

技术水平领先，半钢胎高速增长是亮点

2012年3月1日

推荐/首次

赛轮股份

调研快报

——赛轮股份（601058）调研快报

| | | |
|---------------|--------------|----------------------------|
| 杨若木 联系人：梁博 | 基础化工行业分析师 | 执业证书编号：S1480510120014 |
| | 010-66554032 | Email: yangrm@dxzq.net.cn |
| | 010-66554046 | Email: liangbo@dxzq.net.cn |

事件：

近日我们实地拜访了赛轮股份，就轮胎行业的现状，公司全钢胎、半钢胎的生产经营情况以及公司未来规划等问题与公司管理层进行了交流。

观点：

1、公司是轮胎行业产能增长最快的上市公司。

公司2011年6月上市，成为A股市场轮胎行业成长最快的公司。2008年至2011年，公司产能从280万条增长至1250万条。2008年公司营业收入18.8亿，我们预计2011年公司营业收入将达到60亿，其中轮胎收入约50亿，跻身国内轮胎行业第二集团。目前国内全钢胎市场趋于饱和，而半钢胎则受益于轿车保有量的增加，预计半钢胎需求增速将高于全钢胎。公司未来将发展重点半钢胎业务。2012年公司半钢胎产能有望再增加200万条。

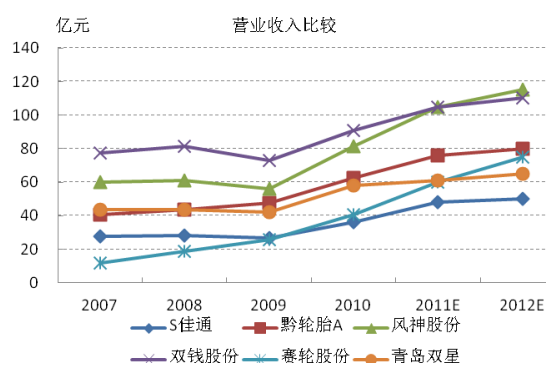
表1：公司产能一览

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2015E |
|-----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 全钢子午胎（万条） | 130 | 200 | 220 | 250 | 280 | 300 |
| 半钢子午胎（万条） | 150 | 510 | 690 | 1000 | 1200 | 2200 |
| 总产能（万条） | 280 | 710 | 910 | 1250 | 1480 | 2500 |

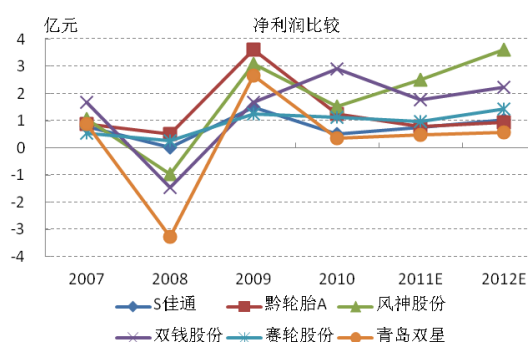
资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

图1：2012年公司营收有望接近80亿元

图2：2012年轮胎行业盈利能力或好于2011年



资料来源: Wind, 东兴证券研究所



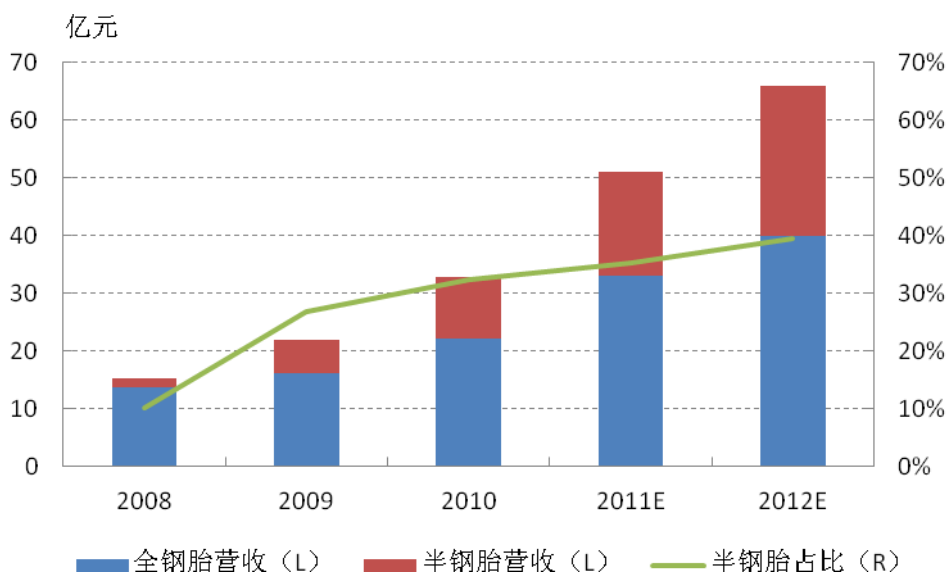
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

由于轮胎行业是资本密集型行业，规模效应明显。预计随着规模的扩大公司产品的毛利率有望稳步上升。

2、公司半钢胎业务快速发展成公司亮点。

目前公司全钢胎产能约250万条，半钢胎产能约1000万条。2011年中报显示，全钢胎收入14.05亿，同比增长43.2%，半钢胎收入8.08亿，同比增长90.7%。我们预计2011年全年全钢胎收入约33亿，半钢胎收入将达到17亿（另有10亿左右贸易收入）。考虑到国内半钢胎市场需求快速增长的前景，公司未来半钢胎业务的快速发展是主要看点。公司第二大股东软控股份（002073）主营橡胶机械，成型机，控制软件等，目前可以提供成套的半钢胎生产设备，因此可以帮助公司在较短时间内扩大生产规模，占领市场先机。2008年以来公司半钢胎业务占总营业收入的比重从10%上升到35%左右，预计2012年半钢胎业务营收占比将达到40%。

图3：半钢胎业务营收占比持续上升



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

3、巨型胎业务取得突破，显示公司技术水平行业领先。

公司生产2个规格的巨型胎，27.00R49和33.00R51。我们估计全球巨型胎市场规模在100亿左右，只占全球轮胎市场的1%-2%，但巨型胎技术要求高，毛利率高，市场长期被米其林、普利司通和固特异垄断。公司自主研发生产了33.00R51型巨型胎，标志着公司技术水平已经接近国际领先水平。目前公司巨型胎产量约200-300条，单价约5-10万元/条，毛利率在30%-40%左右。据经销商反馈，下游市场对巨型胎需求旺盛，公司已经着手计划扩大生产规模，未来巨型胎业务有望提升公司整体盈利水平。

4、越南项目获批，未来新增产能约1000万条。

公司在越南投资设立子公司的项目已经获得政府批准，据了解该项目总投资规模9500万美元（人民币约6亿元），主要将建设1000万条半钢胎产能，预计投产后年销售额将达到2.6亿美元（人民币约16.4亿元）。项目的建设有两大益处：（1）靠近天然橡胶产地，可获得稳定、低价的天胶供应；（2）轮胎产品从越南直接出口海外市场，规模高额关税和反倾销调查。如果越南项目建成，公司半钢胎产能将达到约2200万条，公司有望从轮胎行业第二集团中脱颖而出。

5、2012年美国市场需求增加，轮胎特保如终止将促进国内半钢胎出口。

美国市场是我国轮胎出口最大的目的地，我国出口轮胎约30%销往美国。2011年12月以来美国汽车复苏迹象明显，2011年美国整车销量增幅11%，我们预计2012年美国汽车需求增速在10%-15%之间，对半钢胎的需求增速在15%-20%。此外，美国从2009年9月开始对我国出口的半钢胎征收25%-35%的特别关税，为期3年。该政策将在2012年9月到期，美国国会可能会在今年3月对该项政策进行审核，以决定是否到期后终止。我们认为征收特别关税虽然抑制了我国轮胎的出口，但也增加了美国国内消费者的负担，导致美国半钢胎平均价格出现15%-20%的涨幅。虽然美国减少了从我国进口轮胎的数量，但增加了从东南亚地区的进口数量，该政策并未真正惠及美国国内的轮胎行业。因此我们预计今年9月美国停止征收特别关税的可能性较大。如果终止征收特别关税，则将刺激国内半钢胎的出口。公司90%半钢胎出口，届时将受益。

结论：

1、2011年3、4季度整个轮胎行业出现需求下降，目前下游需求有好转迹象。美国汽车市场复苏，轮胎特保案可能与今年9月终止，外需增加将带动我们半钢胎出口增长。同时国内轿车替换胎市场有望在2012年保持15%-20%的增长，因此我们预计国内半钢胎行业的景气度将上升。公司半钢胎产能达到1000万条，占营收的比重不断上升，预计公司将受益于需求的增长。

2、公司越南项目获批，计划投资6亿元，建成1000万条半钢胎产能，预计建成后年营收约16.4元，贡献净利润在8000万左右。届时公司半钢胎总产能将突破2000万条，规模效应显现。公司有望从轮胎行业第二集团中脱颖而出。

3、公司自主研发的33.00R51型巨型胎顺利下线，表明公司的轮胎生产技术已近达到国际先进水平。考虑到有第二大股东软控股份的技术支持，我们认为公司在生产管理、流程控制和产品质量稳定性方面将处于行业领先地位。

4、预计公司2011-2013年EPS分别为0.28元，0.42元和0.57元，目前股价对应P/E分别为28.9倍，19.3倍和14.2倍，给予“推荐”评级。

风险提示：

天胶价格对轮胎企业影响较大，如果由于气候等因素导致天胶价格大幅上涨，则公司盈利可能低于预期。

表 2： 公司盈利预测

| | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 4,050 | 6,000 | 7,800 | 9,500 |
| (+/-)% | 58.80% | 48.15% | 30.00% | 21.79% |
| 经营利润 (EBIT, 百万元) | 156 | 150 | 205 | 285 |
| (+/-)% | -10.9% | -3.85% | 36.67% | 39.02% |
| 净利润 (百万元) | 113 | 105 | 157 | 215 |
| (+/-)% | -8.90% | -7.08% | 49.52% | 36.94% |
| 每股净收益 (元) | 0.30 | 0.28 | 0.42 | 0.57 |

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

2005 年获得工学硕士学位，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年煤化工和炼油装置设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有一年半石油化工研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。