

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，2015.8.14

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 83326789

邮箱：guojingpu@cindasc.com

张燕生 研究助理

联系电话：+86 10 83326708

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，未来需求受益一路一带》
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》
2015.7.30

《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》
2015.8.14

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
邮编：100031

整合揭开帷幕，迈向国际领先

2016 年 06 月 07 日

事件：今日公司公布了控股股东旗下轮胎资产（包括倍耐力轮胎）初步的整合方案，公司拟以现金购买控股股东的中车双喜、黄海有限 100% 股权，以现金向倍耐力购买“倍耐力工业胎” 10% 股权，并以现金交易方式向倍耐力出售公司的乘用车胎业务 80% 股权。

点评：

- **整合后公司业务规模：**中国化工橡胶有限公司旗下控制的轮胎资产（倍耐力、风神股份、中车双喜、黄海有限）拟进行整合，以风神股份为平台，打造一个业务遍及全球的国际一流工业轮胎公司。此次方案，不增发股本，以现金交易方式进行，公司净支付约 8 亿元现金后得到新平台包括风神原有工业胎业务、中车双喜、黄海有限，以及倍耐力工业胎 10% 股权（风神原有乘用车胎业务 80% 股权出售给倍耐力）。
- **化学反应前静态合并效果：**以公告中 2016 年 1-2 月各公司的净利润数据计算，公司完成资产置入置出后，净利润增加 543 万元，年化 3258 万元。从各公司的资产数额分析，中国化工橡胶有限公司通过债务重组降低了中车双喜、黄海有限的负债。因此，加上降杠杆节省的财务费用，我们预计此次交易为公司增加净利润年化约 1 亿元，合增厚 EPS 0.27 元。
- **化学反应将带来的整合效果：**公司控股股东在 2015 年收购全球第五大轮胎生产商倍耐力公司后，一直致力于利用倍耐力在品牌、技术、管理等方面的领先优势，整合优化旗下其它轮胎资产。此次公司若取得倍耐力工业胎 10% 股权，将更有利与公司与倍耐力开展技术合作，有利于公司向全球领先的轮胎企业借鉴和学习，为进一步整合奠定基础并在最大程度上发挥协同效应，提高上市公司管理能力及产品品质，增强市场竞争力。
- **盈利预测与投资评级：**我们对公司的盈利预测为，预计公司现有业务 2016-2018 年 EPS 分别为 0.76 元、0.98 元和 1.27 元。假设公司按此方案完成交易，则我们预计静态增厚 EPS 0.27 元，随着协同效应的发挥，未来将会给公司带来更大的利润增长。继续维持“增持”评级。
- **风险因素：**交易标的资产财务数据及预估值调整风险；交易方案能否经股东大会通过的风险；经济波动影响工业轮胎需求的风险。

公司报告首页财务数据

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	8,166.84	6,357.85	6,599.50	7,877.14	9,234.53
增长率 YoY %	-4.35%	-22.15%	3.80%	19.36%	17.23%
归属母公司净利润(百万元)	331.80	247.23	283.47	368.31	477.54
增长率 YoY%	5.98%	-25.49%	14.66%	29.93%	29.66%
毛利率%	22.07%	19.47%	19.74%	19.89%	20.35%
净资产收益率 ROE%	12.60%	8.58%	9.22%	10.83%	12.39%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.88	0.66	0.76	0.98	1.27
市盈率 P/E(倍)	19	26	23	17	13
市净率 P/B(倍)	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2016 年 6 月 6 日收盘价

资产负债表

	单位:百万元				
会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	3,209.91	3,259.45	3,060.49	3,470.14	3,998.81
现金	872.93	1,328.54	1,093.75	1,132.62	1,272.83
应收票据	275.64	337.70	286.64	342.13	401.09
应收账款	916.30	714.42	741.01	884.46	1,036.87
预付账款	161.24	47.22	91.52	109.03	127.09
存货	955.21	790.27	806.26	960.59	1,119.63
其他	28.60	41.31	41.31	41.31	41.31
非流动资产	3,779.65	3,610.62	3,741.31	3,846.25	3,962.82
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,205.66	3,160.70	3,013.15	3,082.03	3,164.97
无形资产	24.67	26.06	22.48	20.30	18.11
其他	549.33	423.86	705.68	743.92	779.75
资产总计	6,989.56	6,870.07	6,801.80	7,316.39	7,961.64
流动负债	3,386.80	2,765.25	2,481.40	2,703.87	2,948.38
短期借款	689.52	389.62	339.62	289.62	239.62
应付账款	951.48	1,218.74	1,026.34	1,222.79	1,425.24
其他	1,745.80	1,156.89	1,115.44	1,191.46	1,283.52
非流动负债	807.40	1,135.75	1,064.49	994.49	924.49
长期借款	742.88	1,078.32	1,008.32	938.32	868.32
其他	64.52	57.43	56.17	56.17	56.17
负债合计	4,194.20	3,901.00	3,545.89	3,698.36	3,872.87
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	2,795.36	2,969.07	3,183.20	3,618.03	4,088.77
负债和股东权益	6989.56	6870.07	6801.80	7316.39	7961.64

重要财务指标

	单位:百万元				
主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	8,166.84	6,357.85	6,599.50	7,877.14	9,234.53
同比	-4.35%	-22.15%	3.80%	19.36%	17.23%
归属母公司净利润	331.80	247.23	283.47	368.31	477.54
同比	5.98%	-25.49%	14.66%	29.93%	29.66%
毛利率	22.07%	19.47%	19.74%	19.89%	20.35%
ROE	12.60%	8.58%	9.22%	10.83%	12.39%
每股收益(元)	0.88	0.66	0.76	0.98	1.27
P/E	19	26	23	17	13
P/B	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	9.86	12.57	10.79	9.39	7.87

利润表

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	8,166.84	6,357.85	6,599.50	7,877.14	9,234.53
营业成本	6,364.03	5,119.79	5,296.50	6,310.28	7,355.05
营业税金及附加	71.55	48.18	33.00	39.39	46.17
营业费用	615.14	526.79	481.76	575.03	674.12
管理费用	516.13	354.14	395.97	472.63	554.07
财务费用	140.37	14.07	59.51	50.21	46.65
资产减值损失	63.78	37.27	14.37	14.99	18.69
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.52	20.03	7.17	9.33	11.80
营业利润	398.35	277.62	325.56	423.93	551.57
营业外收入	12.71	15.59	11.30	13.20	13.36
营业外支出	5.92	2.19	3.36	3.82	3.12
利润总额	405.14	291.03	333.49	433.31	561.81
所得税	73.34	43.79	50.02	65.00	84.27
净利润	331.80	247.23	283.47	368.31	477.54
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	331.80	247.23	283.47	368.31	477.54
EBITDA	892.87	659.78	757.16	857.93	1,007.95
EPS (摊薄)	0.88	0.66	0.76	0.98	1.27

现金流量表

	单位:百万元				
会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	868.35	1,091.70	429.40	684.48	815.77
净利润	331.80	247.23	283.47	368.31	477.54
折旧摊销	346.91	345.42	358.57	368.25	393.58
财务费用	140.82	23.33	65.10	56.37	52.56
投资损失	-2.52	-20.03	-7.17	-9.33	-11.80
营运资金变动	-17.91	448.25	-284.04	-113.31	-112.64
其它	69.25	47.49	13.48	14.19	16.55
投资活动现金流	-86.14	-36.81	-437.63	-463.06	-496.20
资本支出	-92.61	-69.32	-444.81	-472.39	-508.00
长期投资	6.47	32.51	7.17	9.33	11.80
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-450.23	-693.41	-190.72	-182.55	-179.36
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-284.72	-551.39	-120.00	-120.00	-120.00
支付利息或股息	164.34	140.51	70.72	62.55	59.36
现金净增加额	324.36	421.17	-198.95	38.86	140.21

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。

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
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@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	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@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； 增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%； 持有：股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。	看好：行业指数超越基准； 中性：行业指数与基准基本持平； 看淡：行业指数弱于基准。

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。