

证券研究报告

公司研究——事项点评

风神股份（600469.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2015.3.20

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

相关研究

《商用轮胎保持国内前列，央企背景肩负整合使命》

2015.3.20

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

控股股东国际并购，有望改变行业格局

2015 年 03 月 24 日

事件：2015 年 03 月 23 日，风神股份发布了《关于控股股东与意大利 Camfin S.p.A.等 签署股份收购协议的公告》，公司控股股东中国化工橡胶有限公司拟在境外设立一家控股子公司收购意大利上市公司倍耐力轮胎。根据协议，倍耐力的工业胎业务将与中国化工橡胶的国内战略资产整合，在条件具备时与风神股份重组。

点评：➤ **公告要点：**

- （1）中国化工橡胶有限公司拟通过在意大利设立并始终由其控股的子公司收购意大利倍耐力轮胎退市。
- （2）倍耐力工业胎业务将与中国化工橡胶有限公司拥有的国内轮胎相关资产整合，并在条件具备时与风神重组。
- （3）倍耐力退市后，其乘用车胎业务将在退市后 4 年内重新 IPO。

➤ **倍耐力情况：**意大利倍耐力轮胎，品牌历史超过百年，是全球第五大轮胎公司，专注于生产高端乘用车轮胎和工业轮胎，2013 年销售收入 64 亿欧元，经营利润 7.9 亿欧元（12.9%），EBIT 7.1（11.6%）亿欧元，EBITDA 11.3 亿欧元（17.7%），净利润 3.1 亿欧元（5%）。2013 年 12 月 31 日，总资产 73.6 亿欧元，总负债 49.2 亿欧元（67%）。2014 年 1 至 9 月倍耐力净利润 3 亿欧元。倍耐力轮胎业务主要分为两块，分别是乘用车胎业务、工业胎业务（主要是卡客车轮胎）。工业轮胎板块的销售收入、利润均约占倍耐力整体业务的四分之一。倍耐力工业胎资产的净利润率与风神股份相当，EBITDA 率约为风神股份 2 倍。

➤ **交易架构：**根据公告来看，中国化工橡胶有限公司此次并购交易包含 5 个步骤：

- （1）收购倍耐力退市。
- （2）分拆倍耐力为乘用车胎和工业胎两块。
- （3）倍耐力工业胎资产与中国化工橡胶旗下非上市轮胎相关资产整合。
- （4）包含倍耐力工业胎的整合后资产包装入风神股份。
- （5）倍耐力乘用车胎单独 IPO，我们推测大概率是海外资本市场（规避国内同业竞争），与风神股份无关。

我们预计收购倍耐力的交易估计会在 2015 年底前完成，整合资产包装入风神估计会在 2017 年底前完成或至少提出方案（2014 年 6 月风神股份曾公告：中国化工橡胶有限公司承诺 2017 年前提出国内其余轮胎资产以风神为平台整合的方案）。我们推测此次收购可能会采用杠杆收购方式，收购资金部分来源于倍耐力自身增加债务，将会增加倍耐力财务费用，降低盈利。

➤ **利好风神股份，有望改变行业格局：**

<整合前>

风神股份控股股东中国化工橡胶有限公司将成为世界第五大轮胎生产商。集团优势可以发挥协同效应。

- （1）学习倍耐力先进生产技术，提升产品品质。
- （2）引入倍耐力管理经验及职业经理人才。
- （3）贴牌生产倍耐力轮胎，充分发挥生产能力。
- （4）共享倍耐力轮胎全球销售渠道。
- （5）倍耐力、风神在同一控制人之下，风神品牌影响力在市场上获得重估，品牌溢价得到提升。

<整合后>

风神股份如果通过定增方式装入整合后资产包，总股本规模可能扩大 3 倍。

- （1）装入倍耐力高盈利资产，提升每股收益。
- （2）获得倍耐力品牌，大幅度提升产品品牌溢价。
- （3）加速倍耐力产能向低成本地区转移，降低成本。

风神股份处于国内轮胎行业第一梯队，毛利率约 20%，而主营成本中约 3/4 为原材料成本；倍耐力制造轮胎成本基本与风神相当，但产品价格可以达到风神 2 倍水平。风神股份获取品牌提升价格，倍耐力获取低成本基地降低费用。低成本+国际品牌，取得 1+1 大于 2 的整合效果。（假如富士康拥有苹果品牌？）

➤ **风险因素：**交易尚待两国监管部门批准，还有不确定性；在 3 年的整合期内，倍耐力工业轮胎资产质量下降的风险。

公司报告首页财务数据

	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 3 月 19 日收盘价

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

分析师简介

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。