

证券研究报告

公司研究——年报点评

风神股份（600469.sh）

| | | | |
|----|----|----|----|
| 买入 | 增持 | 持有 | 卖出 |
|----|----|----|----|

上次评级：增持，2015.03.24

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》

2015.03.20

《控股股东国际并购，有望改变行业格局》

2015.03.24

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

盈利水平领跑国内同行，未来需求受益一带一路

2015 年 04 月 21 日

事件：2015 年 4 月 21 日风神股份发布了 2014 年年报，2014 年公司实现营业收入 81.7 亿元，同比降低 4.35%；实现归属母公司股东净利润 3.32 亿元，同比增加 5.98%。基本每股收益 0.88 元，扣除非经常性损益后的基本每股收益 0.87 元。

点评：

- **2014 年公司受益于原材料价格降低而提升盈利。**公司 2014 年销售收入同比降低 4.35%主要原因是受原材料价格下跌和轮胎市场竞争的双重影响，导致产品单价下降。即使在这个国家宏观经济下行压力加大，下游汽车和工程机械主机厂开工率偏低的时期，公司的销售量仍保持了增长。公司生产所需的主要原材料天然橡胶在 2014 年价格下降了约 33%，而公司的轮胎产品在 2014 年销售单价下降了约 10%，使得公司盈利空间加大。公司净利润从 2010 年起已保持 5 年稳定增长。
- **精益生产和品牌建设使公司盈利水平领跑行业。**公司通过精益六西格玛等管理工具和轮胎全生命周期管理等信息化手段改善生产制造水平、降低成本和提升产品质量。公司被国家工信部评定为“2014 年两化融合贯标试点单位”和“2014 年两化融合管理体系贯标试点单位”。公司赞助中国越野拉力赛、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，提升品牌影响力。风神品牌在 2014 年（第十一届）《中国 500 最具价值品牌》排行榜中凭借 100.68 亿元的品牌价值上升至排行榜第 197 位，相较于去年品牌价值增长 13.16 亿。通过这些管理措施的实施，公司取得了领跑行业的盈利能力，2014 年公司主营业务毛利率 22%，为 A 股 6 家轮胎上市公司已公布年报 5 家中最高。
- **2014 年公司布局汽车后市场及开展电商营销初见成效。**2014 年公司加速推进自有品牌连锁渠道“Aeolus Care”爱路驰轮胎服务中心建设，为客户提供一站式轮胎解决方案。并从年初开始涉足电商营销，搭建了包括天猫、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。此项业务起步后有快速增长，2014 年在线上实现超过 4 亿元的销售收入。
- **未来受益一带一路建设和集团资产整合。**公司是中国最大的工程机械轮胎生产商、最大的载重卡车轮胎生产商之一，并且是国内大型轮胎制造商中最靠近西部陆上“新丝绸之路经济带”起点的公司。一带一路涉及的基础设施建设将会对公司轮胎产品产生大量需求。公司控股股东旗下尚有 3 家国内轮胎企业，并且正在收购全球第五大轮胎生产商意大利倍耐力公司，并计划将旗下轮胎资产进行整合，此举将改变中国甚至世界轮胎工业格局。即使在整合发生前，公司也将从控股股东旗下资产之间的知识转移中获益。

- **盈利预测及评级:** 暂不考虑控股股东资产整合的影响,我们预计公司 15-17 年摊薄每股收益分别为 1.26 元、1.54 元、1.96 元。维持公司“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。2013 年 12 月起,公司涉嫌信息披露违法违规,中国证监会的调查尚在进行过程中,存在退市及暂停上市风险。2015 年 3 月收到证监会《行政处罚决定书》,对公司及相关当事人处以罚款处罚,公司因此后续存在诉讼风险。

公司报告首页财务数据

| | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 8,538.18 | 8,166.84 | 8,372.40 | 9,191.25 | 10,145.53 |
| 增长率 YoY % | -16.53% | -4.35% | 2.52% | 9.78% | 10.38% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 313.06 | 331.80 | 471.20 | 578.32 | 735.95 |
| 增长率 YoY% | 33.73% | 5.98% | 42.02% | 22.73% | 27.26% |
| 毛利率% | 20.26% | 22.07% | 22.29% | 22.97% | 23.90% |
| 净资产收益率 ROE% | 13.39% | 12.60% | 15.56% | 16.30% | 17.53% |
| 摊薄每股收益 EPS(元) | 0.83 | 0.88 | 1.26 | 1.54 | 1.96 |
| 市盈率 P/E(倍) | 27 | 26 | 18 | 15 | 12 |
| 市净率 P/B(倍) | 3.4 | 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 4 月 20 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 流动资产 | 3,370.20 | 3,209.91 | 3,569.56 | 4,035.17 | 4,670.76 |
| 现金 | 537.97 | 872.93 | 992.78 | 1,220.30 | 1,583.36 |
| 应收票据 | 748.27 | 275.64 | 508.16 | 557.86 | 615.77 |
| 应收账款 | 839.17 | 916.30 | 881.12 | 967.29 | 1,067.72 |
| 预付账款 | 197.60 | 161.24 | 176.83 | 192.43 | 209.85 |
| 存货 | 1,033.46 | 955.21 | 982.08 | 1,068.70 | 1,165.45 |
| 其他 | 13.73 | 28.60 | 28.60 | 28.60 | 28.60 |
| 非流动资产 | 3,853.03 | 3,779.65 | 3,878.29 | 3,993.48 | 4,121.51 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 3,471.71 | 3,205.66 | 3,020.44 | 3,096.17 | 3,185.83 |
| 无形资产 | 24.87 | 24.67 | 22.48 | 20.30 | 18.11 |
| 其他 | 356.45 | 549.33 | 835.37 | 877.01 | 917.56 |
| 资产总计 | 7,223.23 | 6,989.56 | 7,447.85 | 8,028.65 | 8,792.26 |
| 流动负债 | 3,200.75 | 3,386.80 | 3,450.91 | 3,529.57 | 3,634.04 |
| 短期借款 | 1,065.17 | 689.52 | 639.52 | 589.52 | 539.52 |
| 应付账款 | 1,042.13 | 951.48 | 984.31 | 1,071.13 | 1,168.10 |
| 其他 | 1,093.44 | 1,745.80 | 1,827.07 | 1,868.92 | 1,926.42 |
| 非流动负债 | 1,550.23 | 807.40 | 736.00 | 666.00 | 596.00 |
| 长期借款 | 1,488.29 | 742.88 | 672.88 | 602.88 | 532.88 |
| 其他 | 61.93 | 64.52 | 63.12 | 63.12 | 63.12 |
| 负债合计 | 4,750.97 | 4,194.20 | 4,186.91 | 4,195.57 | 4,230.04 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司股东权益 | 2,472.26 | 2,795.36 | 3,260.94 | 3,833.08 | 4,562.22 |
| 负债和股东权益 | 7223.23 | 6989.56 | 7447.85 | 8028.65 | 8792.26 |

重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入 | 8,538.18 | 8,166.84 | 8,372.40 | 9,191.25 | 10,145.53 |
| 同比 | -16.53% | -4.35% | 2.52% | 9.78% | 10.38% |
| 归属母公司净利润 | 313.06 | 331.80 | 471.20 | 578.32 | 735.95 |
| 同比 | 33.73% | 5.98% | 42.02% | 22.73% | 27.26% |
| 毛利率 | 20.26% | 22.07% | 22.29% | 22.97% | 23.90% |
| ROE | 13.39% | 12.60% | 15.56% | 16.30% | 17.53% |
| 每股收益(元) | 0.83 | 0.88 | 1.26 | 1.54 | 1.96 |
| P/E | 27 | 26 | 18 | 15 | 12 |
| P/B | 3.4 | 3.0 | 2.6 | 2.2 | 1.9 |
| EV/EBITDA | 12.77 | 12.18 | 10.88 | 9.38 | 7.88 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入 | 8,538.18 | 8,166.84 | 8,372.40 | 9,191.25 | 10,145.53 |
| 营业成本 | 6,807.94 | 6,364.03 | 6,506.05 | 7,079.89 | 7,720.80 |
| 营业税金及附加 | 92.98 | 71.55 | 41.86 | 45.96 | 50.73 |
| 营业费用 | 579.65 | 615.14 | 630.63 | 692.30 | 764.18 |
| 管理费用 | 443.84 | 516.13 | 544.21 | 597.43 | 659.46 |
| 财务费用 | 165.99 | 140.37 | 81.94 | 78.73 | 66.79 |
| 资产减值损失 | 77.37 | 63.78 | 21.62 | 23.64 | 25.76 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 0.78 | 2.52 | 1.36 | 1.32 | 1.52 |
| 营业利润 | 371.19 | 398.35 | 547.45 | 674.61 | 859.33 |
| 营业外收入 | 5.60 | 12.71 | 11.13 | 9.81 | 11.22 |
| 营业外支出 | 1.97 | 5.92 | 4.23 | 4.04 | 4.73 |
| 利润总额 | 374.82 | 405.14 | 554.36 | 680.38 | 865.82 |
| 所得税 | 61.75 | 73.34 | 83.15 | 102.06 | 129.87 |
| 净利润 | 313.06 | 331.80 | 471.20 | 578.32 | 735.95 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | 313.06 | 331.80 | 471.20 | 578.32 | 735.95 |
| EBITDA | 873.52 | 892.87 | 988.67 | 1,133.46 | 1,334.23 |
| EPS (摊薄) | 0.83 | 0.88 | 1.26 | 1.54 | 1.96 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 经营活动现金流 | 312.94 | 868.35 | 777.65 | 919.42 | 1,083.78 |
| 净利润 | 313.06 | 331.80 | 471.20 | 578.32 | 735.95 |
| 折旧摊销 | 310.96 | 346.91 | 348.51 | 372.07 | 396.39 |
| 财务费用 | 187.74 | 140.82 | 85.80 | 81.00 | 72.02 |
| 投资损失 | -0.78 | -2.52 | -1.36 | -1.32 | -1.52 |
| 营运资金变动 | -570.35 | -17.91 | -147.31 | -133.08 | -143.80 |
| 其它 | 72.31 | 69.25 | 20.80 | 22.42 | 24.75 |
| 投资活动现金流 | -123.63 | -86.14 | -444.98 | -484.72 | -521.88 |
| 资本支出 | -125.68 | -92.61 | -446.34 | -486.04 | -523.41 |
| 长期投资 | 1.42 | 6.47 | 1.36 | 1.32 | 1.52 |
| 其他 | 0.63 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | -148.79 | -450.23 | -211.43 | -207.19 | -198.83 |
| 吸收投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 借款 | 11.11 | -284.72 | -120.00 | -120.00 | -120.00 |
| 支付利息或股息 | 159.90 | 164.34 | 91.43 | 87.19 | 78.83 |
| 现金净增加额 | 4.25 | 324.36 | 121.25 | 227.51 | 363.07 |

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，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理。回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心副总经理，首席分析师。覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略，以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

黄永光，浙江大学材料学硕士，7年工业领域销售业务工作经验，对光伏新能源产业链较为熟悉，准确把握行业运营规律。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。

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。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团7年管理工作经历。2015年3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。