

# 风神股份 (600469.SH) 轮胎行业

评级：买入 首次评级

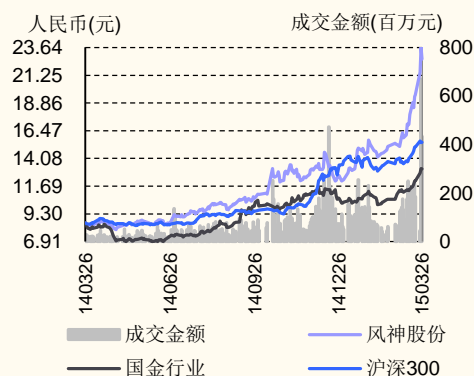
公司研究

市场价格 (人民币): 22.64 元  
 目标价格 (人民币): 29.00-29.00 元

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)	8,488.69
年内股价最高最低(元)	23.66/7.93
沪深 300 指数	3950.00
上证指数	3682.10



## 商用车胎有望成全球领导者，爱路驰发力万亿后市场

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.769	0.835	0.986	1.152	1.419
每股净资产(元)	5.96	6.59	7.48	8.53	9.85
每股经营性现金流(元)	1.87	0.83	2.86	2.26	2.32
市盈率(倍)	-	-	22.86	19.68	15.95
行业优化市盈率(倍)	47.73	67.32	88.48	106.91	106.91
净利润增长率(%)	23.13%	8.61%	18.15%	16.74%	23.26%
净资产收益率(%)	12.90%	12.66%	13.19%	13.50%	14.41%
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

### 投资逻辑

- **业绩平稳增长可提供充足安全边际，爱路驰抢占汽车后市场将为估值提升提供强劲动力：**公司是国内领先的商用车及工程继续轮胎供应商该项业务预计也可保持平稳增长，为公司估值提供良好安全边际。公司 2012 年进军乘用车胎行业，并于 13 年底发布了爱路驰品牌，目前已拓展约 400 家网点。依托爱路驰，公司有望构建完整的汽车 O2O 闭环，发力万亿级别的汽车后市场，这有望促进公司估值不断提升并成为公司未来的最大看点。
- **商用车胎业务至少可平稳增长，未来有望携手倍耐力，具备全球性领先能力：**依托低位的原材料价格以及产品结构不断提升，公司商用车胎业务可保持平稳增长。更为重要的是，公司已公告其控股股东中国化工橡胶公司拟收购全球领先的高端轮胎制造商倍耐力，倍耐力工业胎业务将与橡胶公司旗下其余轮胎业务整合后再择机与风神重组。控股股东购得的倍耐力有望与公司现有业务形成良好协同，两者工业胎业务整合后竞争力更有望独步全球。
- **爱路驰已切入汽车后市场，类似米其林驰加的拓展模式成功概率高，成长空间大：**替换胎市场容量大、盈利能力强，且是布局汽车后市场 O2O 的绝佳入口。风神爱路驰业务发展模式类似于米其林的驰加，这种从线下往线上拓展的模式也更容易取得成功。爱路驰目前已有近 400 家网点，我们预计其网点数将加快扩张，线上平台也有望建立，最终将构建起完整的汽车 O2O 平台。我们预测，至 2020 年爱路驰有望给公司贡献约 6.6 亿元净利润，按美股可比公司估值该项业务也至少有望值 200 亿元市值。

### 盈利预测与投资建议

- 预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.99 元、1.15 元、1.42 元。我们认为，公司是具备充足安全边际且又极具向上空间的汽车后市场稀缺标的。不仅其传统业务未来与倍耐力工业胎整合前景值得期待，其爱路驰业务发展成完整的汽车 O2O 平台的前景更是难以限量。公司当前股价对应 15 年约 21 倍 PE，我们首次给予公司“买入”评级，目标价为 29 元，对应 15 年 25 倍 PE，109 亿元市值。

### 风险

- 爱路驰业务发展进度低于预期；传统商用车胎业务增长低于预期；主要原材料天胶价格大幅波动的风险；控股股东收购倍耐力及工业胎业务整合低于预期

吴文钊 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006  
 (8621)60230232  
 wuwz@gjzq.com.cn

## 内容目录

风神股份：领先的商用车胎制造商，爱路驰抢占后市场制高点 .....	4
爱路驰有望为公司打开中长期成长空间 .....	6
中国乘用车替换胎市场自 14 年以来进入高增长的黄金十年 .....	6
替换胎是布局汽车后市场 O2O 的绝佳入口，由线下往线上拓展更易成功，且已有成功先例 .....	7
跨国公司先入为主，占据国内替换胎市场大半壁江山，期待自主品牌突围 ..	9
风神股份打造爱路驰服务网络以发力乘用车万亿后市场 .....	11
风神爱路驰轮胎服务网络商业价值估算 .....	13
公司传统业务有望保持稳健增长 .....	16
全球商用车胎市场需求有望保持平稳 .....	16
中国商用车轮胎行业产品结构将继续往 100% 子午化方向调整 .....	17
公司商用车业务盈利能力有望保持稳健增长态势 .....	18
盈利预测与投资建议 .....	21
盈利预测与估值测算 .....	21
投资建议 .....	22
风险提示 .....	22

## 图表目录

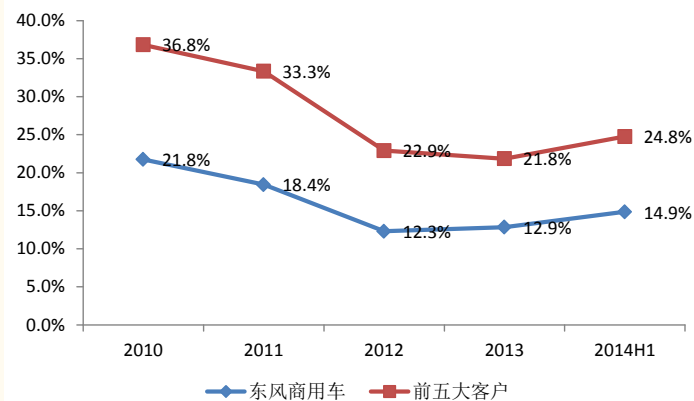
图表 1：公司近年东风商用车与前五名客户营收占比 .....	4
图表 2：公司近年分地区营业收入构成 .....	4
图表 3：风神股份发展历程 .....	4
图表 4：爱路驰品牌加盟店示意图 .....	5
图表 5：风神股份营收、毛利及毛利率（亿元） .....	6
图表 6：风神股份净利润及净利润率增长趋势（亿元） .....	6
图表 7：乘用车新车零售量及增长趋势 .....	6
图表 8：乘用车保有量（万辆）及加权平均车龄（年） .....	6
图表 9：中国乘用车原配胎及替换胎市场容量增长趋势 .....	7
图表 10：米其林中国 14 年乘用车胎销售构成（百万条） .....	8
图表 11：米其林 13-14 年全球及亚太市场 EBITDA 表现 .....	8
图表 12：米其林驰加店服务类别 .....	9
图表 13：米其林驰加线上交易平台 .....	9
图表 14：14 年中国乘用车替换胎市场主流品牌销量（百万条）及市场份额 ..	10
图表 15：14 年国内自主品牌保有量前十品牌（百万辆） .....	10
图表 16：国内自主及国际品牌乘用车保有量占比 .....	10
图表 17：爱路驰品牌乘用车胎销量增长趋势（万条） .....	11
图表 18：爱路驰品牌网点发展趋势（个） .....	11
图表 20：Monro Muffler 股价 02 年以来走势图 .....	12

图表 21: Monro Muffler 12 年以来 PE (TTM) 走势图 .....	12
图表 22: Monro Muffler 近年服务网点构成 (个) .....	12
图表 23: Monro Muffler 14 年分服务类别销售收入构成 .....	12
图表 24: 公司轮胎店服务类别 14 年销售收入占比 .....	13
图表 25: 公司维修店服务类别 14 年销售收入占比 .....	13
图表 26: Monro Muffler 历年平均单店收入和利润趋势 (美元) .....	13
图表 27: 爱路驰业务利润构成 (亿元) 及增长趋势预测 .....	14
图表 28: 爱路驰业务 2020 年利润构成预测 .....	14
图表 29: 爱路驰替换胎业务发展及盈利趋势预测 .....	14
图表 30: 爱路驰汽车易损件及耗材供应链业务发展及盈利趋势预测 .....	15
图表 31: 爱路驰汽车维修零件供应链业务发展及盈利趋势预测 .....	15
图表 32: 美国后市场主要上市公司估值水平 (截止 2015/3/17) .....	16
图表 33: 全球各地区近年商用车胎市场规模 (百万条) .....	16
图表 34: 全球各地区近年商用车胎结构比例 .....	16
图表 35: 近年来商用车市场发展趋势及展望 (辆) .....	17
图表 36: 中国商用车保有量增长趋势 (辆) .....	17
图表 37: 汽车轮胎分类及应用领域示意图 .....	17
图表 38: 我国轮胎子午化率情况 .....	18
图表 39: 国内天然橡胶期货合约价格走势 (元/吨) .....	18
图表 40: 公司历年轮胎业务收入构成发展趋势及预测 .....	19
图表 41: 公司历年的子午胎和斜交胎业务毛利率及预测 .....	19
图表 42: 倍耐力历年收入及净利润情况 (百万欧元) .....	20
图表 43: 倍耐力 14 年收入及 EBIT 构成 (百万欧元) .....	20
图表 44: 倍耐力 2014 年全球销量分布 .....	20
图表 45: 倍耐力公司全球产能分布示意图 .....	21
图表 46: 倍耐力与风神股份历年研发支出对比 (亿元) .....	21
图表 47: 倍耐力工业胎业务与风神股份 13 年收入及利润对比 (亿元) .....	21
图表 48: A 股可比轮胎上市公司 TTM PE 水平 (截止 2015/3/26) .....	22

## 风神股份：领先的商用车轮胎制造商，爱路驰抢占后市场制高点

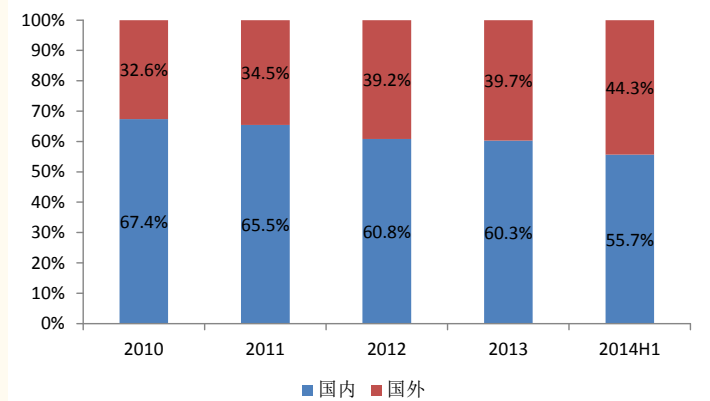
- **风神股份是国内商用车轮胎领导企业。**公司前身是 1965 年组建的河南轮胎厂，目前由中国化工集团公司旗下中国化工橡胶有限公司控股，持股比例 42.6%。公司是中国最大的全钢子午线轮胎重点生产企业之一和最大的工程机械轮胎生产企业。公司目前年产工程机械轮胎 80 多万套，稳居国内第一；年产卡客车轮胎 700 万套，位居国内第三。公司国内主要客户包括东风商用车，广西柳工、龙工、厦门厦工等一线商用车企。公司商用车业务是目前主要的利润和现金流来源，贡献公司主营业务收入的 95% 以上。近年来，为弥补国内商用车需求不足，公司不断加大海外市场的拓展力度，目前出口业务收入已逐年提升至 40% 以上。

图表 1：公司近年东风商用车与前五名客户营收占比



来源：公司公告、国金证券研究所

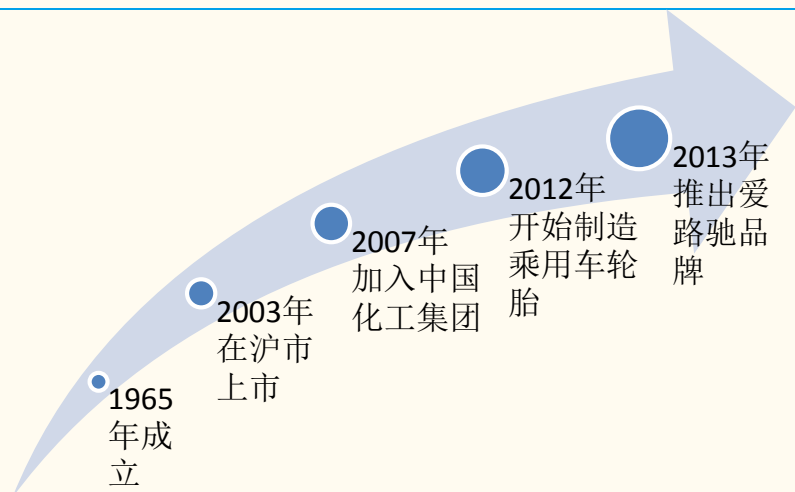
图表 2：公司近年分地区营业收入构成



来源：公司公告、国金证券研究所

- **乘用车胎业务为公司打开了长期成长空间，看好其原配胎及替换胎并行发力的战略路线。**公司投资 10 亿元建设的 500 万条高性能乘用车胎于 2012 年投产。公司的年产销量从 12 年的大约 100 万条逐步爬坡至 14 年的 300 万条左右，预计公司 15 年的产销量约 420 万条。目前公司大约 60-70% 的乘用车胎出口，其中大部分以爱路驰品牌出口到欧洲市场。公司乘用车胎采取两条腿走路的策略，在积极拓展整车厂原配胎市场的同时，发力替换胎市场。预计随着国内主机厂客户的进一步培育，将会有更多的原配胎订单产生。替换胎市场方面，公司于 2013 年底发布了爱路驰后市场服务品牌，目前全国已成功发展约 400 家经销商加盟。

图表 3：风神股份发展历程



来源：公司公告、国金证券研究所



- **爱路驰品牌网络有望被打造为公司拓展乘用车替换胎市场的平台，潜在价值巨大。**风神是国内第一家通过建设连锁服务网络以攫取替换胎市场蛋糕的自主品牌轮胎厂家。公司为吸引投资人加盟，给予每家网点 10-20 万元不等的招牌、装饰补贴，所有加盟店均按照公司统一的设计、装修标准建设，门店全部安装信息系统终端以便于公司管控，公司免费为加盟经销商关键岗位人员进行管理、技术、操作规程方面的培训。爱路驰门店除提供轮胎相关服务之外，还有汽车美容、日常小保养、机油等耗材、易损件等销售服务，以提高客户的黏性和加盟商的盈利性。我们预计，在汽车后市场投资风起云涌，各路诸侯均加速跑马圈地的大背景下，风神的爱路驰网络也有望加快扩张，未来也不排除对接互联网平台，完成由线下向线上拓展，最终构建成完善的汽车后市场 O2O 平台，其发展前景难以限量。

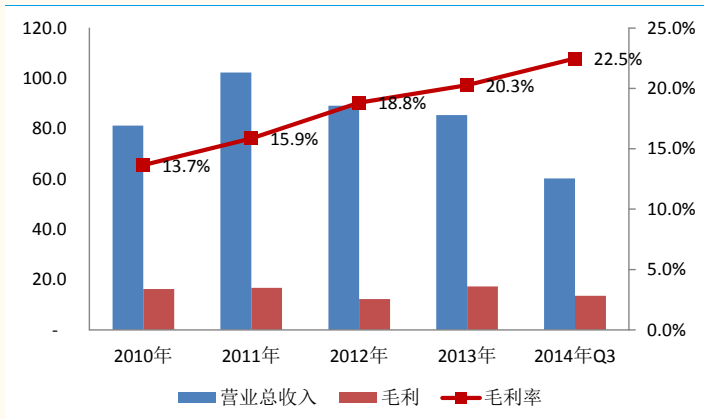
图表 4：爱路驰品牌加盟店示意图



来源：公司网站、国金证券研究所

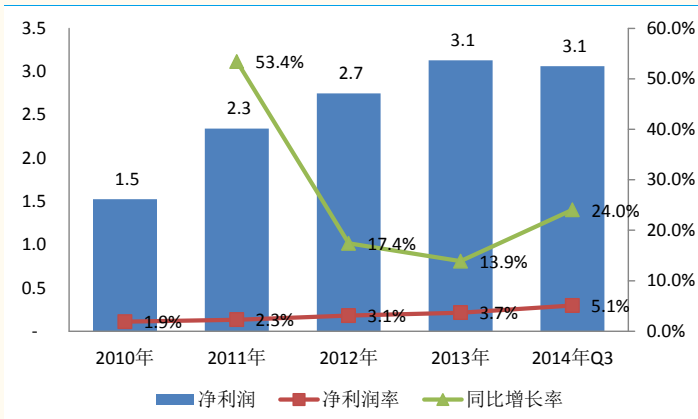
- **公司近年来经营业绩保持稳定增长。**面对国内商用车行业市场需求近年来不断下滑的被动局面，公司通过不断加大海外市场拓展以及产品结构的持续优化，确保了销量和盈利性的稳步提升。同时，由于公司产品的主要原材料天然橡胶占产品制造成本的 45% 以上，且轮胎产品价格亦随着天胶价格的波动而波动，公司通过对天胶价格行情的准确研判及采取不均衡采购的方式，较好地控制了产品的毛利率。确保公司毛利率整体上的不断提升和净利润的不断增长。

图表 5：风神股份营收、毛利及毛利率（亿元）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 6：风神股份净利润及净利润率增长趋势（亿元）



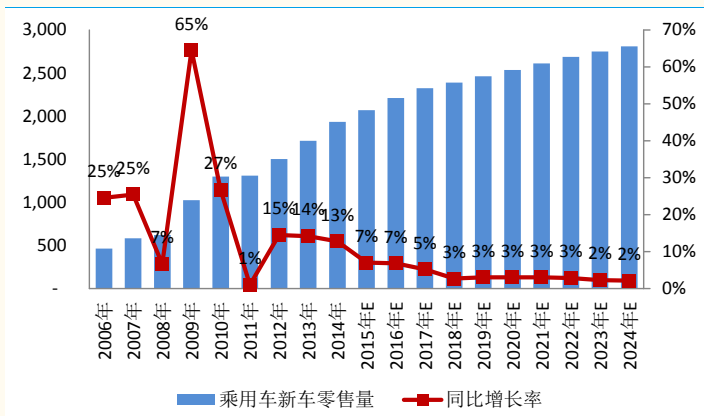
来源：公司公告、国金证券研究所

## 爱路驰有望为公司打开中长期成长空间

### 中国乘用车替换胎市场自 14 年以来进入高增长的黄金十年

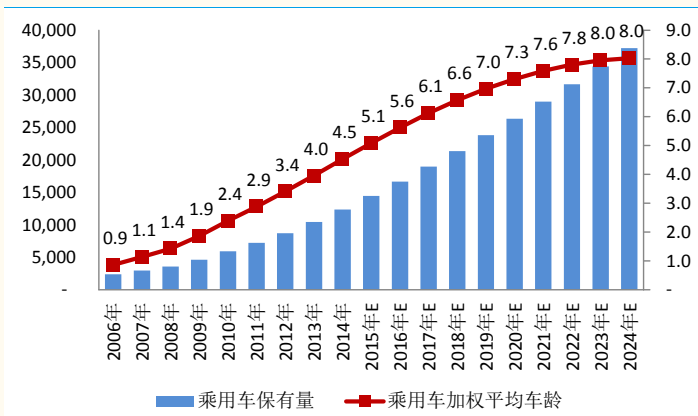
- 中国乘用车替换胎市场规模十年后将增至近 2000 亿元。从我们监测的乘用车上牌数据来看，中国乘用车的终端零售量在 2009 年正式迈入千万俱乐部，至 2014 年，乘用车的终端零售量已经跃升至 1933 万台，乘用车加权平均车龄也逐年提升至目前的 4.5 年左右。汽车轮胎行业有一个经验值，即平均每辆车每 3.5 年会更换四条轮胎，这也标志着中国乘用车替换胎市场自 2014 年开始即正式迈入两位数以上增长的黄金十年周期。我们预计替换胎市场与原配胎市场销量规模的比值将从 15 年的约合 1:1 快速提升至 2024 年的 2:1，行业市场规模预计将会从 2015 年约 500 亿元稳步增长至 2024 年约 2000 亿元以上。

图表 7：乘用车新车零售量及增长趋势



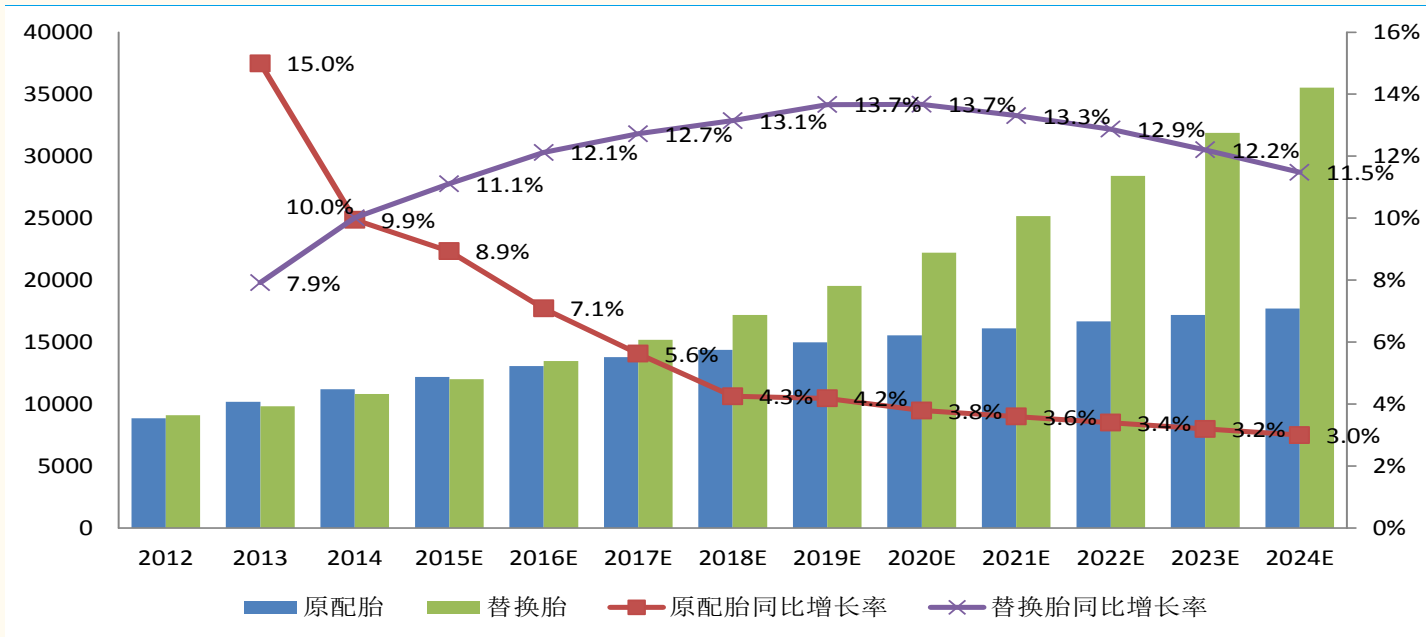
来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：乘用车保有量（万辆）及加权平均车龄（年）



来源：Wind、国金证券研究所

图表 9：中国乘用车原配胎及替换胎市场容量增长趋势



来源：Wind、国金证券研究所

- **乘用车替换胎的盈利性要远好于原配胎。**由于国内目前尚处于首辆车的消费阶段，汽车产品真正开始大规模走入寻常百姓家只能追溯到 09 年，车主对于汽车及轮胎等产品的消费认知尚不成熟。部分消费者在选择替换胎时首先考虑的就是原配轮胎。客观的市场所处发展阶段致使部分轮胎厂商对于整车厂的配套业务趋之若鹜，以期通过原厂配套提升品牌的影响力。而整车厂在整个价值链上由于掌握了资源整合的主导权，溢价能力也较强，从而使轮胎公司的 OE 配套业务利润率很薄，部分轮胎企业甚至是亏损状态下争取配套订单。我们预计目前国内一线轮胎生产企业所获取的替换胎净利润率应该是其原配胎业务的两倍以上。这也是米其林、普利司通、佳通等国内领先企业近年来持续发力其后市场服务品牌网络建设的主因。

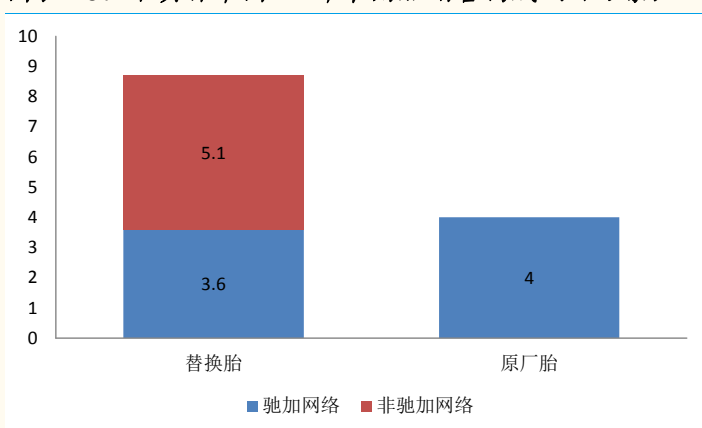
**替换胎是布局汽车后市场 O2O 的绝佳入口，由线下往线上拓展更易成功，且已有成功先例**

- **替换胎是汽车后市场 O2O 的绝佳入口。**汽车轮胎产品及其配套服务标准化程度高、市场容量和规模庞大、消费较为刚性，在线上销售的可行性高。这也是目前国内养护维修类线上平台如途虎、特维轮等均将轮胎作为切入点进而向其他后市场业务延伸的重要原因之一。
- **类似于更换轮胎的后市场服务本质上是服务，线下体验至关重要。**轮胎更换过程中需要用到的动平衡及四轮定位仪等工具成本在数万元，车主基本无法 DIY。客观上使得轮胎销售服务必须配套有覆盖便利的终端体验网络，终端实体店通过统一的标识形象和服务标准提升客户体验和黏性，通过服务获取轮胎销售的溢价。同时，服务网点通常还会提供汽车美容装饰、日常维修保养、易损件及耗材销售等服务内容，以进一步将客流量转化成订单创造利润。
- **汽车后市场服务由线下往线上拓展更容易成功。**汽车后市场本质上是服务行业，O2O 闭环应该是物流、资金流、信息流三者之间的闭环，且线上线下一相关方的利益应趋于一致，简言之，应该是线上、线下参与者共同将蛋糕做大，在获得消费者信任和满足消费者需求的前提下获取消费者的利润。从这个角度来讲，线上往线下拓展平台型的业务模式本质上是整个消费过程割裂开来，即线上赚取产品销售毛利，而线下只赚取劳务费，利益的不一致容易造成的负面影响：1、线下终端缺乏统一的服务形象和准则，客

户体验差，返厂率低；2、线上线下利益冲突，线上成交的客户本质上很有可能就是线下实体店的潜在客户，线上相当于分走了线下实体店在零配件等销售环节的利润，因此客观上造成线上对线下实体店的管控缺乏有效杠杆。大家已较为熟知的美国 Autozone、Monro Muffler 等行业巨头都是先有了成熟的线下网络和顺畅高效的管理体系之后再搭建网上平台的。建立一个电商平台并不难，而汽车维护保养的专业性要求却很高，建立起覆盖面广、服务优质、客户满意度高的线下网络绝非易事，我们相信最终能获得后市场超额收益的公司应该是拥有优秀服务品牌、高效稳定的供应链和闭环管控体系的公司，这也有可能成为途虎、特维轮等在内的企业成功拓展后市场的真正障碍。米其林驰加网络从立项到发展至 13 年底的约合 900 家网点用了数年的时间，但是搭建一个在线的交易平台形成 O2O 闭环模式只用了半年时间即成功开始运营。

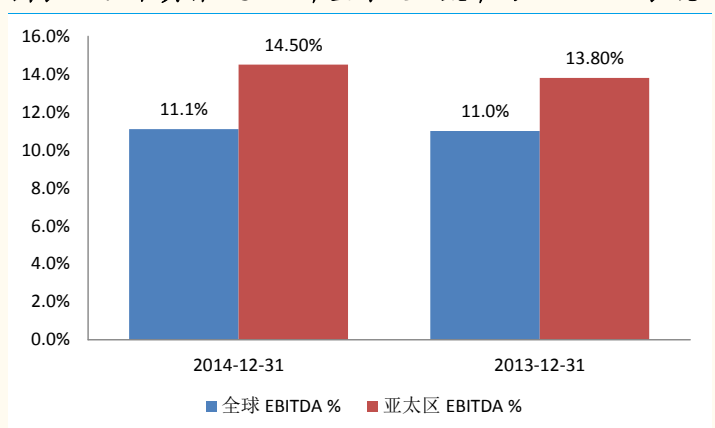
- 国内领先的后市场服务品牌米其林驰加由线下往线上拓展打造后市场 O2O 闭环。截止 2014 年底米其林在国内已建立约 1200 家驰加店，通过驰加渠道销售的轮胎约 360 万条左右，占米其林中国替换胎销售总量约 40%，占米其林中国市场轮胎销售总量也高达约 30%。米其林公司对终端店的管控主要包括：区域销售人员的督导，与总部对接的管理信息系统管控库存、零售及成交价，每个月的第三方神秘客检查服务流程质量。在驰加线下布局基本完善，运营体系较为顺畅的前提下，米其林在 13 年底开始试水自建线上交易平台，线上线下实现实时同价以避免对网络的价格体系造成冲击，目前已成功打造线上选购、预约线下维修门店及安装时间、下单、服务监控的完整 O2O 闭环。米其林 14 年年报公布的亚太区财务数据显示亚太区的利润率远高于全球平均水平，由于中国占比亚太区销量超过 60%，且米其林在中国市场的替换胎销量远大于其原配胎，因此我们预计驰加项目对于米其林中国地区的高利润应功不可没。

图表 10：米其林中国 14 年乘用车胎销售构成（百万条）



来源：公司网站、国金证券研究所

图表 11：米其林 13-14 年全球及亚太市场 EBITDA 表现



来源：米其林年报、国金证券研究所



图表 12：米其林驰加店服务类别

轮胎相关服务	机油相关服务	制动相关服务
		
当轮胎遇到问题，该如何挑选适合的轮胎呢？ ► 了解相关服务 ► 了解相关产品	当轮胎遇到问题，该如何挑选适合的轮胎呢？ ► 了解相关服务 ► 了解相关产品	当轮胎遇到问题，该如何挑选适合的轮胎呢？ ► 了解相关服务 ► 了解相关产品
灯光服务	雨刮器服务	蓄电池服务
		
当轮胎遇到问题，该如何挑选适合的轮胎呢？ ► 了解相关服务 ► 了解相关产品	当轮胎遇到问题，该如何挑选适合的轮胎呢？ ► 了解相关服务 ► 了解相关产品	当轮胎遇到问题，该如何挑选适合的轮胎呢？ ► 了解相关服务 ► 了解相关产品

来源：米其林驰加官方网站、国金证券研究所

图表 13：米其林驰加线上交易平台



TYRE PLUS 驰加 零售网站  
米其林轮胎官方授权

您的位置：上海

全国统一热线：40088 60088  
全国统一热线：40088 90088

产品防伪验证

Step 1 搜索轮胎

Step 2 选择轮胎

Step 3 选择门店及安装时间

Step 4 下单及支付

米其林 原厂正品保证

免费安装服务

CCC 3C质量认证

贴心售后保障

更多官方授权品牌

按车型查找

1 请选择品牌

2 请选择车系-车型

3 请选择年份-版本

查询

按尺寸查找

1 轮胎宽度

2 轮胎扁平比

3 轮毂直径

4 载重指数及速度级别

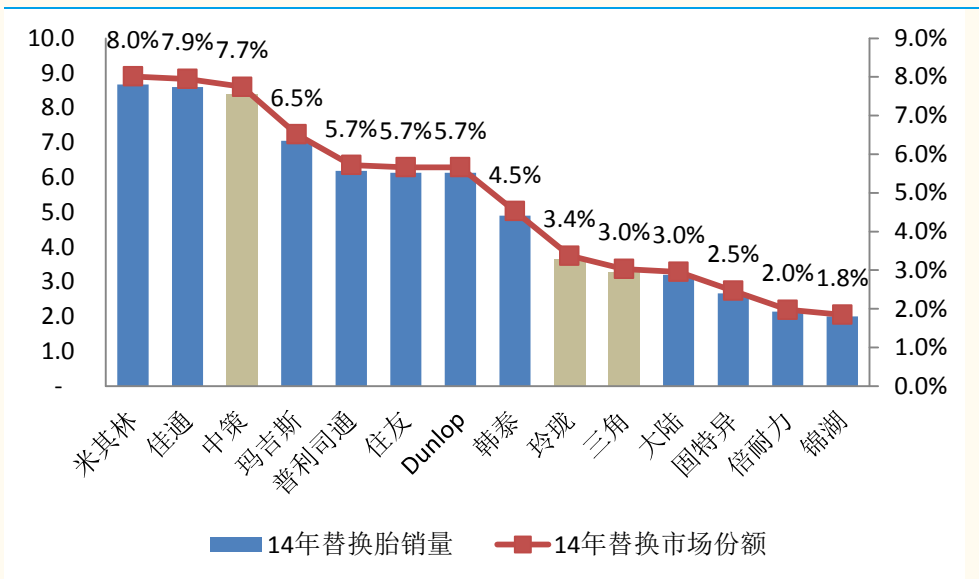
查询

来源：米其林驰加官方网站、国金证券研究所

跨国公司先入为主，占据国内替换胎市场大半壁江山，期待自主品牌突围

- 跨国公司占据了国内乘用车替换胎市场 80%以上的市场份额。跨国企业凭借较强的品牌影响力、原厂配套的市场号召力以及遍布全国的经销商及终端加盟商网络，结合自身较强的管理和培训输出，占据了国内替换胎市场份额的 80%以上。

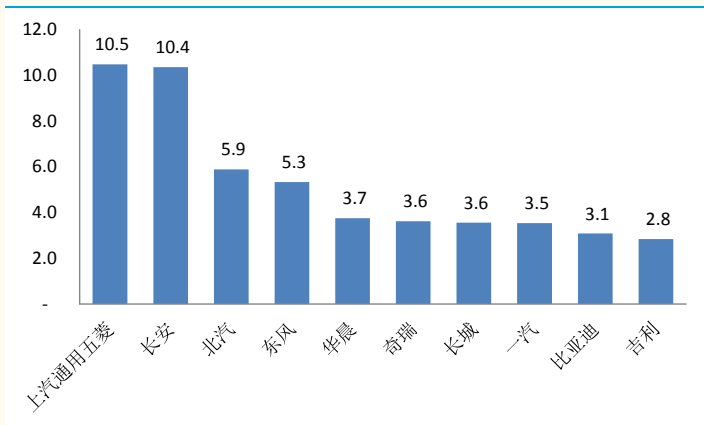
图表 14：14 年中国乘用车替换胎市场主流品牌销量（百万条）及市场份额



来源：Wind、国金证券研究所

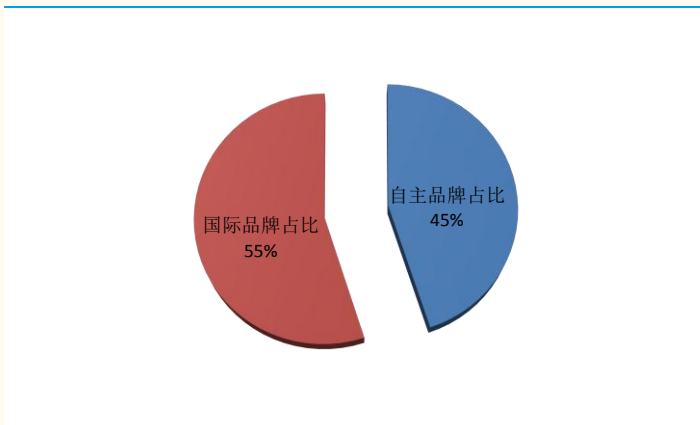
- 巨大的自主品牌乘用车保有量为国内轮胎企业突围提供了市场土壤。截止 2014 年年底，自主品牌保有量占比乘用车保有量近 45%。自主品牌车主普遍对价格较为敏感，对于产品的性价比要求较高，且车型偏低端，轮胎尺寸普遍集中于 16 寸以下的小尺寸轮胎。我们认为国内的轮胎企业发力替换胎市场可以考虑从高保有量的自主品牌车型着手突围。

图表 15：14 年国内自主品牌保有量前十品牌（百万辆）



来源：Wind、国金证券研究所

图表 16：国内自主及国际品牌乘用车保有量占比



来源：Wind、国金证券研究所

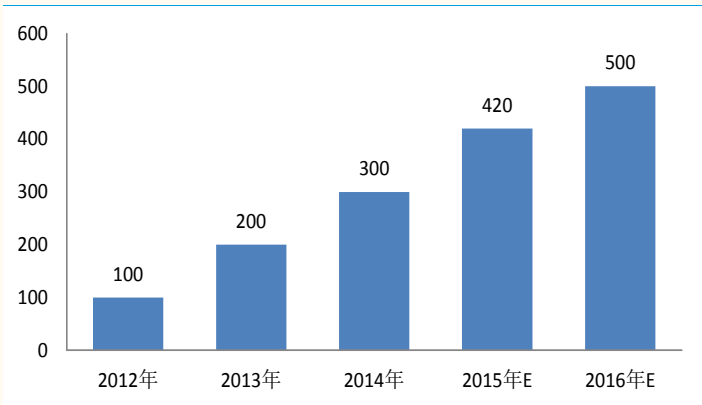
- 自主品牌轮胎企业有望利用目标客户群价格敏感的消费属性打造高粘性、低流失率、多赢利点的服务网络。汽车轮胎店所提供的服务涵盖轮胎更换、美容洗车、日常维修保养、易损件更换、耗材销售等服务，自主品牌车主由于对价格相对较为敏感，日常保养和易损件更换等较少会考虑 4S 店，轮胎品牌店具有选址上的便捷性，能够通过社区客户日常的每一次消费获取客户的信任以争取下一次潜在消费机会。因此，我们认为，只要轮胎服务网点的策略得当，在确保产品质量和价格竞争力的基础上，做好客户满意度管理，可以通过销量和大量自有品牌易损件、耗材等的销售实现高毛利。
- 我们坚信国内企业市场份额将会稳步提升。目前，国内企业已诞生能进入市场排名前十的品牌，以杭州中策橡胶的朝阳牌轮胎为例，其乘用车替换

胎在国内的销量 14 年已经超过 800 万条，市场份额排名第三，我们认为其成功的主因有以下几个方面：第一、公司在国内乘用车胎领域应属于自主品牌阵营中的第一品牌，得益于其深耕国内乘用车胎市场十余年，公司自 07 年开始即赞助车队参加中国汽车拉力锦标赛和各种漂移比赛，且每年在央视等主流媒体投入重金宣传公司品牌。第二、产品定位清晰，主攻对性价比要求高的中低端替换胎市场，公司轮胎平均售价在 300 元左右，产品品质稳定可靠，填补了国际厂商的市场空白，在国内自主品牌车主当中积累了较好的口碑。第三、公司在国内的经销商网络布局完善，通过经销商区域责任制的策略开拓当地替换市场。相信随着国内企业在品牌、渠道、产品力方面与国际品牌的差距的进一步缩小，自主品牌的整体市占率有望稳步提升。

#### 风神股份打造爱路驰服务网络以发力乘用车万亿后市场

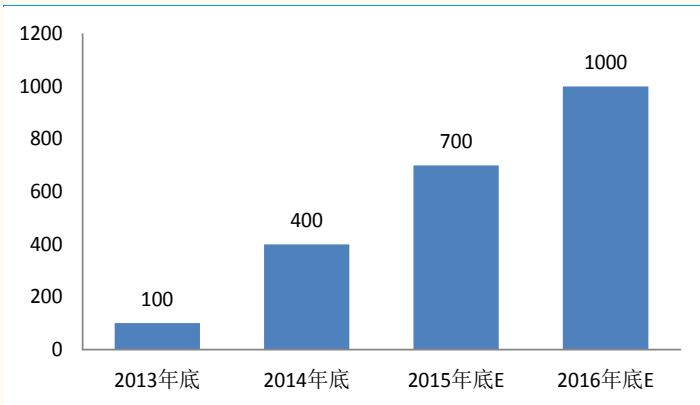
- 爱路驰有望被打造成为汽车后市场资源整合平台，最终有望构筑后市场 O2O 闭环。公司可借助爱路驰平台的品牌和规模优势整合乘用车后市场替换胎、易损件、耗材、维修零部件等资源。以轮胎为突破口吸引社会资本加盟以打造具有品牌和规模效应的服务网络；以服务网络为平台，从事汽车易损件、耗材及维修件的供应链业务；同时借助互联网平台实现集客、转化、成交、预约、导流及反馈的完整 O2O 闭环。公司于 2013 年底发布了爱路驰后市场服务品牌，目前全国已成功发展约 400 家经销商加盟，我们预计在 16 年底加盟网点将增加至 1000 家以上。公司乘用车胎业务约贡献销售收入的 10%，14 年产能利用率在 60% 左右，基本实现盈亏平衡，我们预计 16 年该业务板块有望开始为公司贡献利润。

图表 17：爱路驰品牌乘用车胎销量增长趋势（万条）



来源：公司资料、国金证券研究所

图表 18：爱路驰品牌网点发展趋势（个）



来源：公司资料、国金证券研究所

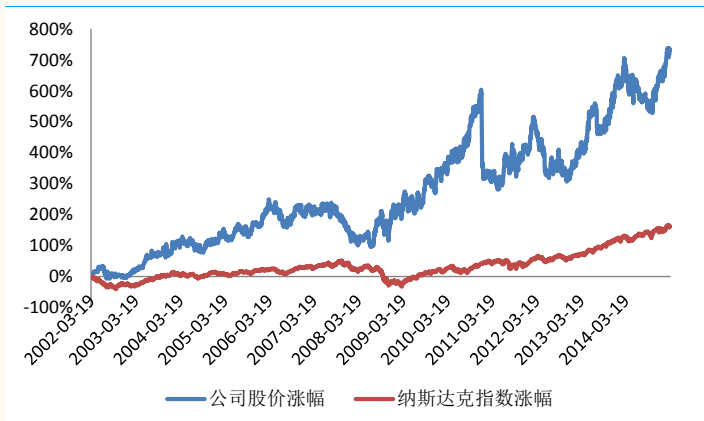
- 爱路驰后市场服务网络目前尚处于业务模式探索及市场培育阶段，但业务模式紧贴国际一线品牌的方向已然明确。公司 13 年底发布爱路驰后市场服务品牌战略，由于其在乘用车替换胎市场尚缺乏品牌知名度，公司通过每家加盟店补贴 10-20 万元的形式吸引投资人加盟，根据店面规格和所处市场级别签订轮胎销售协议，通过加盟商的批零达标率核定销售返利，利用商务政策管理终端加盟商。同时，公司正在焦作总部筹建培训中心，希望参照国际品牌的做法，通过输出品牌、管理标准和培训以提升爱路驰对投资人的吸引力。按照公司 14 年发展 300 家网点测算，其渠道标牌及装饰费用前三季度合计约 3000 万元左右，仅占当期销售费用的 7% 或当期销售收入的 0.5%，而新店开业之后能迅速贡献销量，因此并不会对公司的短期利润造成负面影响。
- 公司作为自主品牌率先试水后市场品牌服务网络的公司战略意义深远。目前，公司通过爱路驰服务网络销售的只有自有品牌轮胎产品，相信后续随着渠道数量及运营模式的进一步成熟，公司亦会参照米其林的做法，利用



平台整合后市场其他资源。我们相信基于目标客户群对于产品性价比要求高的属性，后续公司大概率会采用代工加贴牌的模式在渠道内销售耗材和易损件等产品以提升自身及渠道的利润率。

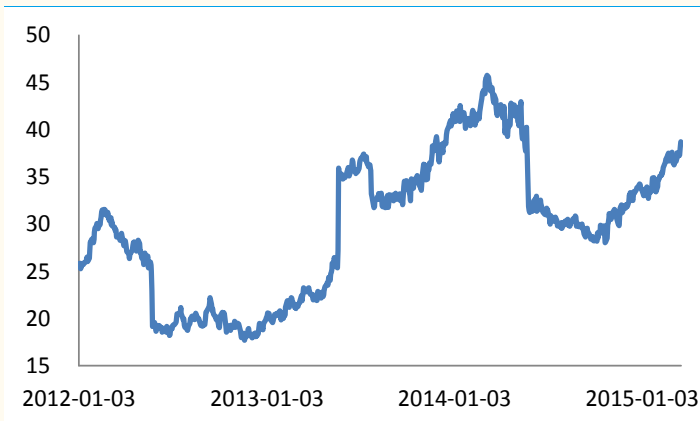
- 通过对美国 **Monro Muffler** 公司业务模式及经营业绩的分析更加坚定了我们对于后市场轮胎服务网络巨大商业价值的判断。Monro Muffler Brake, Inc. 主要在全美提供完整的轮胎、刹车片、排气系统、和悬置服务，并提供检查与维护服务。公司股价自 2002 年 3 月以来股价累计涨幅超过 730% 倍，而同期纳斯达克指数涨幅只有 163%。Monro Muffler 公司 PE (TTM) 自 12 年以来整体处于提升的态势，最近三年的平均值达到 30 倍。

图表 19: Monro Muffler 股价 02 年以来走势图



来源: Wind、国金证券研究所

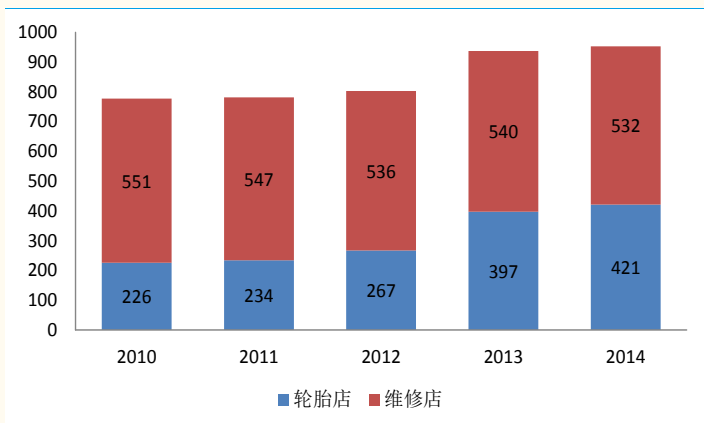
图表 20: Monro Muffler 12 年以来 PE (TTM) 走势图



来源: Wind、国金证券研究所

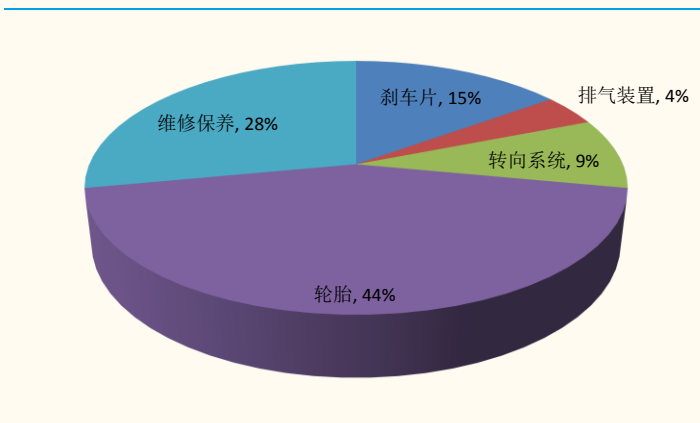
- 截止 14 年底该公司拥有 953 家自营店，直营店分轮胎店和维修店两种类型，两种类型的店提供的服务类别一致，只是侧重点有别，轮胎店的轮胎销售及更换服务占比高达 60%，而维修店轮胎相关收入比例只有 18%。从 Monro Muffler 公司近五年以来两种类别网点的发展来看，其明显增加了轮胎店的数量，而维修店的数量甚至有所减少。Monro Muffler 公司平均每个网点贡献的销售收入中，轮胎业务占比高达 44%，轮胎店的轮胎相关业务收入占比高达 60%。

图表 21: Monro Muffler 近年服务网点构成 (个)



来源: Wind、国金证券研究所

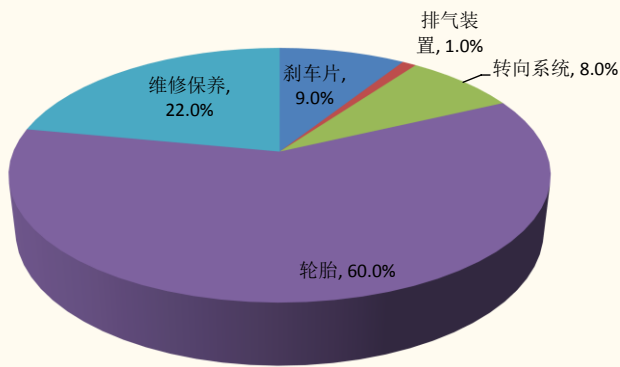
图表 22: Monro Muffler 14 年分服务类别销售收入构成



来源: Wind、国金证券研究所

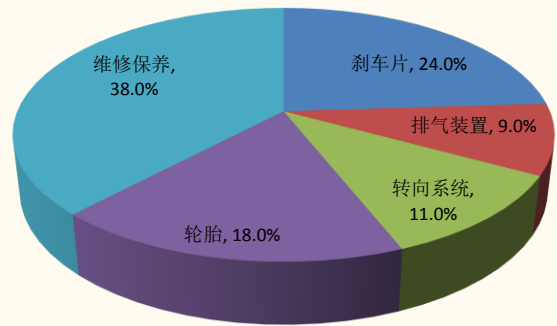


图表 23：公司轮胎店服务类别 14 年销售收入占比



来源：Wind、国金证券研究所

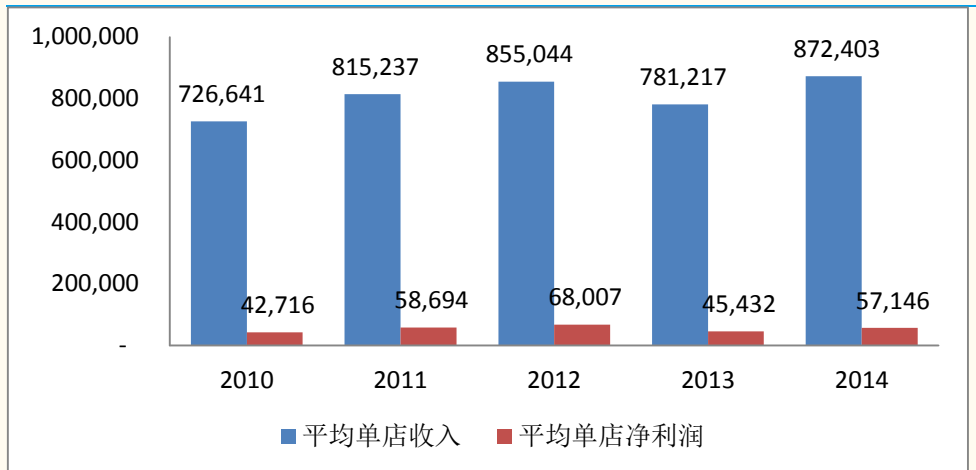
图表 24：公司维修店服务类别 14 年销售收入占比



来源：Wind、国金证券研究所

- Monro Muffler 公司平均单店销售收入和净利润最近五年也呈上升趋势，按照公司目前的市值 20.2 亿美元计算，公司 14 年底所拥有的 953 家网点，平均每家直营店折合市值约 212 万美元。

图表 25：Monro Muffler 历年平均单店收入和利润趋势（美元）

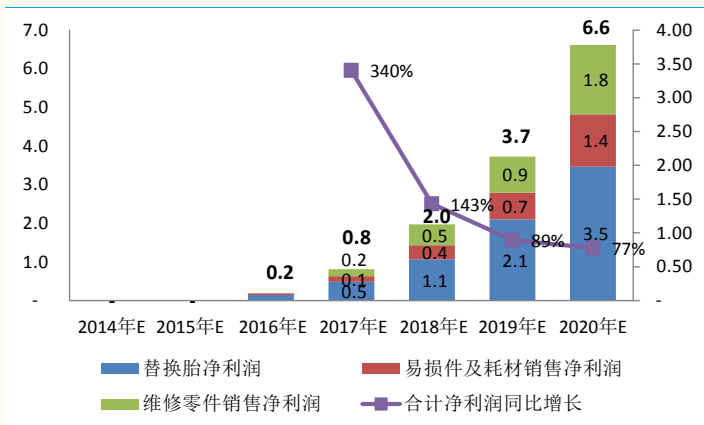


来源：wind、国金证券研究所

#### 风神爱路驰轮胎服务网络商业价值估算

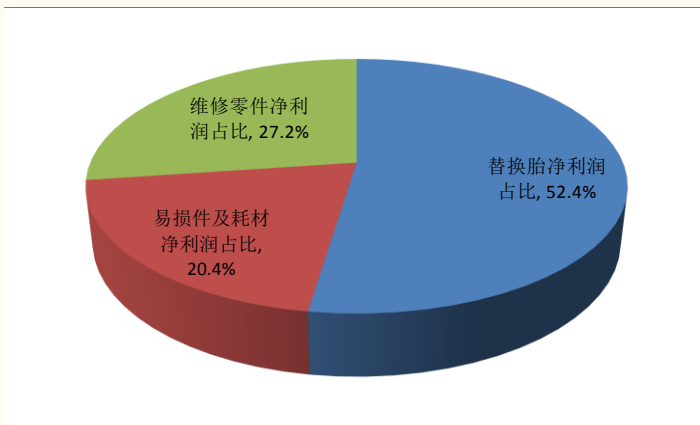
- 爱路驰作为公司整合汽车后市场业务的平台，中长期价值巨大。爱路驰带给公司的利润增长点至少包含三部分：替换胎利润，易损件及耗材供应链服务所带来的利润，高保有量车辆维修零部件供应链服务所带来的利润。随着爱路驰品牌知名度和覆盖率的逐步提升，服务网络所能带给公司的价值提升愈快，从而使得单店的价值逐年快速提升，因此我们认为评估爱路驰的价值应该着眼于中长期。我们预计爱路驰有望从 16 年开始为公司贡献利润，17 年之后步入高速成长期，到 2020 年公司的替换胎业务有望给公司创造近 7 亿元的净利润，折合公司 14 年预测净利润的 1.8 倍左右。且爱路驰服务品牌和后市场供应链体系的打造能够确保公司 2020 年之后仍维持五年以上的持续高增长。我们参照目前国内类似米其林驰加店的收入及利润结构，包括国内独立维修连锁行业内零件、易损件、耗材等在供应链环节的利润率水平，并以此反推轮胎厂家相关业务的收入及利润数据，以期量化爱路驰网络的商业价值。目前米其林驰加店的利润结构大约是：卖轮胎占 30%，保养和配件销售占 30%，洗车美容占 30%，补胎定位占 10%。

图表 26：爱路驰业务利润构成（亿元）及增长趋势预测



来源：公司资料、国金证券研究所

图表 27：爱路驰业务 2020 年利润构成预测



来源：公司资料、国金证券研究所

- **替换胎业务将成为驱动公司进入高增长轨道的主力引擎。**参照公司中期业务发展规划，结合我们对替换胎市场的调研，我们对公司替换胎业务的发展趋势做了如下假设：1、加盟商网点数从 14 年的 400 家逐年增长至 2020 年的 3000 家。15-16 年公司仍处于品牌和网络盈利的培育阶段，拓展步伐相对较慢，预计 17 年之后拓展速度有望大幅提升；2、单店替换胎销量，目前一线品牌平均约 3000 条，我们保守预测爱路驰 2020 年平均单店销量达到 3000 条。3、平均单价，目前风神爱路驰品牌轮胎单条出厂价格平均约 220 元，我们预计随着品牌和渠道的影响力进一步提升，2020 年有望增长至每条 350 元左右。4、净利润率，15 年基本处于盈亏平衡点附近，预计 16 年开始随着销量的大幅放量，利润率有望提升至 6%，考虑到目前一线品牌在国内替换胎市场的出厂价利润率均在 15%以上，我们认为风神有望在 2020 年达到 11%的净利润率。

图表 28：爱路驰替换胎业务发展及盈利趋势预测

	2016年E	2017年E	2018年E	2019年E	2020年E
爱路驰网点数预测	1200	1500	2000	2500	3000
单店平均销售轮胎数预测（条）	800	1200	1800	2400	3000
替换胎销售总数预测（条）	960,000	1,800,000	3,600,000	6,000,000	9,000,000
替换胎市场容量预测（条）	134,810,382	151,959,848	171,939,633	195,437,206	222,157,510
爱路驰品牌替换胎市占率预测	0.7%	1.2%	2.1%	3.1%	4.1%
爱路驰轮胎平均出厂单价预测（元）	250	300	330	350	350
替换胎总销售收入预测（元）	240,000,000	540,000,000	1,188,000,000	2,100,000,000	3,150,000,000
平均单店替换胎销售收入预测（元）	400,000	600,000	825,000	1,050,000	1,400,000
风神股份替换胎业务净利润率预测	6%	9%	9%	10%	11%
风神股份替换胎业务贡献净利润预测（元）	14,400,000.00	48,600,000.00	106,920,000.00	210,000,000.00	346,500,000.00
平均单店替换胎业务贡献净利润（元）	12,000.00	32,400.00	53,460.00	84,000.00	115,500.00

来源：公司资料、国金证券研究所

- **车辆易损件及耗材业务将会是风神通过爱路驰平台整合的又一强劲利润增长点。**公司替换胎目标客户普遍对产品价格较为敏感，因此追求产品性价比将会给风神开展易损件和耗材供应链业务提供契机，易损件和部分耗材的生产工艺及技术壁垒相对较低，公司可以采取委托第

三方生产贴牌销售的模式赚取高额利润，根据我们对美国 Autozone 等龙头公司的研究发现，其长期获取高回报的诀窍之一就是自有品牌产品销售。对于品牌消费偏好较强的消费者，公司亦可效仿米其林的模式，统一采购以争取更大折扣并分销配送至终端以赚取一定的差价，且能提升经销商的利润率。我们预计公司自 16 年开始会考虑开展该项业务并产生利润，18 年开始进入爆发增长轨道。

图表 29：爱路驰汽车易损件及耗材供应链业务发展及盈利趋势预测

	2016年E	2017年E	2018年E	2019年E	2020年E
易损件及耗材单店平均产生销售收入预测（元）	100,000.00	150,000.00	200,000.00	240,000.00	300,000.00
易损件及耗材销售净利润率预测	5%	8%	10%	12%	15%
易损件及耗材销售净利润预测（元）	4,000,000.00	14,400,000.00	36,000,000.00	69,120,000.00	135,000,000.00
平均单店易损件及耗材产生净利润预测（元）	3,333.33	9,600.00	18,000.00	27,648.00	45,000.00

来源：公司资料、国金证券研究所

- **维修零部件供应链业务有望受益于目标客户群 4S 店返厂率降低趋势。**我们认为公司可采取委托加工及贴牌销售的模式开展维修零部件的供应链业务，一方面可以增加公司赢利点并提升客户黏性，另一方面也可以帮助加盟商解决车辆维修零件采购的问题，提升加盟商盈利性的同时可以吸引更多的社会资本投资爱路驰品牌。预计公司 17 年有望开展该业务并在当年开始贡献利润增量。

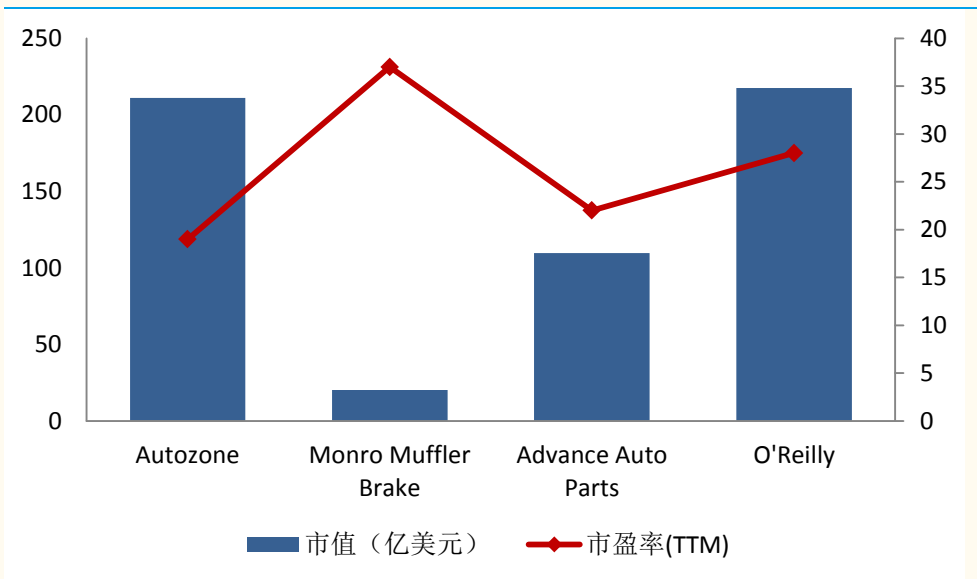
图表 30：爱路驰汽车维修零件供应链业务发展及盈利趋势预测

	2017年E	2018年E	2019年E	2020年E
维修零件单店平均产生销售收入预测（元）	150,000.00	250,000.00	300,000.00	400,000.00
维修零件销售利润率预测（元）	10%	12%	13%	15%
维修零件销售净利润预测（元）	18,000,000.00	54,000,000.00	93,600,000.00	180,000,000.00
维修零件单店平均产生净利润预测（元）	15,000.00	30,000.00	39,000.00	60,000.00

来源：公司资料、国金证券研究所

- **爱路驰业务发展到成熟期后的市场价值有望达到 300 亿元以上。**以爱路驰业务 2020 年进入成熟期后的年盈利预测 6.6 亿元作为估值参考基准，我们认为由于受益于汽车后市场的持续高增长，且参照美国汽车后市场主要上市公司的估值，2020 年公司爱路驰业务可以给予 30 倍 PE，市场价值有望达到 200 亿元以上。

图表 31：美国后市场主要上市公司估值水平（截止 2015/3/17）



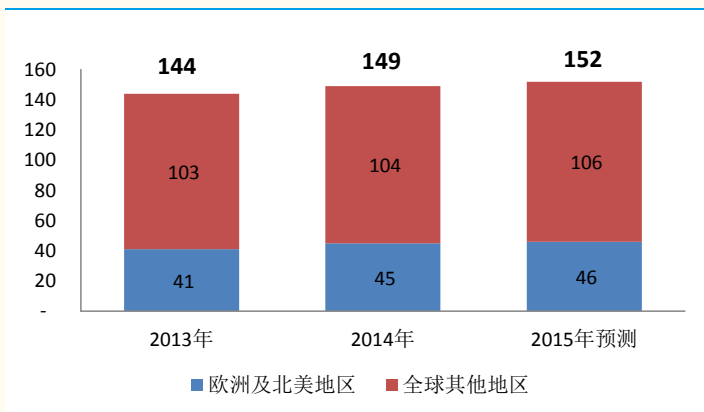
来源：Wind、国金证券研究所

## 公司传统业务有望保持稳健增长

### 全球商用车胎市场需求有望保持平稳

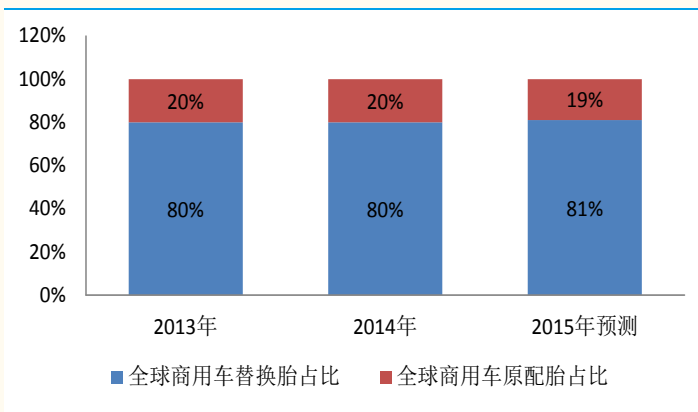
- 海外商用车胎市场近年总体运行平稳。全球商用车胎市场整体上呈现存量经济主导的格局，替换胎占比高达 80%，行业增长维持平稳态势。市场规模（不含轻卡、客车）15 年有望稳步增长至 1.5 亿条。

图表 32：全球各地区近年商用车胎市场规模（百万条）



来源：倍耐力公司 14 年年报、国金证券研究所

图表 33：全球各地区近年商用车胎结构比例

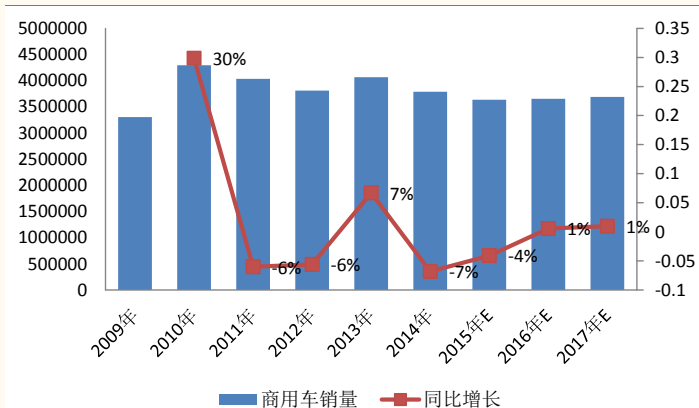


来源：倍耐力公司 14 年年报、国金证券研究所

- 国内商用车胎市场规模预计未来三年总体维持平稳。首先，国内商用车保有量已经稳步增长至 2000 万辆以上，确保了替换胎市场的稳步增长；其次，国内商用车行业未来三年总体有望保持平稳，确保了原配胎市场需求的稳定。

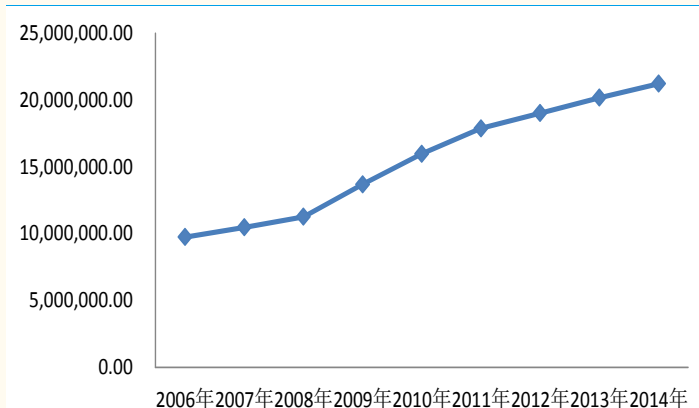


图表 34：近年来商用车市场发展趋势及展望（辆）



来源：Wind、国金证券研究所

图表 35：中国商用车保有量增长趋势（辆）

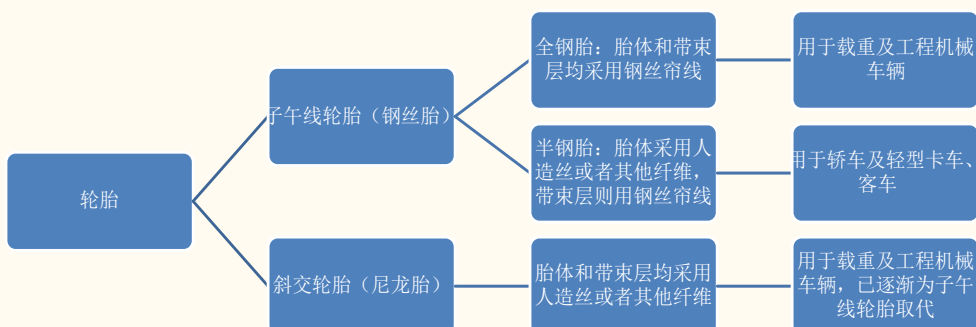


来源：Wind、国金证券研究所

### 中国商用车轮胎行业产品结构将继续往 100%子午化方向调整

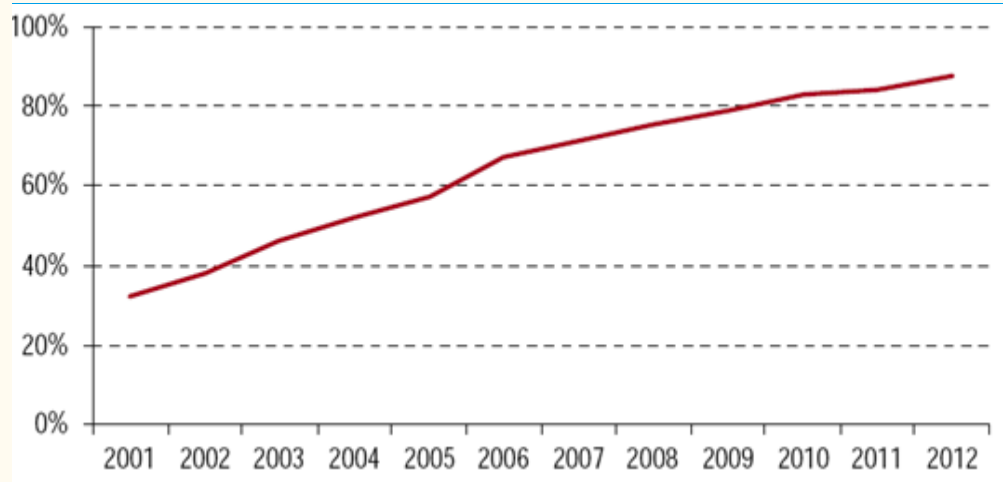
- 汽车轮胎子午化率稳步提升是行业大趋势。轮胎按结构可分为子午线轮胎和斜交轮胎，其中子午线轮胎又可分为全钢胎和半钢胎，前者主要应用于载重及工程机械车辆，后者主要用于轿车及轻型卡车、客车。目前欧美、日本等发达国家的轿车胎子午化率已达 100%，载重胎的子午化率也在 90% 以上。我国工信部在 2010 年公布的《轮胎产业政策》中明确要求到 2015 年，乘用车胎的子午化率要达到 100%，轻型载重车胎的子午化率要达到 85%，载重车胎的子午化率要达到 90%。截止 2013 年，中国生产的轮胎子午化率已经稳步提升至 89%，而 2000 年的轮胎子午化率才 32%。我们预计随着子午线轮胎品质的不断改进，轮胎的子午化率将进一步提升。

图表 36：汽车轮胎分类及应用领域示意图



来源：百度、国金证券研究所

图表 37：我国轮胎子午化率情况



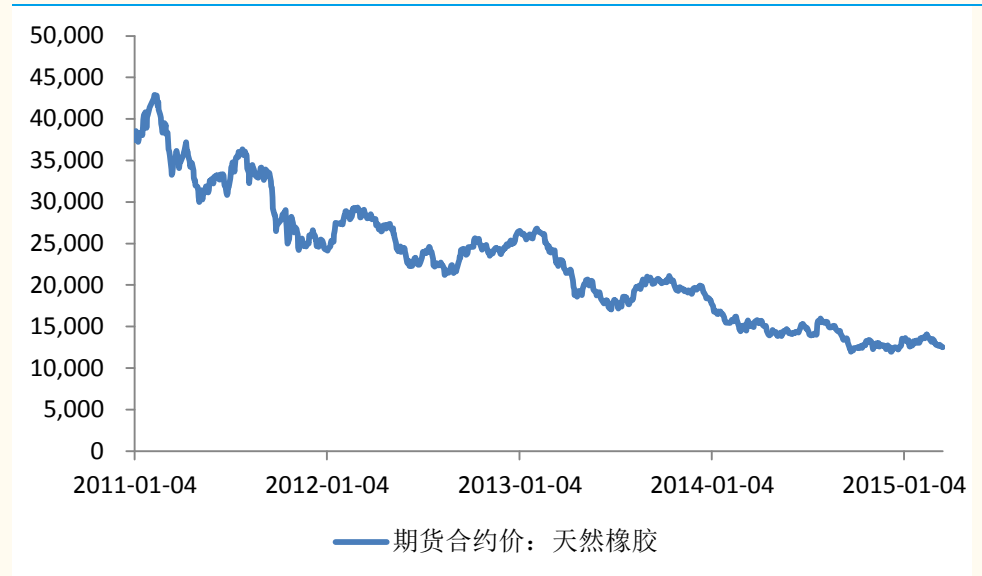
来源：中国产业信息网、国金证券研究所

- 行业内汽车轮胎企业综合毛利率有望继续受益于结构优化。子午线轮胎与斜交轮胎相比，弹性大，耐磨性好，滚动阻力小，附着性能好，缓冲性能好，承载能力大，不易刺穿，但制造技术要求高，成本较高，相应的产品毛利率也较高。预计随着产业政策的逐步引导和消费者对子午胎消费偏好的进一步增强，轮胎企业子午胎产品占比会进一步提升进而推动综合毛利率。

#### 公司商用车业务盈利能力有望保持稳健增长态势

- 预计天胶价格总体将保持低位平稳运行，有利于公司生产成本控制。天胶约占比公司制造成本的 45%，天胶价格缓慢上涨或下降对企业成本控制及稳定销售毛利率总体都是有利的。

图表 38：国内天然橡胶期货合约价格走势（元/吨）

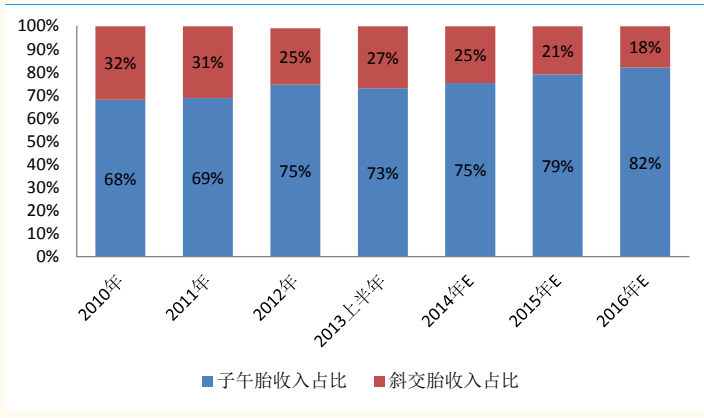


来源：上海期货交易所、国金证券研究所

- 商用车子午胎占比提升将驱动风神综合毛利率进一步提升。紧跟中国汽车轮胎子午化的大趋势，公司自 10 年以来子午胎的收入占比逐年稳步提升，

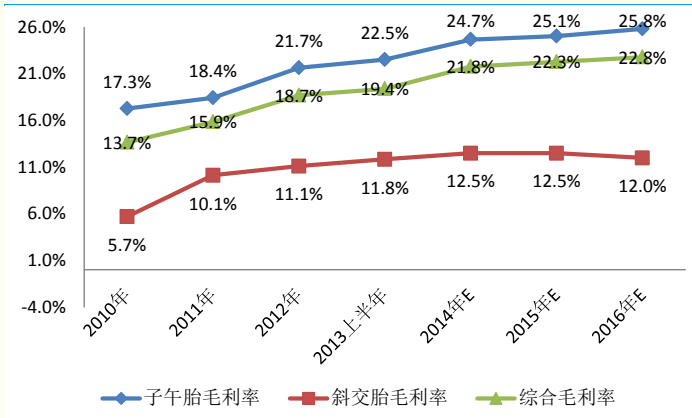
我们预计随着公司乘用车半钢胎的逐步放量以及商用车子午胎占比的进一步提升，公司子午胎业务占轮胎业务总收入的比例将从 14 年的 75%左右提升至 16 年的约 81%，从而推动公司综合毛利率从 2013 年的 20%逐步提升至 2016 年的 23%。

图表 39：公司历年轮胎业务收入构成发展趋势及预测



来源：Wind、国金证券研究所

图表 40：公司历年的子午胎和斜交胎业务毛利率及预测

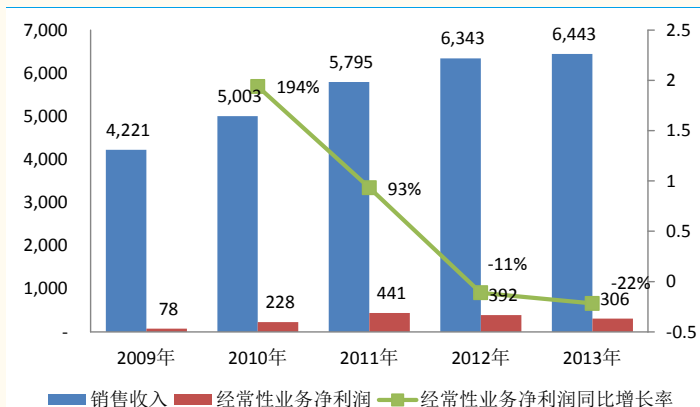


来源：Wind、国金证券研究所

#### 可以预期的与倍耐力公司工业胎业务的整合具备巨大想象空间

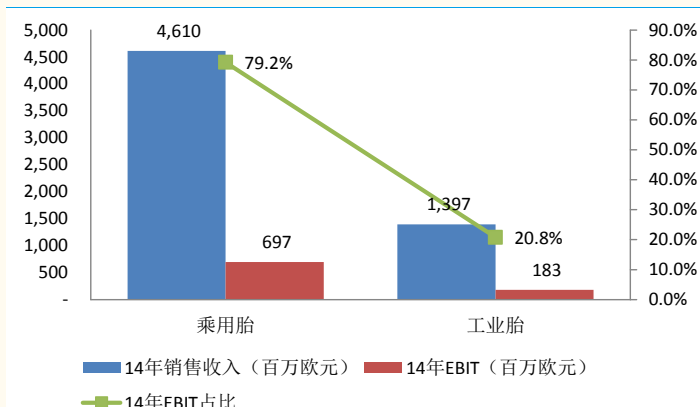
- 携手倍耐力有望成就风神商用车胎业务全球霸主的地位。公司已于 2015 年 3 月 23 日晚公布控股股东中国化工橡胶有限公司拟收购意大利倍耐力公司，且倍耐力公司的工业胎业务将与母公司在国内的战略资产整合，在条件具备时与风神股份进行重组。风神股份有望在不久的将来搭上倍耐力的顺风车成就其全球商用车胎霸主的地位。
- 倍耐力工业胎与风神股份商用胎的业务整合有望再造数个风神。我们认为此举一旦成行，将会在以下三个层面对公司中长期的发展带来实质性的巨大利好，最终有望再造数个风神股份：
  - 第一，倍耐力公司强大的品牌、技术、生产管理能力有望给风神轮胎在国内市场的竞争力带来质的飞跃，从而进一步提升公司在国内的领先地位；
  - 第二，轮胎行业规模经济效应对于公司的市场竞争力和盈利性至关重要，合并之后有望优化公司整体的产能利用率、尤其是在研发支出上的协同效应将会实质性提升公司利润率；
  - 第三，倍耐力在全球市场的强大竞争力有望大幅提升风神品牌在国际市场的开拓和议价能力，从而彻底打开风神商用车胎业务天花板。
  - 第四，倍耐力 13 年工业胎的净利润约合人民币 5.5 亿元，14 年财务数据尚未经过审计，但预计受欧洲和南美市场的拖累，同比有所下滑。风神股份 13 年和 14 年预测全年净利分别为 3.7 亿元、4.3 亿元。预计业务合并之后随着市场进一步开拓和协同效应的显现，公司净利润还有较大的提升空间。

图表 41：倍耐力历年收入及净利润情况（百万欧元）



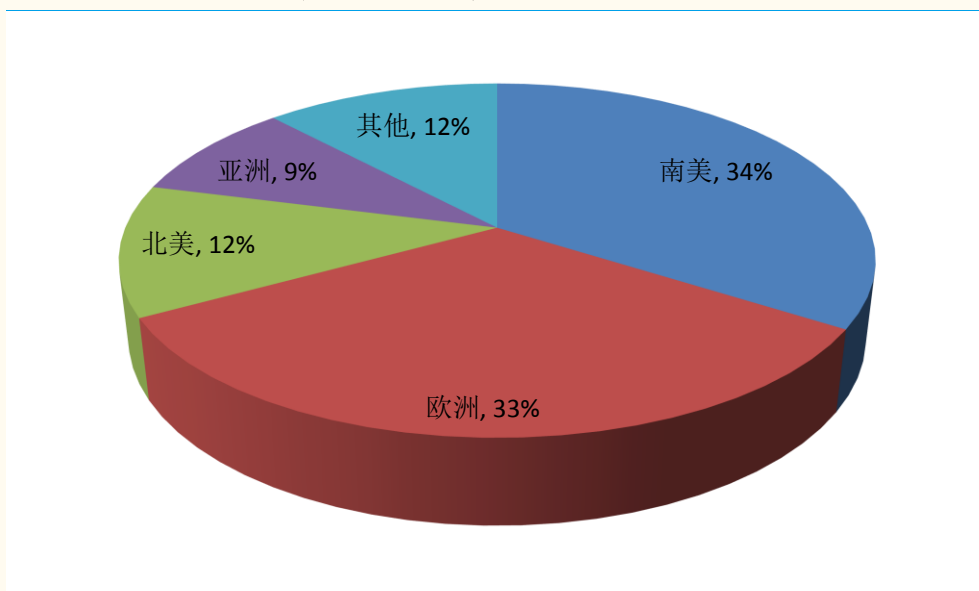
来源：公司年报、国金证券研究所

图表 42：倍耐力 14 年收入及 EBIT 构成（百万欧元）



来源：公司年报、国金证券研究所

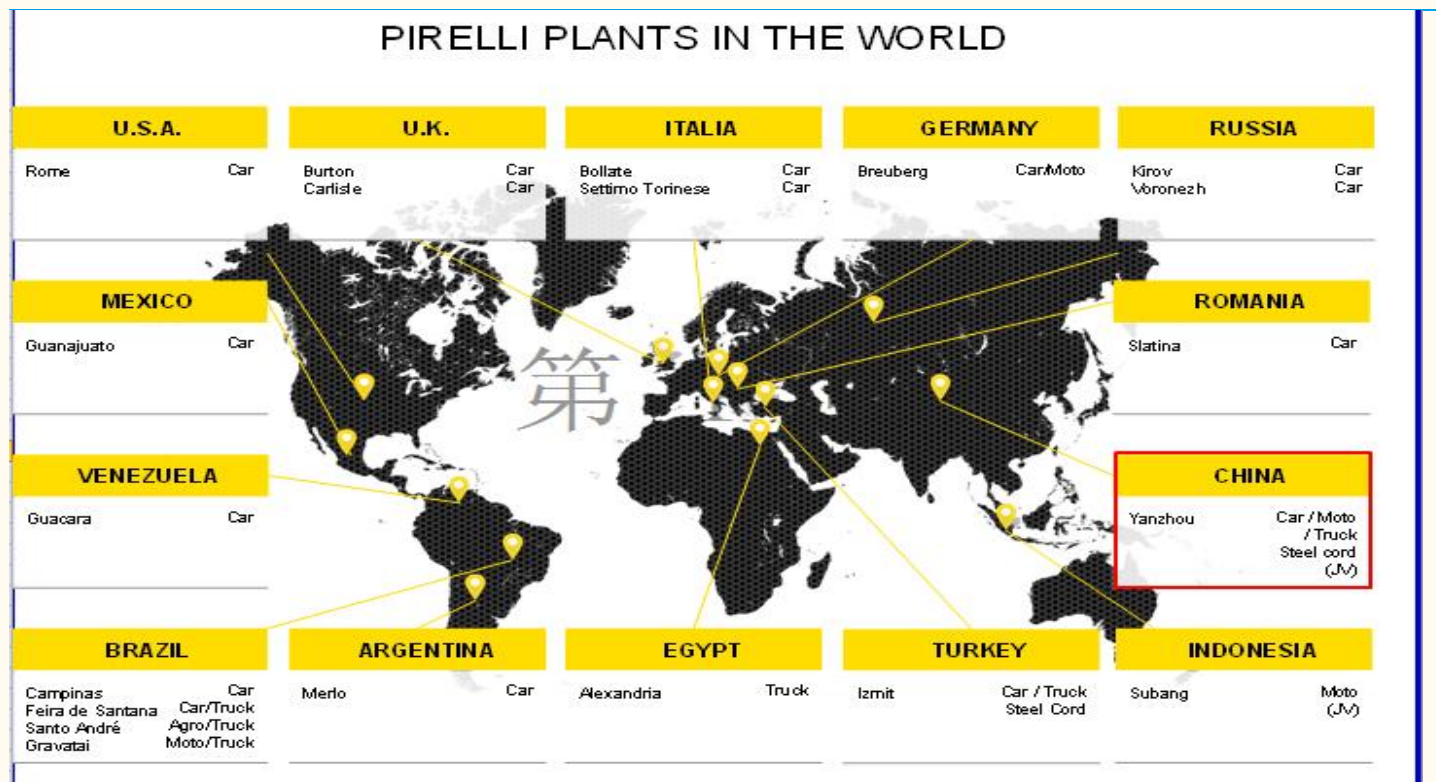
图表 43：倍耐力 2014 年全球销量分布



来源：公司年报、国金证券研究所

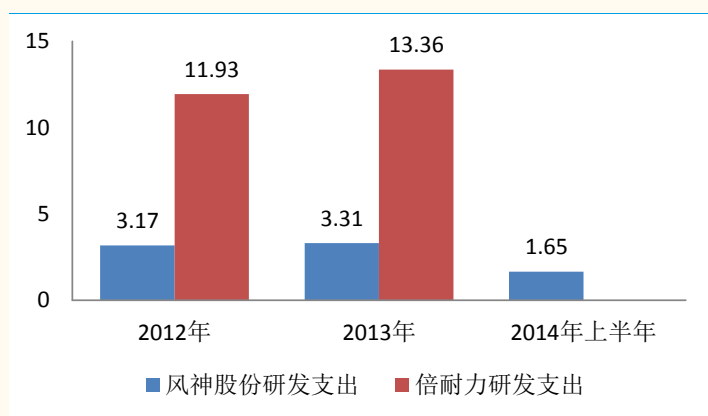


图表 44：倍耐力公司全球产能分布示意图



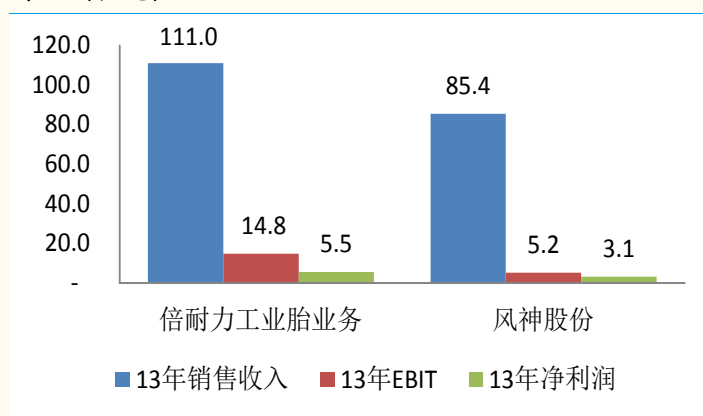
来源：公司官网、国金证券研究所

图表 45：倍耐力与风神股份历年研发支出对比（亿元）



来源：公司年报、国金证券研究所

图表 46：倍耐力工业胎业务与风神股份 13 年收入及利润对比（亿元）



来源：公司年报、国金证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测与估值测算

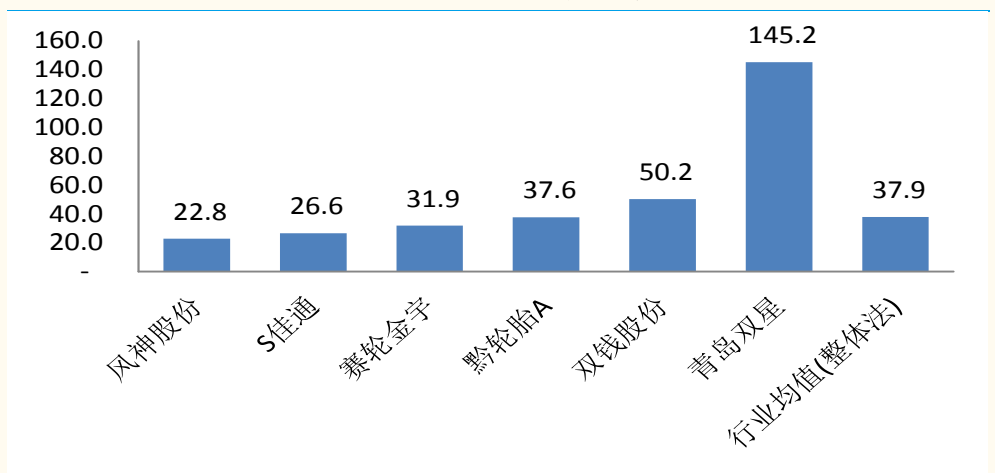
- 我们预计，公司 14-16 年实现销售收入分别为 83.3、85.4、90.2 亿元，实现净利润分别为 3.7、4.3、5.4 亿元，同比分别增长 18%、16%、27%，对应 EPS 分别为 0.99 元、1.14 元、1.45 元。参照 A 股轮胎类可比上市公司静态 PE 估值水平，我们保守给予公司对应 15 年 25 倍静态估值，目标价 29 元。
- 分业务核心假设如下：

- 传统业务即商用车胎板块，我们假设商用车子午胎占比会逐年提升，15 年和 16 年销售收入的同比增长率假设分别为 6%和 10%，而商用车斜交胎销售收入 15 年和 16 年会以-10%的同比增速下滑，商用车胎总销售收入 15 年和 16 年同比增长 2%和 5%。
- 新业务即乘用车胎板块，我们预计 14-16 年的销售收入同比增长率分别为 40%，40%和 45%，对应公司乘用车胎 14-16 年目标销量分别为 300 万条，420 万条，500 万条，16 年销售收入增速快于销量增速主因是我们预计随着爱路驰品牌网络的逐渐成熟，公司内销和替换胎销量占比会提升，从而推动收入和毛利的更快增长。
- 公司综合毛利率，受益于商用车胎结构的优化和乘用车胎的逐渐放量，预计将从 14 年的 21.8%提升到 15 年、16 年的 22.3%、22.9%。其中，商用车胎 14-16 年的整体毛利率预计分别为 21.9%，22.5%，22.8%。乘用车胎业务；乘用车胎得益于产能利用率和产品销售单价的提升，毛利率将从 14 年的 18%逐年提升到 15、16 年的 20%和 23.5%。

#### 投资建议

- 我们认为，公司传统商用车胎业务综合竞争力较强，盈利能力稳健，且有作为母公司中国化工集团轮胎业务资产整合平台的预期支撑，为目前的股价提供了较高的安全边际。乘用车胎业务前景光明，借助爱路驰服务网络在万亿汽车后市场的布局，为公司的成长彻底打开了天花板。公司当前股价对应其 15 年动态 PE 仅约 20 倍，具备极高的安全边际，作为汽车后市场的绝佳标的，公司目标价为 29 元，我们首次覆盖给予“买入”评级。
- 从 A 股轮胎行业可比上市公司 PE 角度看，行业的 TTM 静态 PE 达到 38 倍，而我们给予公司的 15 年动态 PE 目标仅为 25 倍，具备较高安全边际。可以预期的倍耐力工业胎业务与中化橡胶公司旗下其余轮胎业务整合后再与风神股份的重组，有望与公司现有业务形成良好协同，两者工业胎业务整合后竞争力更有望独步全球。倍耐力 13 年工业胎的净利润约合人民币 5.5 亿元，折合风神 14 年预测净利润的 1.5 倍，可以预期的是，随着两家公司在资本、技术、品牌、产能、管理等方面的逐步协同，有望再造数个风神股份。

图表 47：A 股可比轮胎上市公司 TTM PE 水平（截止 2015/3/26）



来源：国金证券研究所

- 与 A 股后市场标的金固股份、德联集团、隆基机械对比，三家公司的市值分别高达 103 亿元、103 亿元、101 亿元，对应 15 年动态 PE 分别为 64 倍、45 倍、124 倍，风神股份的目标市值也仅 109 亿元，但 15 年动态 PE 仅 25 倍。

#### 风险提示

- **爱路驰业务发展进度低于预期。**爱路驰业务是公司未来最大看点，若爱路驰业务推进进度低于预期，将会对公司估值水平造成负面影响。
- **传统商用车胎业务增长低于预期。**商用车胎业务目前是公司的盈利主要来源，若增长低于预期，将会影响公司 EPS 和估值。
- **主要原材料天胶价格大幅波动的风险。**天胶占比公司产品制造成本的 45% 以上，天胶价格的暴涨暴跌均不利于公司的成本控制，进而严重影响到公司的毛利率。
- **控股股东收购倍耐力及工业胎业务整合低于预期。**控股股东收购倍耐力以及未来整合后与公司现有业务重组是公司另一重要看点，若收购倍耐力最后失败或者与橡胶公司其余轮胎资产整合低于预期，这将影响风神传统业务的发展前景。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>主营业务收入</b>	<b>10,230</b>	<b>9,023</b>	<b>8,538</b>	<b>8,330</b>	<b>8,598</b>	<b>9,228</b>
增长率		-11.8%	-5.4%	-2.4%	3.2%	7.3%
主营业务成本	-8,608	-7,334	-6,808	-6,514	-6,677	-7,119
%销售收入	84.1%	81.3%	79.7%	78.2%	77.7%	77.2%
毛利	1,622	1,689	1,730	1,816	1,921	2,108
%销售收入	15.9%	18.7%	20.3%	21.8%	22.3%	22.8%
营业税金及附加	-128	-90	-93	-92	-95	-102
%销售收入	1.3%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-287	-455	-580	-600	-628	-674
%销售收入	2.8%	5.0%	6.8%	7.2%	7.3%	7.3%
管理费用	-624	-514	-444	-516	-559	-600
%销售收入	6.1%	5.7%	5.2%	6.2%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	582	629	614	608	640	733
%销售收入	5.7%	7.0%	7.2%	7.3%	7.4%	7.9%
财务费用	-299	-228	-166	-131	-86	-66
%销售收入	2.9%	2.5%	1.9%	1.6%	1.0%	0.7%
资产减值损失	-22	-74	-77	-41	-44	-37
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	2	2	2
%税前利润	0.4%	0.4%	0.2%	0.4%	0.4%	0.3%
营业利润	263	329	371	438	512	633
营业利润率	2.6%	3.6%	4.3%	5.3%	6.0%	6.9%
营业外收支	10	10	4	8	8	8
税前利润	273	339	375	446	520	641
利润率	2.7%	3.8%	4.4%	5.3%	6.1%	6.9%
所得税	-39	-51	-62	-76	-88	-109
所得税率	14.2%	15.0%	16.5%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	234	288	313	370	432	532
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>234</b>	<b>288</b>	<b>313</b>	<b>370</b>	<b>432</b>	<b>532</b>
净利率	2.3%	3.2%	3.7%	4.4%	5.0%	5.8%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	234	273	313	370	432	532
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	295	371	388	362	338	304
非经营收益	195	199	182	139	100	83
营运资金变动	-395	-143	-570	200	-22	-50
<b>经营活动现金净流</b>	<b>329</b>	<b>700</b>	<b>313</b>	<b>1,071</b>	<b>847</b>	<b>869</b>
资本开支	-419	-193	-126	341	268	-222
投资	0	-11	1	0	0	0
其他	1	1	1	2	2	2
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-418</b>	<b>-203</b>	<b>-124</b>	<b>343</b>	<b>270</b>	<b>-220</b>
股权募资	35	0	0	0	0	0
债权募资	598	-327	11	-1,007	-209	1
其他	-267	-262	-196	-145	-147	-141
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>367</b>	<b>-589</b>	<b>-185</b>	<b>-1,152</b>	<b>-357</b>	<b>-140</b>
<b>现金净流量</b>	<b>277</b>	<b>-91</b>	<b>4</b>	<b>262</b>	<b>761</b>	<b>509</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	715	535	538	800	1,561	2,070
应收款项	1,261	1,634	1,601	2,017	2,040	2,159
存货	1,129	825	1,033	982	1,006	1,073
其他流动资产	414	252	198	521	534	570
流动资产	3,519	3,246	3,370	4,320	5,141	5,871
%总资产	50.4%	46.6%	46.7%	57.5%	66.1%	69.2%
长期投资	34	46	38	38	38	38
固定资产	3,229	3,480	3,524	2,968	2,417	2,381
%总资产	46.2%	50.0%	48.8%	39.5%	31.1%	28.1%
无形资产	109	92	121	18	16	14
非流动资产	3,464	3,719	3,853	3,194	2,640	2,613
%总资产	49.6%	53.4%	53.3%	42.5%	33.9%	30.8%
<b>资产总计</b>	<b>6,983</b>	<b>6,965</b>	<b>7,223</b>	<b>7,514</b>	<b>7,781</b>	<b>8,484</b>
短期借款	1,704	1,628	1,155	209	0	0
应付款项	1,585	1,888	2,022	2,832	2,910	3,107
其他流动负债	82	122	24	179	184	194
流动负债	3,371	3,638	3,201	3,221	3,094	3,301
长期贷款	1,508	1,024	1,488	1,488	1,488	1,489
其他长期负债	71	67	62	0	0	0
<b>负债</b>	<b>4,951</b>	<b>4,729</b>	<b>4,751</b>	<b>4,709</b>	<b>4,582</b>	<b>4,790</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,997</b>	<b>2,234</b>	<b>2,472</b>	<b>2,805</b>	<b>3,199</b>	<b>3,694</b>
少数股东权益	35	2	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,983</b>	<b>6,965</b>	<b>7,223</b>	<b>7,514</b>	<b>7,781</b>	<b>8,484</b>

**比率分析**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.624	0.769	0.835	0.986	1.152	1.419
每股净资产	5.326	5.958	6.594	7.480	8.532	9.851
每股经营现金净流	0.877	1.867	0.835	2.857	2.260	2.317
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
<b>回报率</b>						
净资产收益率	11.72%	12.90%	12.66%	13.19%	13.50%	14.41%
总资产收益率	3.35%	4.14%	4.33%	4.92%	5.55%	6.27%
投入资本收益率	9.52%	10.94%	10.02%	11.21%	11.32%	11.74%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	25.95%	-11.79%	-5.37%	-2.44%	3.22%	7.33%
EBIT 增长率	85.50%	8.08%	-2.48%	-0.96%	5.21%	14.67%
净利润增长率	53.38%	23.13%	8.61%	18.15%	16.74%	23.26%
总资产增长率	8.05%	-0.26%	3.71%	4.02%	3.56%	9.04%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	14.5	29.1	38.9	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	48.9	48.6	49.8	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	44.5	53.7	59.1	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	95.3	117.9	148.4	127.8	100.5	72.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	122.92%	94.68%	85.16%	31.99%	-2.27%	-15.72%
EBIT 利息保障倍数	1.9	2.8	3.7	4.6	7.5	11.2
资产负债率	70.90%	67.90%	65.77%	62.67%	58.89%	56.46%

来源：公司年报、国金证券研究所



### 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	0	0
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2013-04-02	买入	9.51	14.00~14.00
2	2013-07-31	买入	7.77	N/A
3	2013-10-31	买入	7.98	N/A

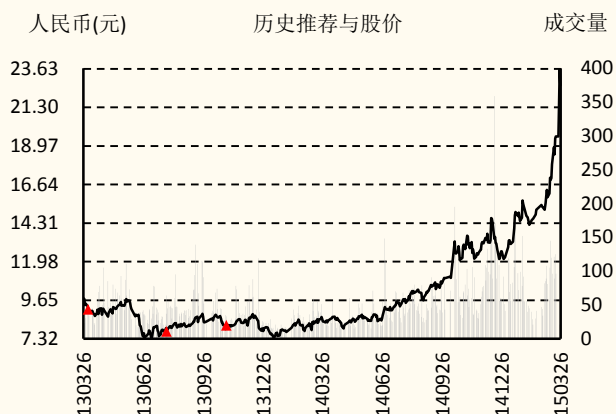
来源：国金证券研究所

### 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：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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方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信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：021-61620767

传真：021-61038200

邮箱：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：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：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

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD