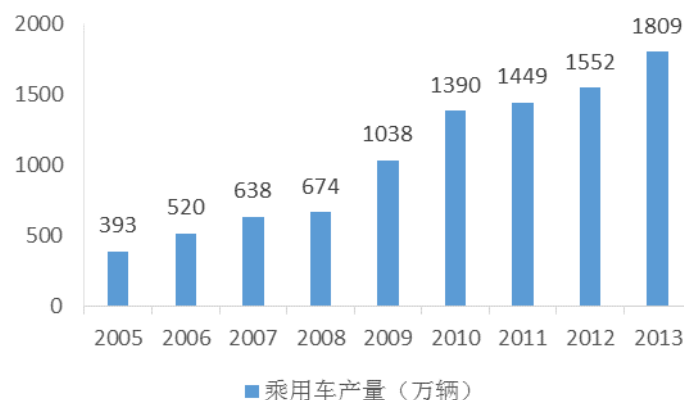
轮胎需求有力支撑行业发展

在汽车增量部分，2005年至2013年，我国乘用车产量从393万辆增长到1809万辆，年复合增长21%；商用车产量从177万辆增长到403万辆，年复合增长率11%。在存量部分，我国汽车保有量在2005年至2013年间，从3160万辆增长到1.23亿辆。从2009年开始，我国汽车产销量超过美国，成为世界第一大汽车生产国，但时至今日我国的人均汽车拥有量仍远低于发达国家水平。虽然我国的人口基数决定了人均汽车保有量不太可能达到发达国家接近人均1辆的水平，但差距仍很大，增长前景仍未到担心饱和的时候。因此，轮胎需求无论在原配胎市场还是在售后替换胎市场，需求增长仍有稳定的支撑。

在工程机械方面，以需要装配轮胎的最典型机械——装载机为例，2005年至2013年，国内的销量由10.7万台增长到18.1万台，年复合增长率6.8%。虽然在4万亿投资刺激结束后的几年，工程机械需求下滑，但在“一路一带”战略启动后，基础设施建设将带动工程机械行业需求的复苏，从而增加对配套工程机械轮胎的需求。

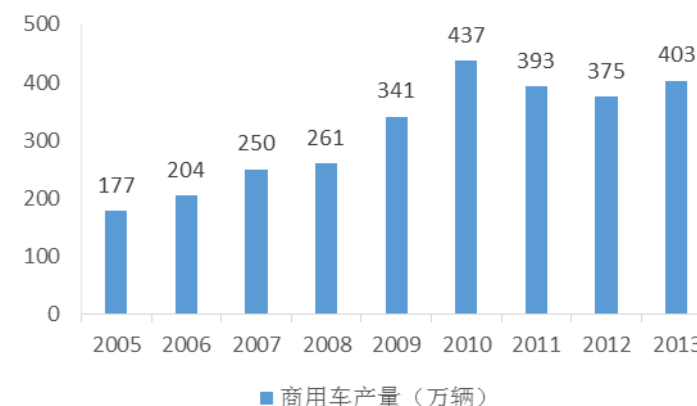
在物流运输方面，2005年至2013年，我国高速公路里程从4.1万公里增长到10.44万公里，年复合增长12%；2005年至2014年公路货物周转量增长了6倍，年复合增长率24%。随着近年互联网电商的兴起和高速发展，极大的带动了消费需求的释放和消费模式的改变，推动了物流运输的快速增长。因此，物流运输所需求的载重卡车轮胎，得到了稳定增长的需求支撑。

图表 9: 我国乘用车产量（万辆）



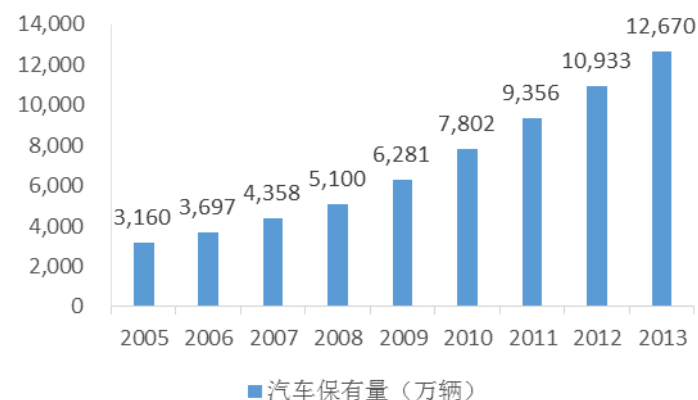
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 10: 我国商用车产量（万辆）



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 11: 我国汽车保有量 (万辆)



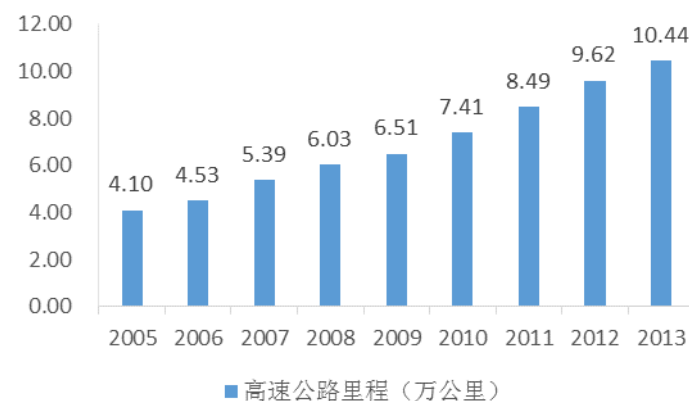
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 12: 我国工程机械行业装载机销量 (万台)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 13: 我国高速公路里程增长情况



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 14: 我国公路货物周转量增长情况

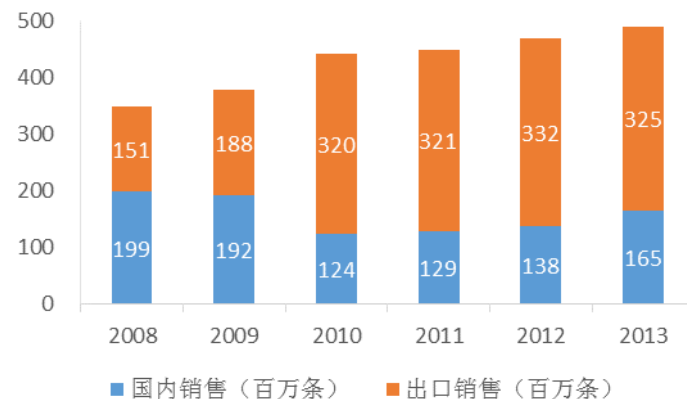


资料来源: wind, 信达证券研发中心

2008 年至 2013 年, 我国轮胎市场销量由 3.5 亿条增长到 4.9 亿条, 年复合增长 7%。其中国内销售量由 1.51 亿条增长到 3.25 亿条, 年复合增长 17%, 出口轮胎由 1.99 亿条下降到 1.65 亿条。总体上看, 我国轮胎销量仍保持了较快增长, 2014 年底中国橡胶工业协会发布《中国橡胶工业强国发展战略研究》预计 2013 年到 2020 年, 我国橡胶工业销售额年增长 7%, 2020~2025 年年增长 6%。国内轮胎需求保持两位数的高速增长, 是全球增长最快的新兴市场。出口销售方面, 受输美轮胎特保案影响,

2010 年至 2012 的 3 年间，乘用车胎出口美国受到了较大限制，出口量下滑。特保案后销量复苏，但在 2014 年又遭遇美国“双反”调查，仍是针对乘用车胎产品。

图表 15: 我国轮胎市场销售量情况



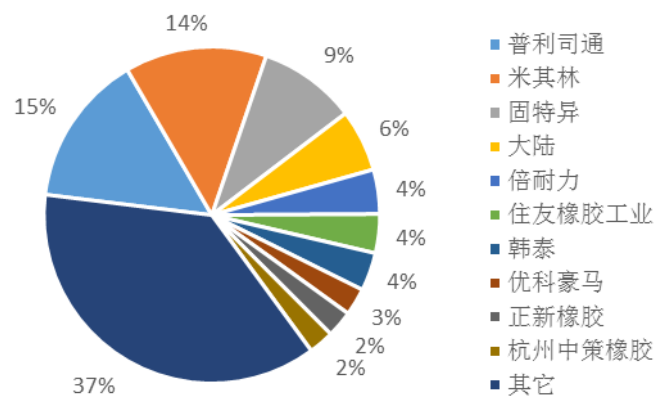
资料来源：中国橡胶工业协会，信达证券研发中心

行业竞争格局

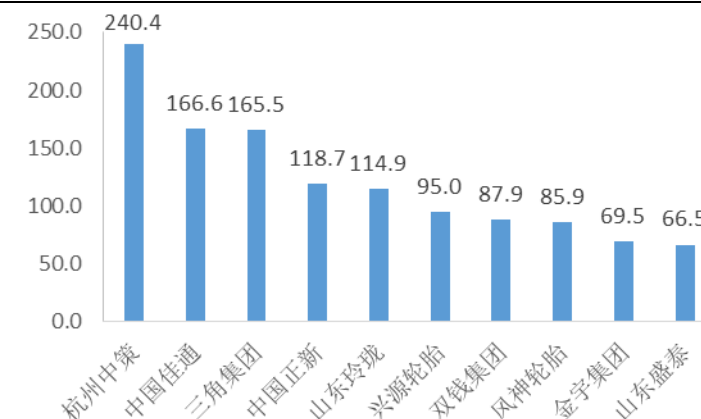
静态来看，2013 年全球轮胎销售约为 1870 亿美元，前 3 名企业占有 38% 市场份额，前 10 名占有 63% 市场份额。中国最大的轮胎企业杭州中策 2013 年首次进入前 10 名，排名第 10，占有约 2% 市场份额。在国内企业排名中，2013 年风神轮胎销售收入排名第 8。

图表 16: 2013 年全球轮胎市场份额

图表 17: 2013 年我国轮胎前 10 名企业销售收入 (亿元)



资料来源: Rubber & Plastics News, 信达证券研发中心



资料来源: 中国橡胶工业协会, 信达证券研发中心

动态来看, 传统轮胎三巨头 (普利司通、米其林、固特异) 虽然今天仍占有全球市场份额的 38%, 远超后面企业, 但与 10 年前合计占有全球轮胎约 55% 市场份额相比, 地位已经显著下降。原因是新兴市场制造商, 尤其是中国轮胎制造商规模增长迅速。

中国轮胎企业靠低成本生产优势快速扩大规模; 国际领先轮胎企业份额降低, 但却依然能占据市场空间最大、利润率最高的乘用车胎市场。中国轮胎企业短期仍难改变产品竞争格局。在其他消费品制造行业, 例如家电行业, 中国企业增长并没有受到很大阻碍, 而轮胎因其事关生命财产安全的特点, 中国轮胎企业难以短期内通过内生积累突破品牌瓶颈。品牌影响力和低成本生产成为衡量轮胎企业竞争力的重要元素, 国际领先企业靠向低成本地区转移产能占有这两个元素; 而中国轮胎企业, 如果能够通过并购获取品牌, 将可以给竞争格局带来质变。

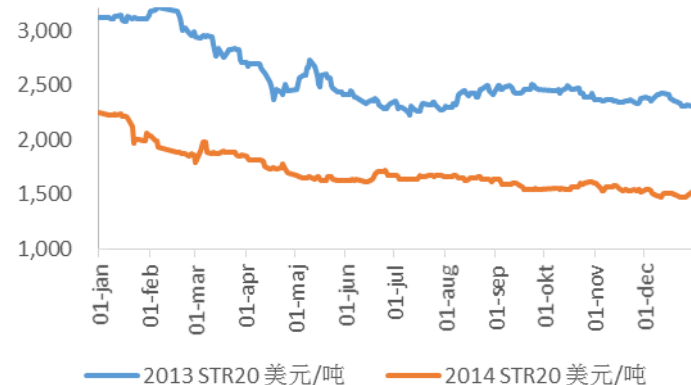
三、风神股份, 商用轮胎保持国内前列, 央企背景肩负整合使命

原材料价格下跌提升盈利空间

2014 年天然橡胶均价比 2013 年下降了 33%, 因为天然橡胶和合成橡胶有替代关系, 2014 年上半年天然橡胶价格带动合成橡胶价格同时下跌, 而 2014 年下半年由于原油价格暴跌, 导致合成橡胶价格主动下跌。两种橡胶占到总原材料成本的 7 成。公司品牌在原材料下行区间对产品价格有一定支撑作用, 轮胎产品价格 2014 年相比 2013 年大约下降了 10%。因此, 原材料和产成品之间价差扩大, 提升了公司毛利水平。

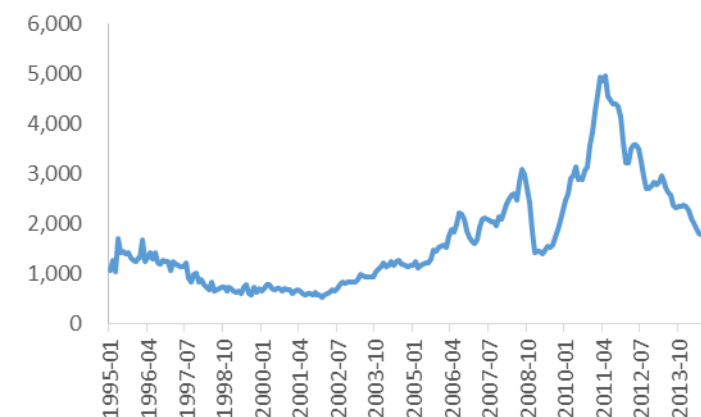
观察最近 20 年的天然橡胶价格，1995 年至 2001 年保持相对平稳，缓慢下行；2002 年入世元年，也是中国汽车产销量井喷元年，天然橡胶的供需平衡被打破，价格开始缓慢上行，2005 年以后开始加速上行。价格的上涨，刺激了东南亚等主要产胶国种植橡胶，但橡胶树的成熟期需要 6-7 年，供不应求的情况下，天然橡胶价格急速上行。至 2011 年后，我国的经济刺激过后，经济增速放缓，导致天然橡胶需求增速下降，加上 2005 年后开始种植的橡胶树进入成熟期，供求关系开始反转，天然橡胶价格开始一路下行。至 2014 年底，由于受生产和生活成本制约，东南亚胶农开始放弃割胶或者砍伐胶园翻种其它经济作物，天然橡胶价格开始逐渐企稳。我们预测，在未来的几年，天然橡胶价格将保持相对平稳，出现剧烈涨跌的可能性不大。因此，公司的盈利空间可以保持。

图表 18: 2013 年和 2014 年天然橡胶（STR20）价格



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图表 19: 1995-2014 天然橡胶价格变动（美元/吨）



资料来源: wind, 信达证券研发中心

管理创新，精耕细作

在需求增速放缓，全行业产能过剩的环境下，公司没有选择大规模投资扩产，在产能方面仅仅通过少量投资技改、脱瓶颈进行适度提升，主要通过品牌建设、质量追踪、提升服务和电商营销等管理措施，变粗放经营为精细管理，向管理要效益。在近 3 年全行业整体开工率 65%-70% 的情况下，公司产能利用率一直维持在 95% 以上，是全行业最高水平，同时毛利率和净利率也逐年上升。

（1）品牌建设

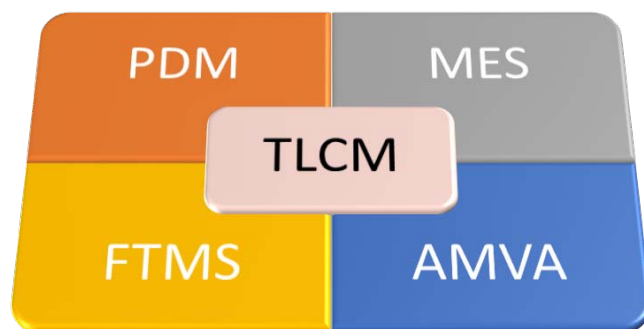
为打开乘用车胎市场，公司再次助力世界 A 级赛事——中国越野拉力赛，展示乘用车胎产品。为提升国际影响力，携

手东风汽车参加沃尔沃帆船赛，在 2014 年底成为 NBA 多伦多猛龙队官方合作伙伴。公司连续十年入围中国 500 最具价值品牌，品牌价值达 87.52 亿元；连续 4 年荣登中国 500 强榜单；中国轮胎行业唯一一家入围 2013 第（19 届）“中国最有价值品牌”排行榜。

（2）质量追踪

公司 TLCM 轮胎全寿命管理系统是中国首创具有自主知识产权的轮胎专业管理系统，填补了国内空白，属于世界级先进流程。目前，公司已全面实现产品数据管理（PDM）、生产管理（MES）、渠道管理（AMVA）、终端用户（FTMS）全线打通，实现了产品从设计、原材料采购、制造、销售和 GPS 定位的轮胎实时使用情况全过程的追溯和监控，为公司了解市场、了解客户进而服务市场、服务客户提供了有效的信息平台。

图表 20：公司轮胎全寿命管理系统



资料来源：信达证券研发中心

（3）提升服务

国际领先轮胎企业不仅销售产品，更重视服务体验，在这方面国内轮胎企业普遍不足。公司仿效国际最佳实践，在 2014 年加速推进“Aeolus Care”爱路驰轮胎服务中心建设，预计在未来 5 年内建设 1000 家门店，为客户提供一站式轮胎解决方案，并建设了企业营销呼叫中心，形成了 2 小时响应机制，提供限时办结、定期回访服务。

图表 21: 普利司通、米其林及公司的轮胎服务门店

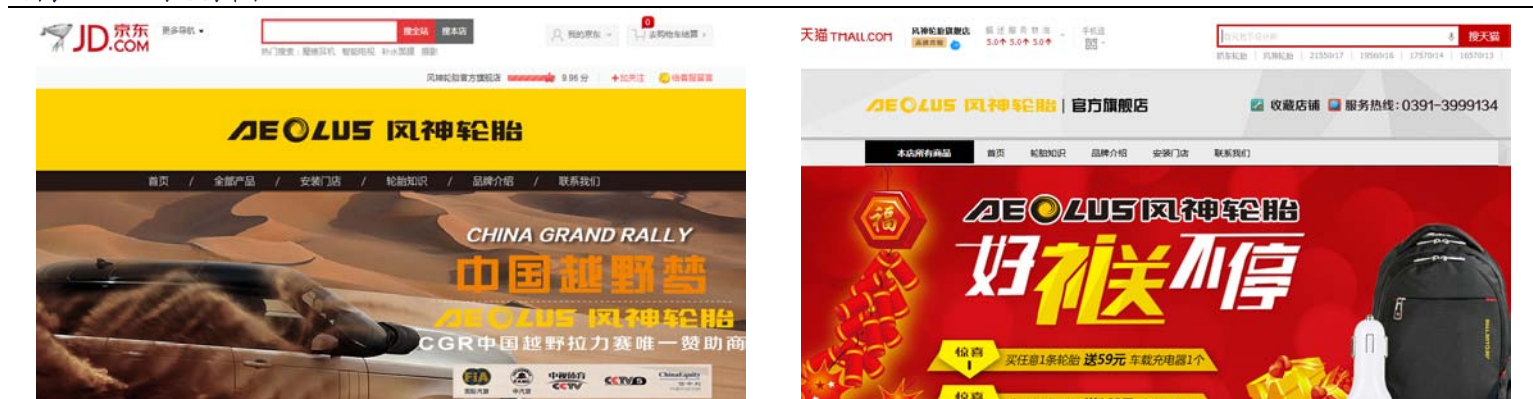


资料来源: 信达证券研发中心

(4) 电商营销

2014 年公司搭建了电子商务平台, 包括天猫、京东、阿里巴巴旗舰店和内部的电子订单系统, 开展线上下订单, 线下门店安装的 O2O 轮胎直销模式。此项业务从零开始, 起步后有快速增长, 2014 年预计在线上实现超过 4 亿元的销售收入。

图表 22: 公司电商平台



资料来源: 信达证券研发中心

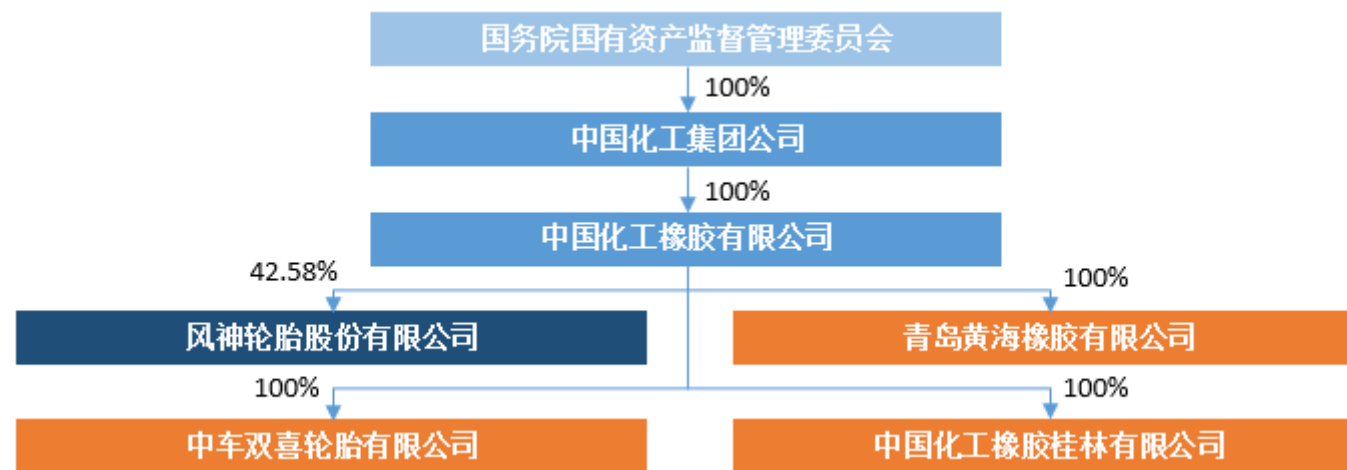
央企背景肩负整合使命

公司的实际控制人中国化工集团公司是一家大型化工行业央企集团, 风神股份是我国轮胎行业中唯一一家央企背景的轮胎制造商。中国化工集团公司的全资子公司中国化工橡胶有限公司(简称“橡胶公司”)是其轮胎及橡胶制品业务板块, 风神股

份是橡胶公司所属四家轮胎公司之一，另外三家是青岛黄海橡胶有限公司、中车双喜轮胎有限公司和中国化工橡胶桂林有限公司。这三家轮胎企业目前合计拥有全钢载重子午线轮胎产能 400 万条，工程机械轮胎产能 30 万条，全钢巨胎产能 3000 条。为解决同业竞争问题，橡胶公司承诺在 2017 年底前提出以风神股份为平台整合其余三家轮胎企业的方案。

三家轮胎企业目前的经营业绩不佳，橡胶公司将通过内生提升管理和外生资本运作等方式，改善其运营质量，达到整合进风神股份的条件。

图表 23: 控股股东股权结构图（截止到 2013 年底）

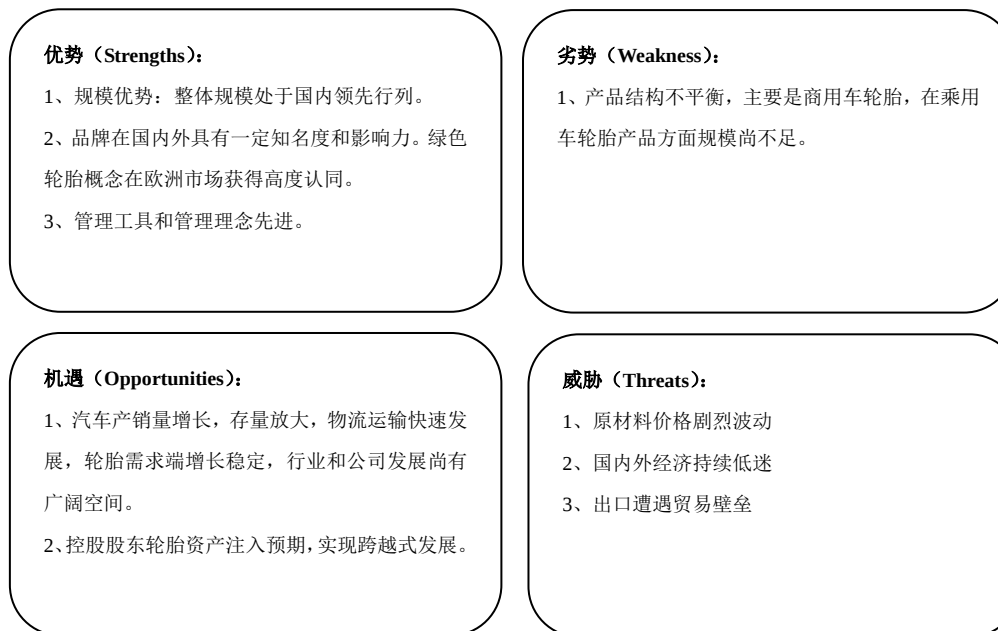


资料来源：公司年报、信达证券研发中心

中国化工集团公司总部主要职能是战略管控，熟悉国际资本市场运作规律，完成过对法国安迪苏、挪威埃肯和以色列马克西姆阿甘等公司的国际并购，并利用这些国际领先企业的先进技术和管理经验与集团内部的相应业务板块取得协同，并探讨国内外协同业务的整合。在橡胶轮胎业务板块，中国化工集团公司也可能会进行类似的尝试，以实现国内轮胎业务由量变到质变的飞跃。

公司 SWOT 分析

图表 24: 公司 SWOT 分析



资料来源：信达证券研发中心

通过对公司的 SWOT 分析，我们认为公司作为国内领先的轮胎生产商，具有明显的规模、品牌和管理优势，未来受益于下游汽车行业和物流运输行业增长，产能投放具备基础，公司业绩成长可期，控股股东优质资产注入预期，存在跨越式发展可能。

四、盈利预测及估值分析

1、盈利假设

- (1) 2014 年公司全钢载重子午胎（卡客车胎）产能 600 万条，2015、2016 年分别提高到 620 万条、680 万条，14-16 年产能利用率分别达到 92%、95%、95%。

- (2) 2014 年公司斜交工程机械轮胎产能 65 万条, 2015、2016 年分别下降到 60 万条、56 万条, 14-16 年产能利用率分别达到 70%、85%、95%。
- (3) 2014 年公司全钢工程机械轮胎产能 6 万条, 2015、2016 年分别提高到 7 万条、8 万条, 14-16 年产能利用率分别达到 90%、95%、95%。
- (4) 2014 年公司半钢子午线轮胎(乘用车胎)产能 350 万条, 2015、2016 年分别提高到 400 万条、500 万条, 14-16 年产能利用率分别达到 90%、95%、95%。
- (5) 主要原材料价格保持稳定, 产成品价格保持稳定。
- (6) 公司期间费用率基本稳定, 并继续享受高新技术企业的所得税优惠政策。

图表 25: 主要业务盈利预测

	2014E	2015E	2016E
全钢载重子午线轮胎			
营业收入(万元)	549792	559550	616930
产能(万条)	600	620	680
开工率	92%	95%	95%
产销量(万条)	552	589	646
斜交工程机械轮胎			
营业收入(万元)	152425	160140	167048
产能(万条)	65	60	56
开工率	70%	85%	95%
产销量(万条)	45.5	51	53.2
全钢工程机械轮胎			
营业收入(万元)	36450	41562.5	47500
产能(万条)	6	7	8
开工率	90%	95%	95%
产销量(万条)	5.4	6.65	7.6
半钢子午线轮胎			
营业收入(万元)	61425	70300	90250
产能(万条)	350	400	500

开工率	90%	95%	95%
产销量（万条）	315	380	475
合计			
营业收入（百万元）	8000.92	8315.53	9217.28
同比增长	-6.29%	3.93%	10.84%

资料来源：信达证券研发中心

根据以上假设条件，我们预计公司 2014-2016 年营业收入分别达到 80.01、83.16、92.17 亿元，同比增长-6.29%、3.93%、10.84%，归属母公司股东的净利润分别为 3.74、4.80、6.04 亿元，同比增长 19.41%、28.44%、25.78%，2014-2016 年 EPS 分别达到 1.00 元、1.28 元和 1.61 元，对应 2015 年 3 月 19 日收盘价（19.55 元/股）的动态 PE 分别为 20 倍、15 倍和 12 倍。

2、公司估值

按照 DCF 估值方法给出的绝对估值为 21.77 元/股，参考公司 2015 年 3 月 19 日收盘价 19.55 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 26：主要计算参数

项目	参数	项目	参数
行业平均 Beta	0.94	市场预期收益率	10.7%
无风险利率	3.70%	永续增长率	1%
风险溢价	6.65%		

资料来源：wind，信达证券研发中心

3、风险因素

原材料价格剧烈波动；国内外经济持续低迷；出口遭遇贸易壁垒。2013 年 12 月，公司涉嫌信息披露违法违规，2015 年 3 月收到证监会《行政处罚决定书》，对相关当事人处以罚款处罚，公司因此后续存在诉讼风险。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	3,185.08	3,370.20	3,256.86	3,587.46	4,135.17
现金	535.26	537.97	769.29	1,007.24	1,286.92
应收票据	645.15	748.27	640.38	665.56	737.73
应收账款	817.30	839.17	760.29	790.19	875.88
预付账款	248.25	197.60	197.94	204.87	225.19
存货	928.06	1,033.46	875.23	905.88	995.72
其他	11.06	13.73	13.73	13.73	13.73
非流动资产	3,718.07	3,853.03	3,855.03	3,836.04	3,830.19
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,915.33	3,471.71	3,184.14	3,159.64	3,122.49
无形资产	28.39	24.87	19.57	14.99	10.79
其他	774.35	356.45	651.32	661.40	696.91
资产总计	6,903.16	7,223.23	7,111.89	7,423.51	7,965.36
流动负债	3,607.06	3,200.75	2,919.32	2,854.91	2,897.39
短期借款	544.27	1,065.17	965.17	865.17	765.17
应付账款	1,163.62	1,042.13	980.99	1,015.34	1,116.04
其他	1,899.17	1,093.44	973.16	974.40	1,016.17
非流动负债	1,090.71	1,550.23	1,350.23	1,250.23	1,150.23
长期借款	1,023.71	1,488.29	1,288.29	1,188.29	1,088.29
其他	67.01	61.93	61.93	61.93	61.93
负债合计	4,697.77	4,750.97	4,269.55	4,105.14	4,047.61
少数股东权益	2.01	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	2,203.37	2,472.26	2,842.35	3,318.37	3,917.75
负债和股东权益	6903.16	7223.23	7111.89	7423.51	7965.36

重要财务指标					
单位:百万元					
主要财务指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	8,906.22	8,538.18	8,000.92	8,315.53	9,217.28
同比(%)	-12.94%	-4.13%	-6.29%	3.93%	10.84%
归属母公司净利润	274.93	313.06	373.84	480.15	603.91
同比(%)	17.44%	13.87%	19.41%	28.44%	25.78%
毛利率(%)	18.81%	20.26%	21.91%	22.23%	22.88%
ROE(%)	13.09%	13.39%	14.07%	15.59%	16.69%
每股收益(元)	0.73	0.83	1.00	1.28	1.61
P/E	27	23	20	15	12
P/B	3.3	3.0	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	11.99	11.42	10.53	9.05	7.70

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	8,906.22	8,538.18	8,000.92	8,315.53	9,217.28
营业成本	7,230.79	6,807.94	6,248.31	6,467.09	7,108.49
营业税金及附加	89.86	92.98	62.16	41.58	46.09
营业费用	455.49	579.65	564.28	586.47	650.07
管理费用	513.99	443.84	490.05	509.32	564.55
财务费用	227.77	165.99	147.62	129.97	119.95
资产减值损失	74.21	77.37	57.76	24.61	24.92
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.46	0.78	1.07	1.08	0.96
营业利润	315.58	371.19	431.81	557.57	704.18
营业外收入	15.10	5.60	12.12	10.94	9.55
营业外支出	4.80	1.97	4.12	3.63	3.24
利润总额	325.88	374.82	439.81	564.88	710.49
所得税	50.98	61.75	65.97	84.73	106.57
净利润	274.90	313.06	373.84	480.15	603.91
少数股东损益	-0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	274.93	313.06	373.84	480.15	603.91
EBITDA	832.26	873.52	918.35	1,047.18	1,204.27
EPS (摊薄)	0.73	0.83	1.00	1.28	1.61

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	700.01	312.94	1,007.57	902.33	968.83
净利润	272.96	313.06	373.84	480.15	603.91
折旧摊销	293.13	310.96	341.04	359.10	382.02
财务费用	213.25	187.74	137.50	123.20	111.76
投资损失	-1.46	-0.78	-1.07	-1.08	-0.96
营运资金变动	-143.46	-570.35	105.47	-81.68	-150.47
其它	65.60	72.31	50.79	22.64	22.56
投资活动现金流	-202.60	-123.63	-335.00	-337.05	-372.86
资本支出	-193.39	-125.68	-336.08	-338.13	-373.81
长期投资	1.46	1.42	1.07	1.08	0.96
其他	-10.68	0.63	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-605.15	-148.79	-441.25	-327.33	-316.30
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-326.97	11.11	-300.00	-200.00	-200.00
支付利息或股息	239.37	159.90	141.25	127.33	116.30
现金净增加额	-91.34	4.25	231.32	237.95	279.68

化工研究小组简介

信达证券化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。

郭荆璞，化工行业高级研究员。北京大学学士，Rutgers 大学硕士。现任职信达证券研究开发中心化工行业首席研究员。拥有独特的石油市场和价格跟踪预测模型，对油价的判断在 A 股买方机构中获得肯定。研究重点以产品需求区分，对农用化工理解透彻，细致覆盖汽车、地产、纺织服装需求的化工产品，同时对精细化工品和中间体也有独立的研究，目前对节能环保和碳经济相关产业进行深入挖掘。

李皓，中国人民大学金融学硕士，2013 年 7 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

化工行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
盐湖股份	000792	芭田股份	002170	神马股份	600810	天科股份	600378
烟台万华	600309	新纶科技	002341	云天化	600096	碧水源	300070
华昌化工	002274	高盟新材	300200	沧州大化	600230	江山股份	600389
扬农化工	600486	诺普信	002215	S 仪化	600871	风神股份	600469
三聚环保	300072	上海家化	600315	中国化学	601117	中化国际	600500
沈阳化工	000698	和邦股份	603077	新安股份	600596	硅宝科技	300019

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。