

投资评级：强烈推荐（维持）

分析师

顾锐 0755-83675954

Email:gurui @cgws.com

执业证书编号:S1070516040001

杨超 0755-83663214

Email:yichao@cgws.com

执业证书编号:S1070512070001

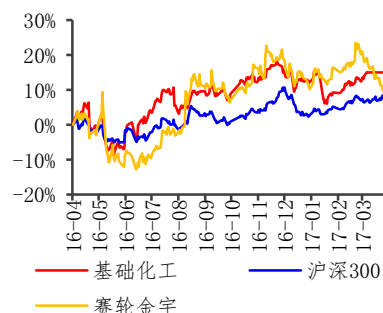
市场数据

目前股价	4.08
总市值(亿元)	93.59
流通市值(亿元)	92.23
总股本(万股)	229,394
流通股本(万股)	226,052
12个月最高/最低	4.70/3.15

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	12,836	14,787	16,991
(+/-%)	15.3%	15.2%	14.9%
净利润	554	711	888
(+/-%)	52.9%	28.5%	24.8%
摊薄 EPS	0.24	0.31	0.39
PE	16.9	13.2	10.5

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<业绩增长 85%-105%，四季度延续高速增长>> 2017-01-23

<<3 季度业绩延续高速增长，未受橡胶价格反

4 季度收入规模创两年来新高；大幅减值准备影响公司业绩表现

——赛轮金宇（601058）2016 年年报点评

投资建议

公司产品量价齐升，越南工厂放量，推动业绩增长 87.5%。美国取消对中国卡客车轮胎“双反”，公司从国内生产的全钢胎对美国的出口将恢复正常。今年公司越南工厂全钢胎产能将投产，业绩增长可持续。公司定增项目已提交复核报告，预计获批进度将恢复正常。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.24、0.31、0.39 元，对应 PE 分别为 17X、13X、11X，维持“强烈推荐”评级。

投资要点

- **事件：**公司发布 2016 年年报，报告期内，公司实现营业收入 111.33 亿元，同比增长 13.96%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.62 亿元，同比增长 87.50%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3.60 亿元，同比增长 109.15%；实现基本每股收益 0.16 元。
- **公司产品量价齐升，越南工厂放量，推动业绩高速增长：**2016 年，轮胎行业需求环境较好，其中：国内汽车产量同比增长 14.46%，增速创近三年新高；汽车产量增长拉动轮胎需求提升，国内橡胶轮胎外胎产量同比增长 8.6%；轮胎出口需求较好，国内充气橡胶轮胎出口量同比增长 5.4%。在行业需求向好的背景下，公司一方面大力开拓国内外市场，公司轮胎产品全年销量 3076.51 万条，较上年增长 21.01%，其中全钢产品的销量较上年增长 14.21%；半钢产品的销量较上年增长 22.78%；另一方面，随着原材料天然胶市场价格的稳中有升，公司轮胎产品的销售价格也随之提升，也使得公司轮胎产品的整体盈利能力有所增强；同时，随着公司越南工厂产能利用率提升，公司将国内出口至美国的半钢胎订单稳步转移至越南工厂生产并交付，越南工厂半钢胎销量较上年增长 44.85%，2016 年度越南工厂共实现净利润 1.69 亿元，而上年同期实现净利润 5,368 万元。上述三点因素共同推动了公司收入增长 13.96%，毛利率微幅提升 0.15 个百分点，归母净利润增长 87.59%。值得注意的是，2016 年 4 季度，公司单季实现营业收入 30.83 亿元，同比增长 19.64%，4 季度收入规模创下了近两年来新高。
- **计提 1.14 亿资产减值准备，影响经营业绩表现：**2016 年，公司出于谨慎性原则，对可能发生资产减值损失的相关资产进行了减值测试，共计提了 1.14 亿元的资产减值准备。此次减值计提较 2015 年增加了 6224 万元，增加的部分主要为海外 KRT 公司的商誉减值（新增 3769 万元）、应收账款坏账损失（新增 2459 万元）和固定资产减值（新增 386 万元）。

弹影响>> 2016-10-31

<<单季盈利创历史同期最好水平>>

2016-09-01

此外，公司非流动资产处置损失较 2015 年增加了 1385 万元。上述因素综合影响了本期经营业绩的表现。

- **美国“双反”取消，越南工厂全钢胎产能今年投产，推动公司可持续发展：**2017 年 2 月 22 日，美国国际贸易委员会投票认定中国对美国出口的卡客车轮胎没有对美国国内产业造成实质损害或实质损害威胁。根据美国国际贸易委员会的否定性裁决，美国商务部将不会对进口自中国的卡客车轮胎颁布反倾销和反补贴税令。因此，公司从国内生产的全钢胎对美国的出口将恢复正常，进而取消此次“双反”对公司整体经营的负面预期影响。此外，赛轮（越南）120 万套全钢子午线轮胎项目中的第一条全钢子午胎已于 2016 年 11 月成功下线，项目将 2017 年整体正式量产，这将推动公司今明两年的可持续发展。
- **定增项目已提交复核报告，预计获批进度将恢复正常：**公司 2016 年度非公开发行股票申请已于 2016 年 5 月 12 日获得证监会审核通过，由于保荐机构西南证券受到证监会立案调查，公司定增批文迟迟未能拿到。日前，西南证券已向证监会提交了公司定增项目的复核报告，公司定增项目的签字人员均不涉及西南证券涉案违规项目。我们预计该复核报告在获得证监会审核通过后，公司定增项目的获批进度即可恢复正常。
- **风险提示：**全钢胎行业景气下滑风险；定增延后的风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,769.45	11,133.01	12,836.36	14,787.49	16,990.82	成长性					
营业成本	7,911.34	8,998.86	10,384.61	11,948.29	13,660.62	营业收入增长	-12.2%	14.0%	15.3%	15.2%	14.9%
销售费用	694.67	742.09	834.36	916.82	1,053.43	营业成本增长	-12.8%	13.7%	15.4%	15.1%	14.3%
管理费用	562.65	627.62	667.49	739.37	849.54	营业利润增长	-39.4%	79.5%	36.4%	28.5%	25.0%
财务费用	288.57	161.48	228.37	265.15	287.79	利润总额增长	-46.0%	65.1%	51.9%	28.5%	25.0%
投资净收益	0.00	0.81	0.00	0.00	0.00	净利润增长	-42.0%	87.5%	52.9%	28.5%	24.8%
营业利润	266.58	478.53	652.74	838.61	1,048.40	盈利能力					
营业外收支	22.11	-0.38	0.00	0.00	0.00	毛利率	19.0%	19.2%	19.1%	19.2%	19.6%
利润总额	260.21	429.67	652.74	838.61	1,048.40	销售净利率	2.0%	3.3%	4.3%	4.8%	5.2%
所得税	62.94	58.46	88.77	114.05	142.58	ROE	4.4%	8.0%	11.0%	12.6%	13.8%
少数股东损益	4.07	8.97	10.22	13.13	17.72	ROIC	5.2%	5.9%	7.3%	7.8%	8.4%
净利润	193.20	362.25	553.75	711.43	888.10	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	7.1%	6.7%	6.5%	6.2%	6.2%
流动资产	5,464.57	5,125.15	6,069.31	6,801.72	7,670.24	管理费用/营业收入	5.8%	5.6%	5.2%	5.0%	5.0%
货币资金	1,989.30	1,465.40	1,534.76	1,591.27	1,699.08	财务费用/营业收入	3.0%	1.5%	1.8%	1.8%	1.7%
应收帐款	1,222.78	1,559.76	1,606.64	1,850.85	2,126.63	投资收益/营业利润	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	266.92	64.88	350.72	404.03	464.23	所得税/利润总额	24.2%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
存货	1,540.39	1,687.52	2,014.25	2,317.53	2,649.57	应收帐款周转率	7.05	8.00	8.11	8.55	8.54
非流动资产	7,533.03	7,782.60	9,935.10	11,649.21	13,415.43	存货周转率	5.00	5.58	5.61	5.52	5.50
固定资产	5,569.03	0.00	1,354.34	2,208.49	3,114.70	流动资产周转率	1.57	2.10	2.29	2.30	2.35
资产总计	12,997.59	12,907.75	16,004.42	18,450.93	21,085.66	总资产周转率	0.73	0.86	0.89	0.86	0.86
流动负债	6,769.33	6,850.18	3,776.05	4,346.92	5,417.76	偿债能力					
短期贷款	3,892.07	3,465.71	0.00	0.00	441.62	资产负债率	66.3%	64.7%	65.2%	66.4%	67.0%
应付款项	2,330.80	2,675.08	3,047.78	3,506.68	4,009.09	流动比率	0.81	0.75	1.61	1.56	1.42
非流动负债	1,850.16	1,506.43	6,655.20	7,912.99	8,704.29	速动比率	0.58	0.50	1.07	1.03	0.93
长期借款	1,026.68	693.64	2,193.64	2,660.14	2,660.14	每股指标 (元)					
负债合计	8,619.49	8,356.61	10,431.25	12,259.92	14,122.05	EPS	0.08	0.16	0.24	0.31	0.39
股东权益	4,378.11	4,551.14	5,032.04	5,649.89	6,422.49	每股净资产	1.91	1.98	2.19	2.46	2.80
股本	1,042.70	2,293.94	2,293.94	2,293.94	2,293.94	每股经营现金流	0.54	0.51	0.13	0.39	0.50
留存收益	3,202.87	2,238.36	2,709.05	3,313.77	4,068.65	每股经营现金/EPS	6.41	3.26	0.55	1.27	1.28
少数股东权益	132.54	18.84	29.06	42.19	59.91	估值					
负债和权益总计	12,997.59	12,907.75	15,463.29	17,909.81	20,544.54	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
现金流量表					(百万)	PE	48.44	25.84	16.90	13.16	10.54
经营活动现金流	1,239.35	1,180.52	305.83	901.26	1,136.74	PEG	0.70	0.64	0.59	0.53	(0.11)
其中营运资本减	6,036.58	-5,402.48	-557.88	-179.69	-206.16	PB	2.14	2.06	1.86	1.66	1.46
投资活动现金流	-1,088.92	-602.68	-841.82	-939.37	-1,049.54	EV/EBITDA	13.79	11.05	15.76	12.47	10.33
其中资本支出	-1,258.74	-603.34	-841.82	-939.37	-1,049.54	EV/SALES	1.46	1.21	1.12	1.01	0.90
融资活动现金流	-1,055.60	-817.42	605.35	94.63	20.61	EV/IC	1.54	1.55	1.43	1.33	1.24
净现金总变化	-905.17	-239.57	69.36	56.51	107.81	ROIC/WACC	0.75	0.86	1.05	1.12	1.21
						REP	1.93	1.63	1.17	1.02	0.87

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺

顾锐: 2009年至2015年任职于中山证券。2016年加入长城证券金融研究所,任化工行业分析师。

杨超: 2006-2012年任职于鹏华基金,从事化工行业研究。2012年加入长城证券,任化工行业分析师。

本人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,在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则,独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点,不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供,除非另有说明,所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布,亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据,不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发,需注明出处为长城证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,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他人作出邀请。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。在任何情况下,本公司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。

长城证券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进行证券交易,或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;

推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;

中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

杨锦明: 0755-83515567, 13822272352, yangjm@cgws.com

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com

朱慧芳: 0755-83467943, 13823166780, zhuhf@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编: 200126 传真: 021-31829681

网址: <http://www.cgws.com>