

证券研究报告

公司研究——中报点评

风神股份 (600469.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2015.07.30

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

张燕生 研究助理

联系电话: +86 10 63081089

邮箱: zhangyansheng@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

《盈利水平领跑国内同行, 未来需求受益一带一路》

2015.04.21

《受宏观经济压力考验, 站稳橡胶行业领先位置》

2015.04.30

《谁能登上轮胎行业的奥林匹斯, 风神AEOLUS》

2015.06.02

《实际控制人增持显信心, 收购倍耐力项目顺利推进》 2015.07.30

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

半年业绩扭转市场悲观预期, 控股股东收购倍耐力取得进展

2015年08月14日

事件: 2015年8月13日风神股份发布了2015年半年度报告, 2015年上半年公司实现营业收入33.04亿元, 同比降低17.37%; 实现归属母公司股东净利润1.47亿元, 同比降低20.84%。基本每股收益0.39元。

点评:

- **半年业绩扭转市场悲观预期。** 2015年宏观经济发展进入“新常态”时期, 面临较大稳增长压力, 载重卡车新车销量大幅下滑, 公路运输需求不振, 导致轮胎行业遭遇寒流。国内整体轮胎市场下滑, 部分地区中小型轮胎企业出现去产能趋势。公司依靠国内领先的规模、品牌地位, 外部开拓国内外客户, 内部降本增效, 在一季度快速下滑后逐步稳定公司经营, 在一季度EPS 0.14元的情况下, 半年取得了EPS 0.39元的成绩, 扭转市场过分悲观的预期。我们相信公司将得益于目前寒流中行业去产能的机遇, 在经济复苏时占有更为有利的市场地位。
- **控股股东收购倍耐力取得重大进展。** 8月11日公司控股股东在意大利设立的控股公司Bidco收购CF公司直接和间接持有的倍耐力约26.2%的普通股股权完成交割, 下一步将发起对剩余普通股的强制要约收购, 并发起对倍耐力公司优先股的自愿要约收购。这一事件将成为中国轮胎工业里程碑, 目前中国化工橡胶有限公司已是倍耐力轮胎第一大股东, 成为了中国第一、全球第五大轮胎制造集团。风神股份将从控股股东旗下轮胎资产得到更多协同效应, 以风神股份为平台的轮胎资产整合也将拉开序幕。
- **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0.92元、1.27元、1.77元, 分别比之前预测降低了8%、9%、9%, 主要原因是对近期经济下行程度和复苏进程重估。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	6,966.07	8,075.76	9,537.78
增长率 YoY %	-16.53%	-4.35%	-14.70%	15.93%	18.10%
归属母公司净利润(百万元)	313.06	331.80	344.15	474.92	665.24
增长率 YoY%	33.73%	5.98%	3.72%	38.00%	40.07%
毛利率%	20.26%	22.07%	20.93%	21.86%	22.89%
净资产收益率 ROE%	13.39%	12.60%	11.61%	14.10%	16.92%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.83	0.88	0.92	1.27	1.77
市盈率 P/E(倍)	22	21	20	14	10
市净率 P/B(倍)	2.8	2.4	2.2	1.9	1.6

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2015 年 8 月 13 日收盘价

资产负债表

会计年度	单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	3,370.20	3,209.91	3,225.75	3,612.48	4,270.64
货币资金	537.97	872.93	1,060.12	1,119.79	1,349.24
应收票据	748.27	275.64	422.80	490.15	578.89
应收账款	839.17	916.30	733.11	849.90	1,003.76
预付款项	197.60	161.24	149.71	171.51	199.91
存货	1,033.46	955.21	831.41	952.53	1,110.24
其他	13.73	28.60	28.60	28.60	28.60
非流动资产	3,853.03	3,779.65	3,877.79	3,992.59	4,120.43
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	834.87	876.12	916.48
资产总计	7,223.23	6,989.56	7,103.53	7,605.07	8,391.06
流动负债	3,200.75	3,386.80	3,233.65	3,336.44	3,534.01
短期借款	1,065.17	689.52	639.52	589.52	539.52
应付账款	1,042.13	951.48	833.31	954.70	1,112.76
其他	1,093.44	1,745.80	1,760.82	1,792.22	1,881.72
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	3,969.65	4,002.44	4,130.01
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	3,133.89	3,602.62	4,261.05
负债和股东权益	7223.23	6989.56	7103.53	7605.07	8391.06

重要财务指标

主要财务指标	单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	8,538.18	8,166.84	6,966.07	8,075.76	9,537.78
同比	-16.53%	-4.35%	-14.70%	15.93%	18.10%
归属母公司净利润	313.06	331.80	344.15	474.92	665.24
同比	33.73%	5.98%	3.72%	38.00%	40.07%
毛利率	20.26%	22.07%	20.93%	21.86%	22.89%
ROE	13.39%	12.60%	11.61%	14.10%	16.92%
每股收益(元)	0.83	0.88	0.92	1.27	1.77
P/E	22	21	20	14	10
P/B	2.8	2.4	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	10.86	10.31	10.83	8.86	7.07

利润表

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	8,538.18	8,166.84	6,966.07	8,075.76	9,537.78
营业成本	6,807.94	6,364.03	5,507.92	6,310.28	7,355.05
营业税金及附加	92.98	71.55	34.83	40.38	47.69
营业费用	579.65	615.14	508.52	589.53	696.26
管理费用	443.84	516.13	417.96	484.55	572.27
财务费用	165.99	140.37	81.94	78.34	67.38
资产减值损失	77.37	63.78	18.27	21.04	24.51
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	397.98	552.96	776.14
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	404.88	558.73	782.63
所得税	61.75	73.34	60.73	83.81	117.39
净利润	313.06	331.80	344.15	474.92	665.24
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	344.15	474.92	665.24
EBITDA	873.52	892.87	839.19	1,011.81	1,251.04
EPS (摊薄)	0.83	0.88	0.92	1.27	1.77

现金流量表

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	312.94	868.35	844.99	751.58	950.16
净利润	313.06	331.80	344.15	474.92	665.24
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	49.93	-195.31	-205.64
其它	72.31	69.25	17.95	20.21	23.69
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	188.58	59.67	229.45

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（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。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

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。

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年管理工作经验。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	凤神股份	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）；	买入：股价相对强于基准20%以上；	看好：行业指数超越基准；
时间段：报告发布之日起6个月内。	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。