

## 公司研究

汽车零部件-轮胎  
评级：买入

信达证券股份有限公司  
北京市西城区南闹市口大街  
9号院1号楼6层

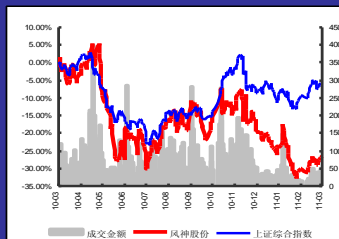
分析师：邢海芝

投资咨询执业证书编号：

S1500510120007

010-63081259  
xinghaizhi@cindasc.com

### 近一年股价走势



### 相关报告

请务必阅读最后一页重要的  
免责声明及信息披露

## 风神股份 (600469)

业绩增长可期，股价相对合理

2011年3月1日

### 事件

- 近日公布 2010 年年报，报告显示上年公司实现营业收入、归属于母公司净利润分别为 81.22 亿元、1.53 亿元，同比分别增长 44.45%、-50.77%；实现经营活动现金净额 1.83 亿元，同比下降 45.24%；公司决定以总股本为基数，向全体股东每 10 股派送现金红利 1 元（税前），共计现金分红 0.37 亿元。

### 主要观点

- ◆ 传统载重子午胎持续高增长以及 15 万套工程子午胎项目逐步投产支撑了公司 10 年业绩。
- ◆ 原材料成本大幅上升导致公司业绩周期性下滑。
- ◆ 公司未来业务增长依次将主要受益于 15 万套工程子午胎项目和 500 万套高性能乘用车子午胎项目。
- ◆ 公司未来存在再融资压力，但集团层面的整合影响以及行业景气周期是决定因素。
- ◆ 伴随原材料价格的周期性回落以及新建产能的逐步达产，公司盈利能力未来三年内有望恢复到历史最好水平，届时最高业绩预计可达到 4 亿元左右，股价上涨空间较大。
- ◆ 作为央企中化集团轮胎橡胶业务的上市整合平台，公司未来存在资产注入预期。
- ◆ 公司短期业绩风险在于原材料价格不确定风险。

## 传统载重子午胎持续高增长以及 15 万套工程子午胎项目逐步投产支撑了公司 10 年业绩。

与轮胎行业总体情况类似，即受益于中重型卡车以及工程机械等下游行业的复苏性增长，公司 10 年营业收入也实现快速增长。具体到公司业务方面，其增长一方面实来自于其传统载重子午胎和工程轮胎的销量增长，另一方面也来自于其 15 万套工程子午胎的逐步投产。其中前者中的全钢载重子午胎 10 年产销量同比就增长了 49%，后者 15 万套工程子午胎在 09 年 8 月试生产后，10 年大约实现了约 8.80 亿元的营业收入，拉高公司营业收入增长约 16 个百分点。

利润中，10 年公司实现归属于母公司净利润 1.53 亿元，扣除非经常性损益（主要未计入当期的政府补助）后约 1.38 亿元，这其中，15 万套工程子午胎项目大约贡献了 3500 万元。

## 原材料成本大幅上升导致公司业绩周期性下滑。

由于公司轮胎业务成本中约 50%来自于天然橡胶和合成橡胶，因此，橡胶价格特别是天然橡胶价格一直是影响轮胎行业业绩波动的最主要和最根本性因素。而自去年特别是下半年以来，主要原材料的天然橡胶价格从 2 万元一直上升到目前的 4 万元以上，上升幅度平均接近 100%，这使得尽管公司 10 年营业收入达到 81.22 亿元，同比增长 44.45%，但营业成本增幅达到 63.59%，因此，公司 10 年业务的盈利能力大幅下降，轮胎毛利润率水平从 09 年的 23.75%大幅下降到 10 年的 13.65%。最终，公司 10 年实现净利润只有 1.53 亿元，相对 09 年的 3.10 亿元同比下降了 50.77%。

## 公司未来业务增长依次将主要受益于 15 万套工程子午胎项目和 500 万套高性能乘用车子午胎项目。

公司 15 万套工程子午胎项目于 09 年 8 月开始试生产，并当年年底实现 5 万套设计能力，但因其中大型规格产品处于市场开拓阶段，市场需求不足，再加上市场开发新产品等因素，项目开工率还不足，导致固定费用摊销相对高于公司平均水平，公司预计该项目 11 年底能达到设计能力，因此真正业绩贡献将体现在 12 年及以后。

按照 06 年当时情况预期的 15 万套工程子午胎项目达产后将实现新增销售收入约 13 亿元，新增利税 3 亿元左右，实际销售利润率能达到 20%左右。目前来看，由于外部环境特别是原材料价格变化因素，项目的盈利能力已有所下降。但我们预期实际销售利润率也能保持在 10%，即实现年新增净利润约 1.3 亿元，因为工程子午胎属于工程胎中中高端产品，产品本身盈利能力要高于轮胎行业平均水平。

公司 500 万套高性能乘用车子午胎项目是 09 年 6 月正式公告计划实施的，实际上这一项目早在 06 年就完成了可行性报告。该项目建设期 2 年，截止到 10 年底，项目进度已完成 20%，预计 12 年中期完成。届时，按可行性报告，可新增销售收入约

12.4 亿元，利税总额约 2.9 亿元，按当前公司实际所得税率，可新增净利润约 2.4 亿元。当然，随着外部环境的变化，这一业绩预期也将会显得有些乐观。但是，我们认为，公司进入乘用车轮胎领域标志着公司业务规模扩展进入了一个新的平台，业务的规模化、效益化将得到更显著提高。

## 公司未来存在再融资压力，但集团层面的整合影响以及行业景气周期是决定因素。

公司前期主要投资性支出除了 08 年收购了河南轮胎集团 50 万套载重子午胎项目约 3.7 亿元（实际上，公司在收购该项目前已实际租赁经营该项目，因此该项目的业绩已体现在公司先期业绩中）外，主要就是投资建设的 15 万台工程子午胎项目，10 年大约支出了 1.1 亿元，另外技改项目和 500 万套乘用车胎项目 10 年分别也支出了约 1.1 亿元。截止到 10 年底，前两项分别以完成总投入的 95% 和 85%，因此 11 年及以后，公司主要支出项目就是 500 万套乘用车胎项目。

该项目总投资 10.06 亿元，目前已完成 2 亿元左右，预计 11 年还将支出约 5 亿元左右，12 年也将在 4 亿元左右。目前，公司总资产 64.62 亿元，资产负债率约为 72%，流动资产、流动负债分别为 32.47 亿元和 41.53 亿元，其中货币资金和短期借款分别为 3.66 亿元和 11.99 亿元，一年内到期的非流动负债 9.94 亿元，另外长期借款为 4.21 亿元。因此，尽管有中化集团内部支持，但实际上公司负债性融资压力及成本上升空间已不大。而公司 09 年、10 年经营性净现金流量分别为 3.34 亿元和 1.83 亿元，11 年如果营业收入达到 90 亿元，预计经营净现金流可达到 3 亿元左右，不足以满足全部支出需求。因此，实际上公司 11 年及以后外部融资需求压力较大。

而根据公告，公司 500 万套乘用车胎项目的大部分约 7.31 亿元需依赖银行贷款解决，另外还需自筹约 2.75 亿元。

我们认为，公司之所以未再次提出股权融资计划，一方面是因为前期（08 年）定向增发项目目前收益尚未达预期，另一方面，又赶上 10 年行业整体下滑，公司股价处于低位。还有，作为中化集团轮胎业务板块核心上市公司，公司近年承担了整个集团轮胎业务整合的预期，这也对公司再融资形成一定制约。但我们也认为，公司还是存在较强的股权融资压力的。

## 伴随原材料价格的周期性回落以及新建产能的逐步达产，公司盈利能力未来三年内有望恢复到历史最好水平，届时最高业绩预计可达到 4 亿元左右，股价上涨空间较大。

前期天然橡胶价格的上涨基于公开的研究分析结论，主要是短期内需求迅速增大，加之天气原因导致的减产，行业总体的供需矛盾并不突出，因此，随着上述因素的逐步消除天然橡胶价格有望稳定回落。而随着原材料价格的逐步稳定和回落，加上

行业内公司新建产能逐步完全达产，行业及公司盈利能力有望重新恢复，我们认为基于行业和公司业绩周期性波动的特点来看，这是大概率事件。另外，即使橡胶价格不能完全回落到 09 年上半年的水平，行业和公司通过下游轮胎销售价格提高也可以弥补一些。

而届时，只要公司盈利能力恢复到其历史较好水平且考虑新建项目的环境变化因素，公司传统斜交轮胎、载重子午胎和工程子午胎总的最高净利润预计就可实现约 4 亿元，对应当前 34 亿元左右市值动态 PE 只有 8.5 倍。再假设前面的预期能在 3 年左右实现，并公司估值回升到合理的 20 倍左右 PE，那么其二级市场股价年复合增长率将达到 35% 左右，而如果 2 年实现，这一复合增长率将达到 50% 以上。事实上，这一预期还没有包含公司 500 万套高性能乘用车子午胎项目带来的影响。

### 作为央企中化集团轮胎橡胶业务的上市整合平台，公司未来存在资产注入预期。

目前中国化工集团旗下的轮胎产业除了上市公司包括风神股份和 ST 黄海两家外，尚包括非上市公司山西双喜轮胎，中化橡胶桂林橡胶公司（即桂林橡胶）等，目前已按业务板块被划分到中国化工橡胶总公司旗下。进一步整合上述轮胎业务一方面是解决上市公司的同业竞争问题，另一方面更主要的是最大做强中国化工橡胶轮胎业务。而在这一进程中，风神股份作为重要整合平台显然是可以预期的。但目前主要的不确定性还是时间进度问题。

### 公司短期业绩风险在于原材料价格不确定风险。

作为轮胎行业 50% 成本构成的橡胶价格一直是决定公司业绩波动的主要因素，尽管我们预期未来这一价格有可能稳定并回落，但像其他大宗原材料价格一样，其波动风险并不是完全可以预期的，决定其走势的过程中会存在较多的不确定性事件，这也是公司业绩风险的主要影响因素。

但对于投资者来说，原材料方面只要能在合理的期间内有一个合理的价格存在，那么我们对上市公司价值的把握就是可以做到的，无非就是预期收益的大小问题了。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                      |
|--------|------|-------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈买入 | 相对沪深300指数涨幅20%以上        |
|        | 买入   | 相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间   |
|        | 持有   | 相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间  |
|        | 卖出   | 相对沪深300指数跌幅10%以上        |
| 行业投资评级 | 强于大市 | 相对沪深300指数涨幅10%以上        |
|        | 中性   | 相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|        | 弱于大市 | 相对沪深300指数跌幅10%以上        |

## 免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

## 信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心  
邮编：100031  
传真：0086 10 63081102