

公司研究/年报点评

2017年04月04日

交运设备/汽车零部件 II

投资评级: 增持 (下调评级)

当前价格(元): 4.09
合理价格区间(元): 4.5~5

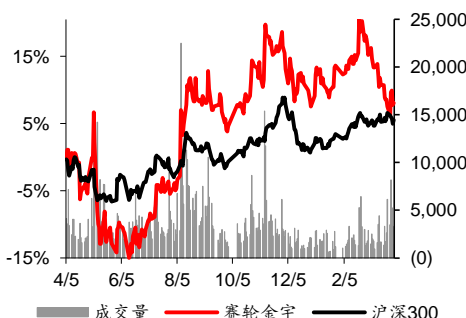
谢志才 执业证书编号: S0570512070062
研究员 0755-82492295
xiezhicai@htsc.com

祝嘉麟 021-28972068
联系人 zhujialin@htsc.com

相关研究

- 1《赛轮金宇(601058):海外工厂产能提升 轮胎巨头重上征程》2016.08
- 2《赛轮金宇(601058):巨头正在成长路上》2015.04
- 3《赛轮金宇(601058):国内半钢胎龙头, 踏上新的征途》2015.03

股价走势图



资料来源: Wind

原材料价格上涨, 短期业绩承压

赛轮金宇(601058)

2016Q4 净利环比降幅较大, 整体业绩增长低于预期

原材料价格上涨过快, 2017Q1 压力犹存。3月31日公司发布年报, 2016年实现营收111.3亿元, 同比增长14%, 实现归母净利3.62亿元, 同比增长87.5%; Q4营收环比增长6.3%, 但净利环比下滑42.9%。受益于公司越南工厂放量以及海外市场开拓, 2016年业绩实现较大增长, 但四季度净利环比大幅下滑低于我们预期。净利下滑主要是由于天然橡胶、合成橡胶和炭黑等原材料价格上涨幅度较大, 导致公司营业成本上升较快。2016年10月以来, 公司提高了部分产品的销售价格, 但我们预计短期内尚不能完全缓解原材料上涨对毛利率的侵蚀, 公司2017年Q1业绩依然存在压力。

越南工厂产能释放, 海外布局成效显著

公司积极布局海外基地, 越南工厂进入业绩释放期。公司自2012年起前瞻布局越南工厂, 2016年产能利用率已达到73%并实现净利约1.69亿, 同比增长215%, 奠定公司2016年业绩大幅增长的基础。公司在越南工厂建设年产120万套全钢子午轮胎和3万吨非公路轮胎的定增方案已过会, 第一条全钢胎在2016年11月已成功下线。我们认为, 越南工厂拥有靠近原材料基地和规避美国“双反”贸易壁垒的优势, 半钢胎产能的进一步释放、全钢胎和非公路轮胎产能的扩建将有效弥补公司国内产品出口美国市场的萎缩, 继续提升公司盈利能力, 保障未来业绩增长。

国内半钢胎市场空间大, 行业龙头有望率先受益

公司是国内半钢胎行业龙头, 有望率先受益于本土轮胎品牌市场份额提升。据中汽协数据, 2016年自主品牌乘用车销量占到国内乘用车销量的43.2%, 较2015年提高2.0%。自主崛起是我国汽车行业发展的方向, 受益于自主品牌乘用车市占率提升, 本土轮胎品牌在轮胎配套与替换市场均将迎来大的发展机遇。赛轮金宇作为国内半钢胎领头羊, 有望在未来轮胎深度国产替代的浪潮中率先获益。公司目前已配套众泰汽车等快速发展的自主品牌, 并在积极开拓其他品牌配套业务, 我们认为公司未来在国内乘用车前后装轮胎市场的份额将继续突破, 国内业务占比将稳步提升。

海内外市场稳步发展, “增持”评级

我们认为公司作为子午轮胎行业的龙头企业, 未来将充分受益于海外业务的进一步拓展和国内轮胎深度国产替代的发展机遇。我们预计公司2017-2019年公司将分别实现营收约128/150/180亿元, 归母净利分别约4.17/5.63/7.63亿元, 对应EPS分别约为0.18/0.25/0.33元。由于天然橡胶等原材料价格上涨较快, 我们认为公司2017年Q1业绩依然存在较大压力, 考虑公司是行业龙头企业, 给予公司2017年25-27.8X估值, 目标价区间调整至4.5-5元, 下调至“增持”评级。

风险提示: 原材料价格继续上涨, 轮胎行业景气度下滑, 定增进度不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,294
流通A股 (百万股)	2,261
52周内股价区间 (元)	3.22-8.99
总市值 (百万元)	9,382
总资产 (百万元)	12,908
每股净资产 (元)	1.98

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

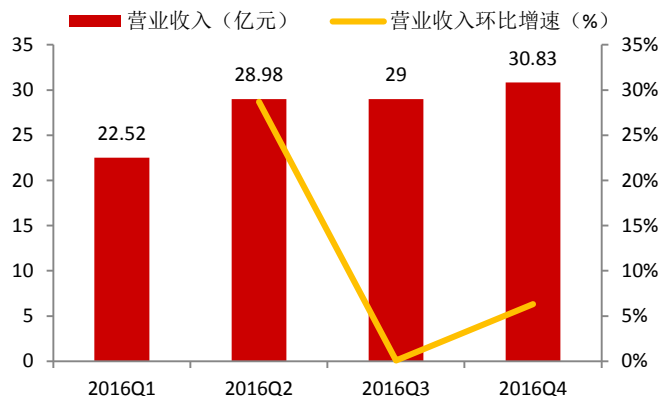
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	9,769	11,133	12,800	15,000	18,000
+/-%	(12.21)	13.96	14.97	17.19	20.00
净利润 (百万元)	193.20	362.25	416.87	563.44	762.83
+/-%	(42.04)	87.50	15.08	35.16	35.39
EPS (元, 最新摊薄)	0.08	0.16	0.18	0.25	0.33
PE (倍)	48.44	25.84	22.45	16.61	12.27

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

2016Q4 净利环比降幅较大，整体业绩增长低于预期

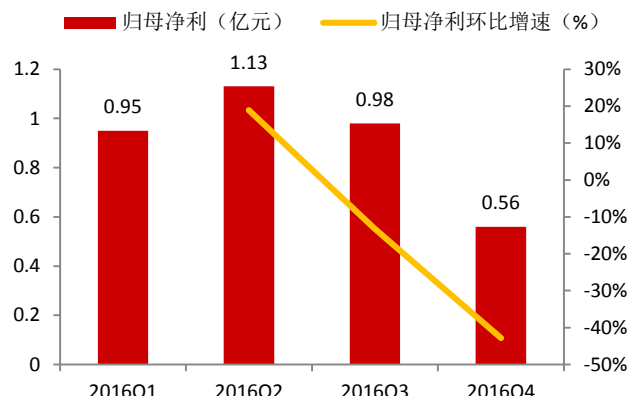
赛轮金宇发布 2016 年度报告，公司 2016 年实现营收 111.3 亿元，同比增长 14%，实现归母净利 3.62 亿元，同比增长 87.5%；Q4 营收环比增长 6.3%，但净利环比下滑 42.9%。受益于公司越南工厂放量以及海外市场开拓，2016 年业绩实现较大增长，但四季度净利环比大幅下滑低于我们预期。净利下滑主要是由于天然橡胶、合成橡胶和炭黑等原材料价格上涨幅度较大，导致公司营业成本上升较快。2016 年 10 月以来，公司提高了部分产品的销售价格，但我们预计短期内尚不能完全缓解原材料上涨对毛利率的侵蚀，公司 2017 年 Q1 业绩依然存在压力。

图表1：赛轮金宇 2016 年分季度营收保持平稳



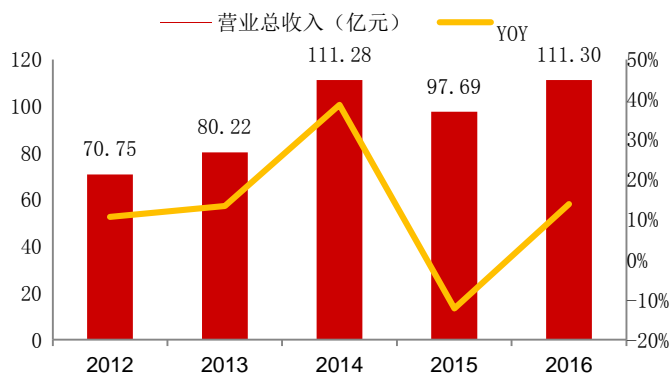
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：赛轮金宇 2016 年 Q4 净利环比降幅较大



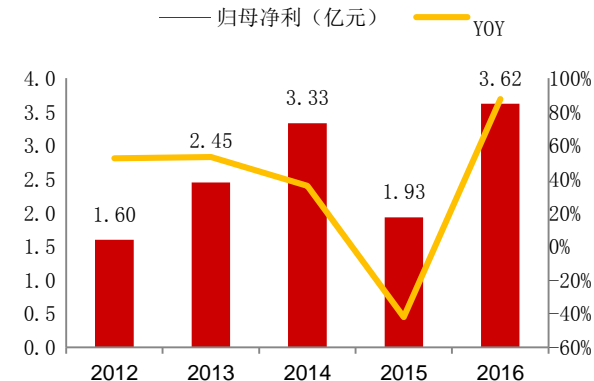
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：赛轮金宇近五年营业收入



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4：赛轮金宇近五年净利



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5：公司 2016 年单季度财务数据分析

项目	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入 (亿元)	22.52	28.98	29.00	30.83
营业收入 YoY (%)	13.55%	13.05%	9.61%	19.64%
归母净利 (亿元)	0.95	1.13	0.98	0.56
归母净利 YoY (%)	197.82%	54.46%	95.14%	48.20%
扣非后归母净利 (亿元)	0.90	1.12	0.95	0.63
扣非后归母净利 YoY (%)	190.97%	81.01%	89.50%	115.81%
ROE (%)	2.21%	2.56%	2.19%	1.25%
扣非后 ROE (%)	2.09%	2.54%	2.13%	1.40%
销售净利率 (%)	4.30%	4.01%	3.54%	1.80%
经营活动现金净流量 (亿元)	5.37	1.63	2.89	1.92
投资活动现金净流量 (亿元)	-2.30	-1.11	-1.97	-0.64
筹资活动现金净流量 (亿元)	0.87	-8.22	-0.70	-0.12

资料来源：Wind、华泰证券研究所

越南工厂产能释放，海外布局成效显著

公司积极布局海外基地，越南工厂进入业绩释放期。公司自2012年起前瞻布局越南工厂，2016年产能利用率已达到73%并实现净利约1.69亿，同比增长215%，奠定公司2016年业绩大幅增长的基础。公司在越南工厂建设年产120万套全钢子午轮胎和3万吨非公路轮胎的定增方案已过会，第一条全钢胎在2016年11月已成功下线。我们认为，越南工厂拥有靠近原材料基地和规避美国“双反”贸易壁垒的优势，半钢胎产能的进一步释放、全钢胎和非公路轮胎产能的扩建将有效弥补公司国内产品出口美国市场的萎缩，继续提升公司盈利能力，保障未来业绩增长。

国内半钢轮胎市场空间大，行业龙头有望率先受益

公司是国内半钢胎行业龙头，有望率先受益于本土轮胎品牌市场份额提升。据中汽协数据，2016年自主品牌乘用车销量占到国内乘用车销量的43.2%，较2015年提高2.0%。自主崛起是我国汽车行业发展的大方向，受益于自主品牌乘用车市占率提升，本土轮胎品牌在轮胎配套与替换市场均将迎来大的发展机遇。赛轮金宇作为国内半钢胎领头羊，有望在未来轮胎深度国产替代的浪潮中率先获益。公司目前已配套众泰汽车等快速发展的自主品牌，并在积极开拓其他品牌配套业务，我们认为公司未来在国内乘用车前后装轮胎市场的份额将继续突破，国内业务占比将稳步提升。

海内外市场稳步发展，“增持”评级

我们认为公司作为子午轮胎行业的龙头企业，未来将充分受益于海外业务的进一步拓展和国内轮胎深度国产替代的发展机遇。同时，公司作为民营轮胎上市公司，具有丰富并购经验，决策高效灵活，有望在未来中国轮胎行业整合升级的过程中继续发挥龙头作用，未来发展值得期待。由于天然橡胶等原材料价格上涨较快，我们认为公司2017年Q1业绩依然存在一定压力，我们分别下调公司2017年及2018年净利目标约17%和7%，预计公司2017-2019年公司分别实现营收约128/150/180亿元，归母净利润分别约4.17/5.63/7.63亿元，暂不考虑增发对股本的影响，对应EPS分别约为0.18/0.25/0.33元。参考同行业估值水平，考虑公司是行业龙头，给予公司2017年25-27.8X估值，目标价区间下调约10%，调整至4.5-5元，下调至“增持”评级。

图表6：可比公司估值及财务指标（截止2017年3月31日收盘）

证券简称	股票代码	当前股价 (元/股)	EPS (元)			PE		
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
青岛双星	000599.SZ	7.78	0.17	0.27	0.39	45.76	28.81	19.95
玲珑轮胎	601966.SH	24.98	0.86	1.09	1.32	29.05	22.92	18.92
平均						37.41	25.87	19.44

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：原材料价格继续上涨，轮胎行业景气度下滑，定增进度不及预期。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,465	5,125	6,978	8,646	10,690
现金	1,989	1,465	2,626	3,636	4,669
应收账款	1,177	1,515	1,690	1,972	2,384
其他应收账款	46.14	44.41	62.19	68.25	82.10
预付账款	275.81	283.08	367.08	411.76	492.46
存货	1,540	1,688	1,967	2,289	2,738
其他流动资产	436.27	129.39	265.76	269.07	325.21
非流动资产	7,533	7,783	7,368	6,875	6,341
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	5,569	5,721	5,562	5,253	4,869
无形资产	490.15	607.47	680.08	720.21	749.41
其他非流动资产	1,474	1,454	1,126	901.60	722.41
资产总计	12,998	12,908	14,346	15,521	17,031
流动负债	6,769	6,850	7,707	8,368	9,176
短期借款	3,657	3,022	3,422	3,463	3,466
应付账款	1,444	1,607	1,862	2,171	2,595
其他流动负债	1,669	2,221	2,423	2,735	3,116
非流动负债	1,850	1,506	1,661	1,780	1,929
长期借款	1,027	693.64	791.77	882.35	1,002
其他非流动负债	823.48	812.79	869.57	897.42	926.80
负债合计	8,619	8,357	9,368	10,148	11,106
少数股东权益	132.54	18.84	28.50	41.64	59.94
股本	1,043	2,294	2,294	2,294	2,294
资本公积	2,289	962.87	962.87	962.87	962.87
留存公积	1,019	1,277	1,692	2,074	2,609
归属母公司股	4,246	4,532	4,949	5,331	5,866
负债和股东权益	12,998	12,908	14,346	15,521	17,031

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,239	1,181	1,026	1,383	1,473
净利润	197.27	371.22	426.53	576.58	781.13
折旧摊销	569.72	712.67	574.47	594.14	620.47
财务费用	288.57	161.48	223.57	220.73	207.94
投资损失	0.00	(0.81)	(0.40)	(0.61)	(0.51)
营运资金变动	148.71	(167.17)	(215.96)	26.92	(122.18)
其他经营现金	35.08	103.12	17.61	(34.55)	(13.98)
投资活动现金	(1,089)	(602.68)	(242.15)	(183.06)	(196.53)
资本支出	1,261	605.31	0.00	0.00	0.00
长期投资	62.77	0.15	(0.05)	0.02	(0.01)
其他投资现金	234.70	2.79	(242.20)	(183.05)	(196.53)
筹资活动现金	(1,056)	(817.42)	376.74	(190.10)	(243.02)
短期借款	(950.42)	(634.58)	399.33	40.79	3.36
长期借款	626.91	(333.04)	98.12	90.59	120.00
普通股增加	521.35	1,251	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(521.35)	(1,326)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(732.09)	225.03	(120.71)	(321.47)	(366.38)
现金净增加额	(904.12)	(227.62)	1,160	1,010	1,033

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,769	11,133	12,800	15,000	18,000
营业成本	7,911	8,999	10,350	12,100	14,450
营业税金及附加	22.29	59.65	76.80	97.50	126.00
营业费用	694.67	742.09	838.40	919.50	1,112
管理费用	562.65	627.62	704.00	840.00	1,017
财务费用	288.57	161.48	223.57	220.73	207.94
资产减值损失	51.83	114.06	120.00	150.00	160.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.81	0.40	0.61	0.51
营业利润	238.10	430.06	487.63	672.87	927.16
营业外收入	30.81	33.48	32.59	32.89	32.79
营业外支出	8.70	33.86	21.36	23.42	24.47
利润总额	260.21	429.67	498.86	682.34	935.48
所得税	62.94	58.46	72.34	105.76	154.35
净利润	197.27	371.22	426.53	576.58	781.13
少数股东损益	4.07	8.97	9.66	13.14	18.30
归属母公司净利润	193.20	362.25	416.87	563.44	762.83
EBITDA	1,096	1,304	1,286	1,488	1,756
EPS (元)	0.08	0.16	0.18	0.25	0.33

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(12.21)	13.96	14.97	17.19	20.00
营业利润	(44.61)	80.62	13.39	37.99	37.79
归属母公司净利润	(42.04)	87.50	15.08	35.16	35.39
获利能力 (%)					
毛利率	19.02	19.17	19.14	19.33	19.72
净利率	1.98	3.25	3.26	3.76	4.24
ROE	4.55	7.99	8.42	10.57	13.00
ROIC	4.90	6.46	7.94	10.62	14.20
偿债能力					
资产负债率 (%)	66.32	64.74	65.30	65.38	65.21
净负债比率 (%)	57.07	49.77	50.32	48.24	45.55
流动比率	0.81	0.75	0.91	1.03	1.17
速动比率	0.57	0.50	0.65	0.76	0.86
营运能力					
总资产周转率	0.73	0.86	0.94	1.00	1.11
应收账款周转率	6.96	8.21	7.96	8.14	8.22
应付账款周转率	4.88	5.90	5.97	6.00	6.06
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.16	0.18	0.25	0.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.51	0.45	0.60	0.64
每股净资产(最新摊薄)	1.85	1.98	2.16	2.32	2.56
估值比率					
PE (倍)	48.44	25.84	22.45	16.61	12.27
PB (倍)	2.20	2.07	1.89	1.76	1.60
EV_EBITDA (倍)	11.42	9.60	9.74	8.41	7.13

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com