

**投资评级：强烈推荐（维持）**
**报告日期：2017年08月31日**
**市场数据**

目前股价	3.59
总市值(亿元)	82.35
流通市值(亿元)	81.15
总股本(万股)	229,394
流通股本(万股)	226,052
12个月最高/最低	4.62/3.14

**分析师**

顾锐 0755 -83675954

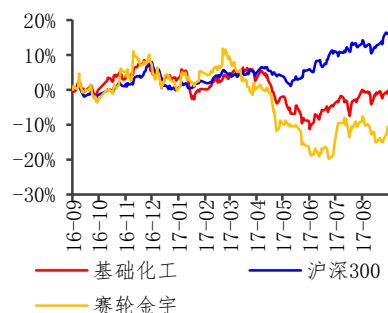
Email: gurui @cgws.com

执业证书编号: S1070516040001

杨超 0755-83663214

Email: ychao@cgws.com

执业证书编号: S1070512070001

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

- <<看好公司长期价值，新华联控股拟增持公司股份至9.5%>> 2017-07-11
- <<看好公司长期价值，获新华联控股及一致行动人首度举牌>> 2017-07-05
- <<原材料价格上涨影响短期利润，下半年盈利依然看好>> 2017-04-28

# 子公司商誉减值计提完毕，预计下半年业绩将明显改善

## ——赛轮金宇（601058）公司动态点评

**盈利预测**

	2017E	2018E	2019E
营业收入	12,246	15,124	17,983
(+/-%)	10.0%	23.5%	18.9%
净利润	301	487	626
(+/-%)	-16.8%	61.5%	28.6%
摊薄 EPS	0.13	0.21	0.27
PE	27.3	16.9	13.2

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- **事件：**公司发布2017年中报，报告期内，公司实现营业收入65.26亿元，同比增长26.72%；实现归属于上市公司股东的净利润0.19亿元，同比下降90.76%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润0.15亿元，同比下降92.59%；实现基本每股收益0.01元。
- **成本上升+子公司商誉减值，导致盈利下降：**报告期内，公司轮胎产销量和售价均较去年同期实现一定增长，推动公司收入增长26.72%。但是报告期，天然橡胶、合成橡胶、炭黑等原材料的价格延续着2016年下半年的上扬态势，而公司轮胎成品的售价涨幅难以覆盖掉原材料的涨幅，公司盈利空间被挤压，公司毛利率较去年同期大幅下降6.31个百分点；此外，公司在二季度末对子公司KRT集团计提了2064万元的商誉减值，导致公司上半年归母净利润同比下滑90.76%。若扣除商誉减值影响，公司二季度实现归母净利润约为9058万元。
- **橡胶价格下跌+商誉减值计提完毕，下半年公司业绩将改善：**橡胶价格下跌，轮胎企业成本压力大幅缓解。橡胶成本占轮胎企业制造成本的45%左右。今年春节以后，橡胶价格出现大幅回落，其中天然橡胶（上海）从高点已回落近39%，顺丁橡胶（华东）从高点已回落近49%，轮胎原材料成本压力大幅缓解。此外，公司对KRT集团的商誉减值已计提完毕，下半年将不再有负面影响。预计下半年公司盈利将会明显改善。
- **看好公司长期价值，新华联控股拟增持公司股份至9.5%：**2017年7月3日，新华联控股及一致行动人首度举牌公司；7月10日，新华联控股拟在6个月内继续增持公司股份1%至4.5%，拟增持至9.5%。同时，新华联控股承诺，未来12个月内不谋求公司的控制权；公司的实际控制人杜玉岱亦承诺，未来12个月内保持公司实际控制权的稳定，不主动放弃、转移公司实际控制权。新华联控股的举牌行为及增持计划说明了其对公司经营管理及发展战略的认同，对公司未来发展前景的看好。目前新华股及

一致行动人已持有公司 7.06% 的股份。

- **投资建议：**公司上半年业绩同比下降 90.76%，预计下半年业绩将明显改善。公司是国内优秀轮胎企业，具备成为国际一流轮胎企业的潜力。新华联及其一致行动人看好公司的长期发展价值，拟增持公司股份至 9.5%。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.13、0.21、0.27 元，对应 PE 分别为 27X、17X、13X，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**轮胎行业景气下滑风险。

## 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
<b>营业收入</b>	9,769.45	11,133.01	12,246.31	15,124.19	17,982.67	<b>成长性</b>					
营业成本	7,911.34	8,998.86	10,188.93	12,432.09	14,763.77	营业收入增长	-12.2%	14.0%	10.0%	23.5%	18.9%
销售费用	694.67	742.09	832.75	1,013.32	1,204.84	营业成本增长	-12.8%	13.7%	13.2%	22.0%	18.8%
管理费用	562.65	627.62	526.59	680.59	809.22	营业利润增长	-39.4%	79.5%	-15.4%	61.5%	27.5%
财务费用	288.57	161.48	227.71	263.44	275.13	利润总额增长	-46.0%	65.1%	-5.8%	61.5%	27.5%
投资净收益	0.00	0.81	0.00	0.00	0.00	净利润增长	-42.0%	87.5%	-16.8%	61.5%	28.6%
<b>营业利润</b>	266.58	478.53	404.72	653.72	833.36	<b>盈利能力</b>					
营业外收支	22.11	-0.38	0.00	0.00	0.00	毛利率	19.0%	19.2%	16.8%	17.8%	17.9%
<b>利润总额</b>	260.21	429.67	404.72	653.72	833.36	销售净利率	2.0%	3.3%	2.5%	3.2%	3.5%
所得税	62.94	58.46	97.13	156.89	193.34	ROE	4.4%	8.0%	6.3%	9.3%	10.8%
少数股东损益	4.07	8.97	6.34	10.24	14.08	ROIC	5.2%	5.9%	4.7%	6.1%	6.7%
<b>净利润</b>	193.20	362.25	301.25	486.59	625.93	<b>营运效率</b>					
<b>资产负债表 (百万)</b>						销售费用/营业收入	7.1%	6.7%	6.8%	6.7%	6.7%
<b>流动资产</b>	5,464.57	5,125.15	6,285.99	7,551.32	8,408.84	管理费用/营业收入	5.8%	5.6%	4.3%	4.5%	4.5%
货币资金	1,989.30	1,465.40	1,904.93	2,173.49	2,018.74	财务费用/营业收入	3.0%	1.5%	1.9%	1.7%	1.5%
应收帐款	1,222.78	1,559.76	1,532.79	1,893.00	2,250.77	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	334.60	413.23	491.33	所得税/利润总额	24.2%	13.6%	24.0%	24.0%	23.2%
存货	1,540.39	1,687.52	1,976.66	2,411.64	2,863.93	应收帐款周转率	7.05	8.00	7.92	8.83	8.68
非流动资产	7,533.03	7,782.60	9,423.90	10,673.59	12,006.90	存货周转率	5.00	5.58	5.56	5.67	5.60
固定资产	5,569.03	5,720.81	6,563.94	6,953.68	7,426.98	流动资产周转率	1.57	2.10	2.15	2.19	2.25
资产总计	12,997.59	12,907.75	15,709.89	18,224.91	20,415.74	总资产周转率	0.73	0.86	0.86	0.89	0.93
<b>流动负债</b>	6,769.33	6,850.18	3,700.03	4,533.42	5,386.82	<b>偿债能力</b>					
短期贷款	3,892.07	3,465.71	0.00	0.00	0.00	资产负债率	66.3%	64.7%	65.9%	68.3%	69.0%
应付款项	2,330.80	2,675.08	2,990.90	3,649.08	4,333.44	流动比率	0.81	0.75	1.70	1.67	1.56
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	1.16	1.13	1.03
长期借款	1,026.68	693.64	2,193.64	2,660.14	2,660.14	<b>每股指标 (元)</b>					
负债合计	8,619.49	8,356.61	10,355.23	12,446.42	14,091.11	EPS	0.08	0.16	0.13	0.21	0.27
<b>股东权益</b>	4,378.11	4,551.14	4,813.54	5,237.38	5,783.50	每股净资产	1.91	1.98	2.10	2.28	2.52
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	0.27	0.48	0.57
留存收益	3,202.87	2,238.36	2,494.42	2,908.03	3,440.07	每股经营现金/EPS	6.41	3.26	2.02	2.25	2.10
少数股东权益	132.54	18.84	25.18	35.41	49.49	<b>估值</b>	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债和权益总计	12,997.59	12,907.75	15,168.77	17,683.79	19,874.62	PE	42.63	22.73	27.34	16.92	13.16
<b>现金流量表 (百万)</b>						PEG	1.71	1.43	0.44	0.59	(0.13)
<b>经营活动现金流</b>	1,239.35	1,180.52	607.95	1,094.70	1,313.39	PB	1.88	1.81	1.71	1.57	1.42
其中营运资本减少	6,036.58	318.33	-480.41	-238.05	-233.54	EV/EBITDA	12.70	10.13	11.59	9.25	7.92
<b>投资活动现金流</b>	-1,088.92	-602.68	-812.32	-956.21	-1,099.13	EV/SALES	1.35	1.11	1.09	0.91	0.77
其中资本支出	-1,258.74	-603.34	-812.32	-956.21	-1,099.13	EV/IC	1.41	1.42	1.35	1.28	1.22
<b>融资活动现金流</b>	-1,055.60	-817.42	643.89	130.07	-369.02	ROIC/WACC	0.75	0.86	0.68	0.88	0.97
净现金总变化	-905.17	-239.57	439.53	268.57	-154.76	REP	1.77	1.49	1.70	1.24	1.05

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

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com  
杨锦明: 0755-83515567, 17688776222, yangjm@cgws.com  
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
佟骥: 0755-83661411, 13631699270, tongji@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

### 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>