

风神股份(600469)

公司研究/点评报告

工业胎整合拉开序幕，协同效应值得期待

—风神股份(600469) 公司点评

点评报告/化工行业

2016年7月1日

一、事件概述

公司发布购买、出售资产暨关联交易公告及其修订稿。拟向大股东收购中车双喜、黄海有限 100% 股权(共作价 8.34 亿)，向倍耐力购买倍耐力工业胎 10% 股权(作价 0.7 亿欧元)，并向倍耐力出售焦作风神 80% 股权(作价 4.98 亿)，均以现金方式交易。

公司与倍耐力签署《专利和专有技术许可及技术协助协议》，倍耐力授予风神获取和使用倍耐力专利和专有技术的不可转让许可，并提供技术协助；签署《焦作风神轮胎有限责任公司之合资经营合同》，倍耐力授权许可焦作风神使用其专利、专有技术以及相关商标。

二、分析与判断

➤ 初步整合后工业胎规模扩大

中车双喜和黄海有限分别拥有 210 万、120 万条工业胎产能，虽然 2015 年度两者均小幅亏损，但本次注入前剥离了大部分金融负债，可较大程度改善盈利情况；倍耐力工业胎 15 年产量 434 万条，营收 82.2 亿元，归母扣非净利 3.3 亿元，该项长期股权投资可以产生投资收益；出售焦作风神乘用车胎 80% 股权后，使公司更加专注于工业轮胎领域。本方案公司净支付现金 8.4 亿元，交易完成后，风神工业胎产能扩大至 930 万条，规模大幅提高，工厂布局更加合理，符合中国化工以风神股份为平台，打造一个业务遍及全球的国际一流工业轮胎公司愿景。

➤ 与倍耐力技术合作，有望发挥协同效应

公司与倍耐力签订专利、专有技术许可和技术协助协议，倍耐力授予风神获取和使用倍耐力专利和专有技术的不可转让许可，以提升风神股份生产工业胎产品的技术、在约定的生产区域的工厂中生产符合质量标准的工业胎产品等；通过人员互相派遣，倍耐力提供给风神与实施专有技术相关的技术协助服务；作为对价，风神股份向倍耐力支付一定的许可费用。风神取得倍耐力工业胎 10% 股权，并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，也有利于提高上市公司的产品品质、市场竞争力和产品售价，增强公司盈利能力。

三、盈利预测与投资建议：

假设以此方案完成交易，不考虑进一步整合，预计公司 16-18 年净利润分别为 2.74、3.78 和 4.85 亿，EPS 分别为 0.49、0.67 和 0.86 元/股，对应 PE 分别为 22X、16X 和 12X。我们看好中国化工旗下轮胎资产整合以及整合后带来的协同效应，维持“**强烈推荐**”评级。

四、风险提示：工业胎需求不及预期，整合进展不及预期。

强烈推荐

维持

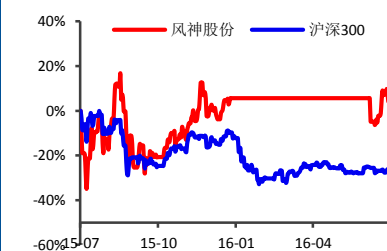
合理估值：12-14 元

交易数据

2016-06-30

收盘价(元)	10.64
近 12 个月最高/最低	12.40/6.42
总股本(百万股)	562.41
流通股本(百万股)	562.41
流通股比例(%)	100
总市值(亿元)	59.84
流通市值(亿元)	59.84

该股与沪深 300 走势比较



分析师及研究助理

分析师：	范劲松
执业证号：	S0100513080006
电话：	(86755)22662087
邮箱：	fanjinsong@mszq.com
研究助理：	沈晓源
执业证号：	S0100115030007
电话：	(8621)60876715
邮箱：	shenxiaoyuan@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	6,358	6,564	7,906	8,889
增长率(%)	-22.15%	3.24%	20.44%	12.43%
归属母公司股东净利润(百万元)	247	274	378	485
增长率(%)	-25.49%	10.71%	38.10%	28.30%
每股收益(元)	0.44	0.49	0.67	0.86
PE	24.2	21.9	15.8	12.3
PB	2.02	2.09	1.88	1.66

资料来源：民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	6,358	6,564	7,906	8,889	货币资金	1,329	1,330	1,634	2,254
减：营业成本	5,120	5,245	6,285	7,022	应收票据	338	344	392	454
营业税金及附加	48	56	65	73	应收账款	714	722	879	986
销售费用	527	511	625	705	预付账款	47	94	102	110
管理费用	354	378	458	510	其他应收款	9	8	10	11
财务费用	14	92	88	68	存货	790	805	966	1,082
资产减值损失	37	0	0	0	其他流动资产	32	0	0	0
加：投资收益	20	30	50	50	流动资产合计	3,259	3,302	3,982	4,897
二、营业利润	278	312	434	560	长期股权投资	0	0	0	0
加：营业外收支净额	13	10	10	11	固定资产	3,161	2,949	2,742	2,498
三、利润总额	291	322	445	571	在建工程	52	32	2	2
减：所得税费用	44	48	67	86	无形资产	26	26	26	26
四、净利润	247	274	378	485	其他非流动资产	372	367	370	367
归属于母公司的利润	247	274	378	485	非流动资产合计	3,611	3,375	3,139	2,893
五、基本每股收益 (元)	0.66	0.49	0.67	0.86	资产总计	6,870	6,677	7,121	7,790
主要财务指标					短期借款	390	490	456	467
项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	应付票据	397	370	449	507
EV/EBITDA	9.90	9.20	7.79	6.84	应付账款	1,219	1,019	1,266	1,441
成长能力：					预收账款	100	103	118	136
营业收入同比	-22.15%	3.24%	20.44%	12.43%	其他应付款	231	257	250	249
营业利润同比	-30.3%	12.5%	39.0%	28.9%	应交税费	10	4	8	7
净利润同比	-25.49%	10.71%	38.10%	28.30%	其他流动负债	420	425	244	243
营运能力：					流动负债合计	2,765	2,668	2,791	3,051
应收账款周转率	7.48	8.76	9.48	9.14	长期借款	1,078	1,078	1,078	1,078
存货周转率	5.57	6.25	6.78	6.55	其他非流动负债	57	62	61	60
总资产周转率	0.92	0.97	1.15	1.19	非流动负债合计	1,136	1,141	1,139	1,139
盈利能力与收益质量：					负债合计	3,901	3,809	3,930	4,189
毛利率	19.5%	20.1%	20.5%	21.0%	股本	375	562	562	562
净利率	3.9%	4.2%	4.8%	5.5%	资本公积	795	795	795	795
总资产净利率 ROA	3.6%	4.1%	5.3%	6.2%	留存收益	239	267	304	353
净资产收益率 ROE	8.3%	9.5%	11.8%	13.5%	少数股东权益	0	0	0	0
资本结构与偿债能力：					所有者权益合计	2,969	2,868	3,191	3,600
流动比率	1.18	1.24	1.43	1.61	负债和股东权益合计	6,870	6,677	7,121	7,790
资产负债率	56.8%	57.0%	55.2%	53.8%	现金流量表				
长期借款/总负债	27.6%	28.3%	27.4%	25.7%	项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
每股指标(最新摊薄)：					经营活动现金流量	1,092	384	661	751
每股收益	0.44	0.49	0.67	0.86	投资活动现金流量	(37)	(17)	0	2
每股经营现金流量	1.94	0.68	1.17	1.34	筹资活动现金流量	(693)	(366)	(356)	(133)
每股净资产	5.28	5.10	5.67	6.40	现金及等价物净增加	421	1	304	620

资料来源：民生证券研究院

分析师及研究助理简介

分析师

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料、复合肥、民爆等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究深入细致。第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选榜单“年度行业最佳选股分析师”化工行业第一名，2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名，2015年“天眼”中国最佳独立见解分析师。

研究助理

沈晓源，浙江大学高分子材料与工程学士、材料科学与工程学博士，5年有机光电领域研究经验，曾就职于中国电子科技集团公司，2015年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101；200122

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层；518040