

# 收购时机恰到好处，外延式扩张占先机

2012年7月11日

强烈推荐/维持

赛轮股份

事件点评

## ——赛轮股份收购点评

杨若木	基础化工行业分析师 010-6655 4032	执业证书编号: S1480510120014 Email: yangrm@dxzq.net.cn
联系人 梁博	010-6655 4046	执业证书编号: S1480512060006 Email: liangbo@dxzq.net.cn

### 事件:

赛轮股份昨晚发布公告，公司将收购金宇实业股份有限公司（金宇实业）49%股权，同时收购沈阳和平子午线轮胎制造有限公司（沈阳和平）100%股权。

### 观点:

#### 1. 收购完成后公司权益产能将突破 2000 万条，跻身行业第一集团

目前金宇实业拥有半钢胎产能约 1000 万条，预计年收入在 30-40 亿元，年净利润在 4000 万元左右。沈阳和平拥有全钢胎产能 120 万条，预计年收入在 15-20 亿元，该公司目前处于微利的状态。完成此次收购后，赛轮股份将新增半钢胎权益产能 490 万条，全钢胎产能 120 万条，公司产能将突破 2000 万条，年收入将突破 100 亿，生产规模将进入全国前 10，跻身轮胎行业第一集团。

表 1: 收购标的基本情况

公司名称	产品类别	产能 (万条)	收购比例	收购权益产能 (万条)	收购价格上限 (亿元)
金宇实业	半钢胎	1000	49%	490	2.0
沈阳和平	全钢胎	120	100%	120	1.2
合计	/	1120	/	610	3.2

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 2: 赛轮股份产能一览

	2009	2010	2011	2012E	2013E (收购前)	2013E (收购后)
全钢子午胎 (万条)	200	220	250	280	280	400
半钢子午胎 (万条)	510	690	1000	1200	1500	1990
总产能 (万条)	710	910	1250	1480	1780	2390

资料来源：公司招股书，东兴证券研究所

## 2. 收购时机恰到好处，收购完成后将增厚公司 EPS

2011年下半年开始轮胎行业的景气度下降，轮胎企业的盈利水平也出现不同程度下滑。2012年以来，虽然上游原料降价使轮胎企业成本压力下降，但下游需求仍未出现较大增长，这种情况下出现了大厂挤压小局的局面：规模较大的轮胎企业依靠稳定的销售网络保证了90%左右的开工率，而一些规模较小的企业开工率则下降至70%左右。当前轮胎行业正处于景气低点，赛轮此时进行收购的成本较低。

在定价时赛轮以标的净资产为参考，并设定了支付上限。据公告显示，公司此次收购总支付价格不超过

3.2 亿元。我们估计，收购价格对应的 PB 在 1.0-1.5 倍之间，收购标的估值低于赛轮目前在市场上的估值。此次收购采取**现金支付**的可能性较大，因此将不会摊薄公司的 EPS。预计 2013 年收购资产将增厚公司 EPS 约 0.07 元-0.10 元。

### 3. 公司外延式扩张路线明晰，有望成为行业整合者

2011 年登陆 A 股后赛轮股份动作频繁，先是在越南投资建厂，计划新建 1000 万条半钢胎产能，接着收购泰国橡胶生产商“泰华罗勇”51% 股权，进入上游天胶加工领域。此次收购国内轮胎产能，显示出赛轮做大做强的决心。由于轮胎行业具有明显的规模效应，通常情况下生产规模越大，企业盈利水平越高。赛轮完成此次收购后，年产值将超过 100 亿，公司的净利润率有望从目前的 1.6% 上升至 2.5%-3%。

此外公司第二大股东软控股份在轮胎生产技术和设备研发方面具有优势，国内大约有 10-20 家中小型轮胎企业采用的技术与赛轮相似，这也使得赛轮可以在收购完成后迅速进行整合，提升生产效率。因此赛轮在行业整合方面具备一定的优势。

#### 结论：

自 2008 年以来赛轮股份一直保持快速增长的势头，生产规模快速增加、产业链布局不断完善，同时公司也不断建设国内的销售网络，整体发展势头是目前 A 股轮胎板块中最好的。公司未来将逐步增加内销的比例，抓住国内半钢胎需求快速增长带来的机会。此次收购是公司迈出外延式扩张的第一步，预计公司未来还将不断进行收购，看好公司跻身国内轮胎行业第一集团。

对公司盈利预测进行调整，预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.42 元，0.65 元和 0.82 元，目前股价对于 PE 分别为 19.0 倍，12.3 倍和 9.8 倍，对应 PB 为 1.6 倍。维持公司“强烈推荐”评级。

#### 表 3:公司业绩预测

	2010A	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	4,050	6,000	7,800	11,000	13,500
(+/-)%	58.80%	48.15%	30.00%	41.03%	22.73%
经营利润 (EBIT, 百万元)	156	150	205	300	360
(+/-)%	140.00%	-3.85%	36.67%	46.34%	20.00%
净利润 (百万元)	113	105	157	245	310
(+/-)%	-8.90%	-7.08%	49.52%	56.05%	26.53%
每股净收益 (元)	0.4	0.28	0.42	0.65	0.82

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。