

# 赛轮股份 (601058)

## 未来规模迅速扩大推动公司竞争力持续增强

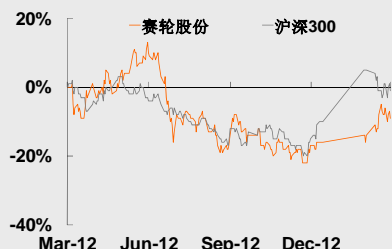
### 推荐 (首次)

现价: 9.11 元

#### 主要数据 (20130312)

行业	平安基础化工
公司网址	luntyre.com.cn
大股东/持股	杜玉岱/8.77%
实际控制人/持股	杜玉岱/8.77%
总股本(百万股)	378
流通 A 股(百万股)	196
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	34.44
流通 A 股市值(亿元)	17.82
每股净资产(元)	5.09
资产负债率(%)	70.9

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**伍颖** 投资咨询资格编号  
S1060511010017  
010-66299575  
wuying467@pingan.com.cn

**鄢祝兵** 投资咨询资格编号  
S1060511110001  
0755-22621410  
Yanzhubing290@pingan.com.cn

**陈建文** 投资咨询资格编号  
S1060511020001  
0755-22625476  
Chenjianwen@pasc.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如  
经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎  
重使用并注意阅读研究报告尾页的声明  
内容

### 投资要点

公司主营子午线轮胎业务 (包括全钢载重胎、半钢胎和工程胎)。

#### ■ 预计 2013 年中国轮胎国内和出口总需求增速约 15%

世界轮胎行业竞争激烈,市场集中度高。中国是世界轮胎制造中心,但轮胎企业众多、集中度不高,总体产能过剩。分产品看,中国全钢胎竞争力较强,半钢胎在国内市场的份额较小。2013 年中国配套胎和替换胎市场需求将好转,加上美国特保案到期后的出口推动,预计中国轮胎国内和出口总需求增速约 15%。

#### ■ 预计未来 2 年天胶价格平稳将使轮胎行业盈利较好

天然橡胶是轮胎主要原材料,但由于轮胎产品对上游天胶的定价能力较弱,近三年中国轮胎行业盈利能力与天胶价格基本负相关。我们预计未来 2 年国际天胶生产量将较快增加,使得天胶价格保持平稳,中国轮胎行业盈利将较好。

#### ■ 未来公司竞争力将持续增强

1) 规模迅速扩大,通过收购兼并和自建项目等,预计未来 3 年公司轮胎业务收入再扩大近 2 倍,规模效益将逐步体现; 2) 向上游延伸,收购天然橡胶生产和加工企业,提高天然橡胶成本控制能力; 3) 技术创新提高产品附加值,如建设巨胎等高性能轮胎项目等。

#### ■ 预计未来公司盈利能力及其稳定性将继续提升

2013 年,我们预计天然橡胶等原材料价格基本平稳,虽然不如 2012 年受益于原材料成本下降,但随着下游需求回升、公司竞争力增强,我们预计公司盈利能力仍有提升 (不含新投产、尚未盈利的越南和巨胎项目); 2014~2015 年,预计轮胎业务收入分别突破 100、150 亿元,规模效应将进一步提升公司盈利能力。随着竞争力和盈利能力的增强,预计公司盈利稳定性也将逐步提高。

#### ■ 预计未来业绩将持续快速增长,首次给予“推荐”

我们预计,2012~2014 年公司 EPS 分别为 0.42、0.65、0.89 元,对应 3 月 12 日收盘价的动态 PE 分别为 21.8、14.0、10.2 倍,估值与可比公司相近。我们长期看好公司规模迅速扩大、盈利能力及其稳定性继续提升,业绩持续快速增长,首次给予“推荐”的投资评级。

#### ■ 风险提示

主要原材料价格波动风险,国际贸易壁垒提升风险,新扩建和并购项目风险。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	4,050	6,390	7,195	9,800	12,683
YoY(%)	59.0	57.8	12.6	36.2	29.4
净利润(百万元)	113	105	158	246	338
YoY(%)	-8.9	-7.3	50.2	55.8	37.6
毛利率(%)	8.4	6.8	8.6	8.6	8.9
净利率(%)	2.8	1.6	2.2	2.5	2.7
ROE(%)	10.2	5.7	8.0	11.3	13.7
EPS(摊薄/元)	0.30	0.28	0.42	0.65	0.89
P/E(倍)	30.4	32.8	21.8	14.0	10.2
P/B(倍)	3.1	1.9	1.8	1.6	1.4

## 正文目录

一、公司介绍	5
二、预计 2013 年中国轮胎国内和出口总需求增速约 15%	6
2.1 轮胎简介	6
2.2 世界轮胎行业竞争激烈，市场集中度较高	6
2.3 中国是世界轮胎制造中心，预计 2013 年轮胎国内和出口总需求增速约 15%	7
三、预计未来 2 年天胶价格平稳将使轮胎行业盈利较好	11
3.1 中国轮胎行业盈利能力与天然橡胶价格基本负相关	11
3.2 预计未来 2 年天胶价格平稳将使轮胎行业盈利较好	11
四、未来公司竞争力将持续增强	13
4.1 规模迅速扩大将提升公司竞争力	13
4.2 向上游延伸提高天然橡胶成本控制能力	14
4.3 技术创新提高产品附加值	15
五、预计未来公司盈利能力及其稳定性将继续提升	16
5.1 预计未来公司盈利能力将继续提升	16
5.2 预计未来公司盈利稳定性将逐步提高	17
六、盈利预测和估值	17
七、风险因素	19
7.1 主要原材料价格波动风险	19
7.2 国际贸易壁垒提升风险	20
7.3 新扩建和并购项目风险	20

## 图表目录

图表 1 公司轮胎业务情况 .....	5
图表 2 轮胎收入是公司主要收入来源（2012H1） .....	5
图表 3 轮胎毛利是公司主要利润来源（2012H1） .....	5
图表 4 产权及控制关系图 .....	5
图表 5 轮胎产品类型及其应用 .....	6
图表 6 2011 年全球轮胎前 75 强排行榜（亿美元） .....	6
图表 7 中国汽车产业快速发展（万辆） .....	7
图表 8 中国子午线轮胎产量快速增长（万条） .....	7
图表 9 中国轮胎企业集中度不高（亿元） .....	8
图表 10 世界轮胎前 75 强中国大陆企业的销售额占比较小 .....	8
图表 11 中国轮胎出口量大（万条） .....	9
图表 12 中国轮胎出口量快速增长（万吨） .....	9
图表 13 中国全钢子午胎竞争力较强，半钢子午胎在国内的市场份额较小 .....	9
图表 14 预计 2013 年汽车销量恢复正常增长（万辆） .....	10
图表 15 2009~2011 年中国出口美国轮胎量占总出口量的比例持续下降（万吨） .....	10
图表 16 2009~2011 年中国出口小轿车和轻型卡车轮胎量中，出口美国占比持续下降 .....	10
图表 17 轮胎主要原材料成本占比 .....	11
图表 18 近三年中国轮胎行业盈利能力与天胶价格基本负相关 .....	11
图表 19 2005~2008 年主要天然橡胶生产国新种植面积处于高峰（千公顷） .....	12
图表 20 2010 年开始主要天然橡胶生产国的开割面积处于增长期（千公顷） .....	12
图表 21 世界天胶供需关系逐年改善（千吨） .....	12
图表 22 世界天胶供给余量逐年增加（千吨） .....	12
图表 23 2012 年世界天然橡胶库存增加（千吨） .....	12
图表 24 2012 年四季度后天然橡胶价格基本平稳 .....	12
图表 25 2012 年公司自建和收购项目较多 .....	13
图表 26 公司轮胎产能增长较快（万条） .....	13
图表 27 公司轮胎业务收入快速增长（百万元） .....	14
图表 28 收入超过 100 亿元的轮胎企业的盈利水平一般较高（亿元） .....	14
图表 29 我国巨型全钢工程机械子午线轮胎生产企业及产能（万套） .....	15
图表 30 中国轮胎上市公司基本情况（万套） .....	16
图表 31 中国轮胎上市公司盈利能力与下游需求、天胶等原材料成本密切相关 .....	16
图表 32 近三年中国轮胎上市公司毛利率与天然橡胶价格部分负相关 .....	17
图表 33 预计 2013 年中国乘用车和商用车产量增速回升（万辆） .....	17

---

图表 34 国际轮胎巨头的毛利率基本稳定 .....	17
图表 35 中国轮胎企业的毛利率波动较大 .....	17
图表 36 主营业务预测 .....	18
图表 37 轮胎行业上市公司估值比较.....	19

## 一、公司介绍

公司主营子午线轮胎业务（包括全钢载重胎、半钢胎和工程胎），同时公司还经营轮胎制造技术转让和轮胎循环利用业务。其中，全钢载重胎和半钢胎业务是公司主要利润来源。

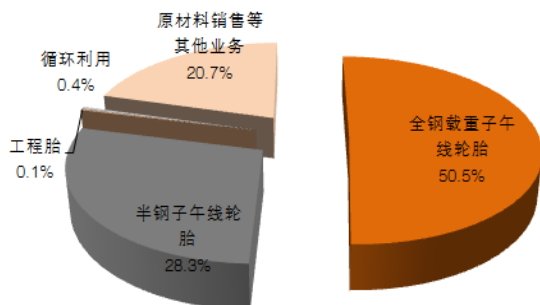
分地区看，公司轮胎业务中出口收入占比约 60%，出口地主要是北美和亚洲地区；分市场看，公司轮胎产品以替换市场为主。

图表1 公司轮胎业务情况

产品	出口占比	主要市场	应用领域	属性
全钢子午胎	约一半	替换市场	大型客车和货车（载重轮胎）	生产资料
半钢子午胎	约 90%	替换市场	轿车及轻型卡车	消费品

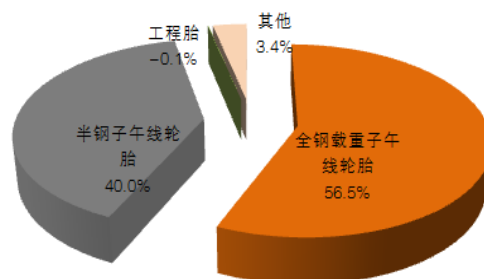
资料来源：平安证券研究所

图表2 轮胎收入是公司主要收入来源（2012H1）



资料来源：wind，平安证券研究所

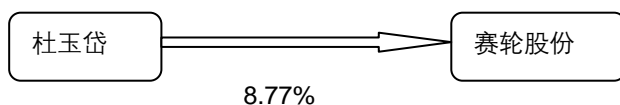
图表3 轮胎毛利是公司主要利润来源（2012H1）



资料来源：wind，平安证券研究所

公司于 2011 年 6 月上市。杜玉岱先生为公司第一大股东，持有股份 8.77%。公司另有 24 名股东与杜玉岱签订的《股权委托管理协议》约定，至公司上市之日起满三年为止，该 24 名股东持有的共计 28.93%股份中除处置权和收益权以外的其他股东权利，授权委托给杜玉岱行使，由此杜玉岱共计可控制 37.70%股份的表决权。

图表4 产权及控制关系图



资料来源：公司定期报告

## 二、预计 2013 年中国轮胎国内和出口总需求增速约 15%

### 2.1 轮胎简介

轮胎是地面车辆最重要的一部分，用于减少不规则路面造成的震荡，保护车轮磨损，以及提供一个高摩擦带在地面和车辆间，以改善加速和驾驶性能。

轮胎按结构可划分为斜交轮胎和子午线轮胎。斜交轮胎因其安全和性能较低，逐渐由主流产品萎缩到农用轮胎以及要求不高的车辆轮胎上；而子午线轮胎由于节能、安全、寿命长、舒适等优势，已经成为目前轮胎市场的主流产品。中国轮胎子午化率逐年提高，2003 年子午化率仅 46%，2011 年达到约 87%。

轮胎市场包括配套胎市场和替换胎市场。配套胎市场一般直接向整车厂商进行配套销售，与汽车的销量相关；而替换胎市场则主要通过经销商销售，与汽车的保有量相关，受经济波动影响更小。以上两个市场分别占轮胎销售总量的 25~30%和 75~70%。

图表5 轮胎产品类型及其应用

产品结构	分类	应用领域	属性
子午胎	全钢子午胎	大型客车和货车（载重轮胎）	生产资料
	半钢子午胎	轿车及轻型卡车	消费品
斜交胎		装载机、港口工程运输起重机、铰接式和大型自卸卡车、大型铲运机等工程用车	生产资料

资料来源：平安证券研究所

### 2.2 世界轮胎行业竞争激烈，市场集中度较高

世界轮胎行业市场化程度很高，竞争激烈；市场集中度高，行业格局较为稳定，1996~2011 年，行业排名前三企业的市场份额一直保持在 40%以上，行业前 75 强的收入占比一直保持在 96~98%。

在欧洲、北美、中东、澳洲等主要轮胎市场，轮胎市场竞争格局分为三个梯队：第一梯队是普利司通、米其林、固特异三大巨头，第二梯队是大陆、倍耐力、住友、横滨、韩泰、库珀、锦湖等为代表的日本、韩国及其他国家的大中型轮胎企业，第三梯队是杭州中策、三角集团、山东玲珑、赛轮股份等中国本土轮胎企业。

图表6 2011年全球轮胎前75强排行榜（亿美元）

排名	公司/总部所在地	2011 年轮胎销售额	市场份额
1	普利司通/日本	284.5	15.2%
2	米其林/法国	274.1	14.6%
3	固特异/美国	204.9	10.9%
4	大陆/德国	106.5	5.7%
5	倍耐力/意大利	78.0	4.2%
6	住友橡胶工业/日本	74.1	4.0%
7	横滨橡胶/日本	60.3	3.2%
8	韩国轮胎/韩国	57.4	3.1%
9	正新橡胶/中国台湾	42.7	2.3%
10	库珀轮胎橡胶/美国	39.3	2.1%

11	锦湖轮胎/韩国	35.2	1.9%
12	杭州中策橡胶/中国	33.3	1.8%
13	东洋轮胎橡胶/日本	30.7	1.6%
14	佳通轮胎/新加坡	29.0	1.5%
15	三角集团/中国	25.3	1.3%
	前 75 家企业	1800	96.0%
	其他	75	4.0%
<b>合计</b>		<b>1875</b>	<b>100.0%</b>

资料来源：《橡塑技术与装备》，平安证券研究所

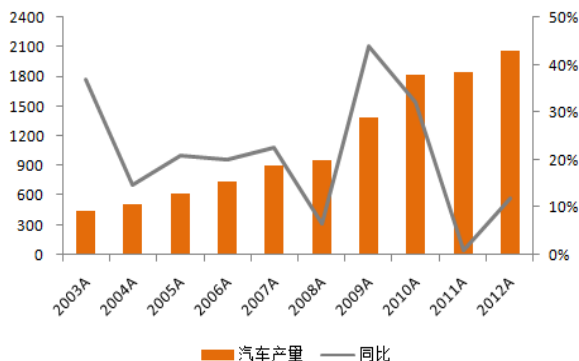
## 2.3 中国是世界轮胎制造中心，预计 2013 年轮胎国内和出口总需求增速约 15%

### ■ 中国是世界轮胎制造中心

20 世纪 90 年代初期，中国开始子午线轮胎工业化发展，经过 20 年的吸收学习和自我创新，伴随着中国汽车工业的迅速发展，以及世界轮胎工业发展重心和投资由发达国家向发展中国家转移（轮胎工业属于技术密集型和劳动密集型产业），中国成为全球增长最快的轮胎市场。

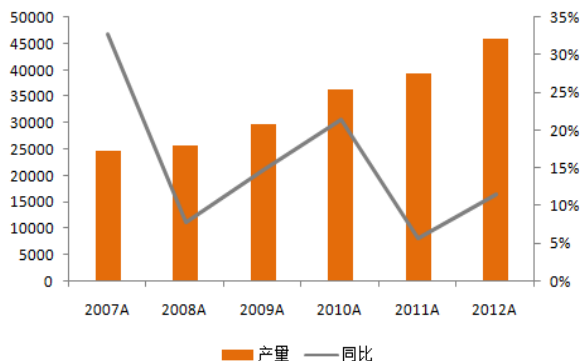
在世界轮胎前 75 强企业中，中国大陆上榜企业 26 家，台湾企业 5 家。另外，前 75 强中有 17 家外资在我国设有独资或合资企业。综合起来，世界轮胎前 75 强中共有 48 家在中国生产轮胎，中国已成为世界轮胎生产大国及世界轮胎制造中心。

图7 中国汽车产业快速发展（万辆）



资料来源：wind，平安证券研究所

图8 中国子午线轮胎产量快速增长（万条）



资料来源：wind，平安证券研究所

### ■ 中国轮胎企业众多，集中度不高

中国轮胎企业众多，集中度不高，与国际大公司相比，国内轮胎企业的规模和实力还存在很大差距。2011 年全球轮胎 75 强排行榜入围的中国大陆企业有 26 家，但轮胎销售总额仅占全球总销售额的 12.4%；中国轮胎企业平均年产量仅为 90 万条，而美国轮胎生产企业平均产量为 440 万条/年，日本为 450 万条/年，德国为 310 万条/年，中国年产 50 万条以下的小轮胎厂约占总数量的 75%。

图表9 中国轮胎企业集中度不高（亿元）

		2011 年轮胎销售收入	市场占比
1	杭州中策	227.0	5.6%
2	三角集团	157.0	3.9%
3	中国正新	120.0	3.0%
4	山东玲珑	110.0	2.7%
5	风神轮胎	102.3	2.5%
6	双钱集团	100.6	2.5%
7	兴源轮胎	87.5	2.2%
8	青岛双星	80.6	2.0%
9	固铂成山	75.6	1.9%
10	贵州轮胎	74.1	1.8%
11	山东盛泰	59.6	1.5%
12	金宇集团	57.7	1.4%
13	江苏韩泰	53.4	1.3%
14	赛轮公司	49.7	1.2%
15	山东万达	45.7	1.1%

资料来源：中国橡胶工业协会轮胎分会，平安证券研究所

图表10 世界轮胎前75强中国大陆企业的销售额占比较小

	2008A	2009A	2010A	2011A
中国入围企业数（家）	12	19	22	26
入围企业销售额（亿美元）	69.2	127.1	158.9	232.3
占全球总销售额	5.5%	9.1%	12.6%	12.4%

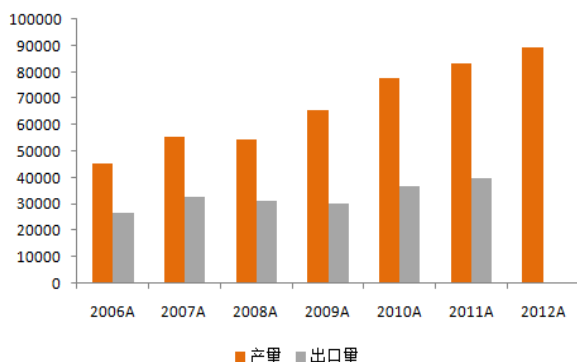
资料来源：公司招股说明书，《橡塑技术与装备》，平安证券研究所

#### ■ 中国轮胎总体产能过剩

以全钢载重胎为例，2008年生产能力为7500万条，2009年达8000万条，而受4万亿元投资拉动，2012年产能达到3.93亿条，产能已大大超过了国内需求。2012年，中国橡胶轮胎外胎产量8.9亿条，进口量10.7万吨，出口量440.6万吨，出口比例近50%。

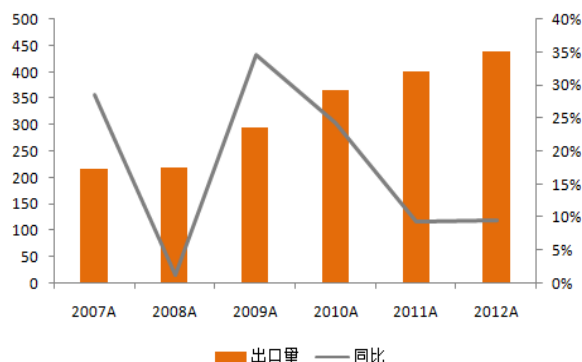


图表11 中国轮胎出口量大（万条）



资料来源：石化协会，平安证券研究所

图表12 中国轮胎出口量快速增长（万吨）



资料来源：《中国热带农业》，平安证券研究所

■ 中国全钢子午胎竞争力较强，半钢子午胎在国内市场的份额较小

(1) 中国全钢子午胎竞争力较强

中国全钢子午胎研发较早。在中国轮胎市场上，本土优秀品牌的全钢子午胎与世界一流品牌相比，性价比较高，市场占有率达到 80%；在世界轮胎市场上，中国全钢子午胎竞争力较强，出口量不断提高。

(2) 中国半钢子午胎在国内的市场份额较小

国际大型轮胎企业凭借雄厚的资金、先进的技术，在国内半钢子午胎市场中占据优势地位。如在轿车子午胎领域，外资企业占有 70% 的市场份额；而中国本土企业仅占 30%，且主要集中在替换胎市场，在原配轮胎市场则很少。

图表13 中国全钢子午胎竞争力较强，半钢子午胎在国内的市场份额较小

产品结构	应用领域	中国市场竞争状况
全钢子午胎	大型客车和货车	中国企业占 80% 市场份额。
其中 工程子午胎	装载机、港口工程运输起重机、铰接式和大型自卸卡车、大型铲运机等工程用车	在中低端领域中国企业占比较大，在高端领域外资占绝对优势。
半钢子午胎	轿车及轻型卡车	各有千秋，中国企业产品广泛应用于轻卡等，外资企业产品则更多应用于 MPV、SUV 等乘用车。外资企业占 70% 市场份额，中国本土企业占 30%。
其中 半钢轻载子午胎		
	半钢轿车子午胎	
斜交胎	装载机、港口工程运输起重机、铰接式和大型自卸卡车、大型铲运机等工程用车	中国企业基本占据 100% 市场份额。

资料来源：平安证券研究所

■ 预计 2013 年中国轮胎国内和出口总需求增速约 15%

国内市场：配套胎市场方面，预计 2013 年将是中国汽车销量恢复正常增长的一年，汽车销量增速将达到 9%，从而推动配套胎市场需求好转；替换胎市场方面，2010 年中国汽车销量及其增速很大，根据轮胎寿命约 3 年估算，预计 2013 年替换胎市场需求将向好。

出口市场：美国弗里多尼亚 Freedonia 集团《世界轮胎》预测，未来全球轮胎需求量将以年均 4.7% 的速度增长，到 2015 年将达到 33 亿条，加上 2012 年 9 月美国“特保案”到期，预计 2013 年我国轮胎出口量将恢复快速增长。

综合来看，我们预计 2013 年中国轮胎国内和出口总需求增速约 15%。

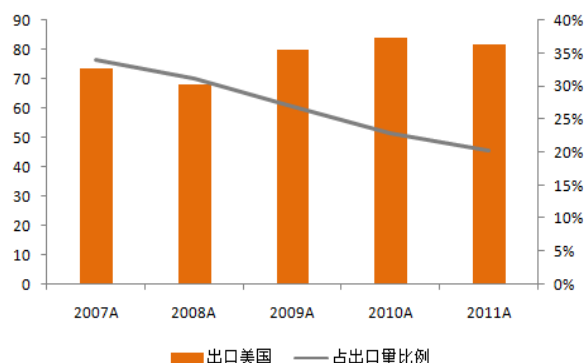
图表14 预计2013年汽车销量恢复正常增长（万辆）

车型	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E
汽车	1361	1804	1851	1927	2104
同比变化					
汽车	46.2%	32.6%	2.6%	4.3%	9.0%
乘用车	52.9%	33.5%	5.3%	7.1%	9.7%
商用车	28.4%	29.8%	-6.0%	-5.5%	6.0%
轿车	48.1%	27.4%	6.6%	6.1%	8.5%
中轻卡	32.8%	22.4%	-6.0%	0.1%	4.1%
客车	4.0%	25.1%	10.1%	4.0%	5.0%
重卡	17.4%	59.7%	-13.4%	-27.8%	15%

资料来源：中汽协、平安证券研究所

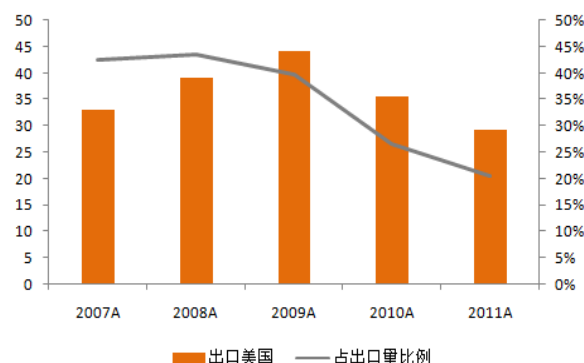
美国是中国轮胎出口重要市场，2008 年出口美国的轮胎量占总出口量的比例为 31.1%，但 2009 年美国实施对华轮胎“特保案”（2009 年 9 月之后 3 年对从中国进口的所有小轿车和轻型卡车轮胎实施惩罚性关税），导致该占比在 2011 年下降至 20.3%。2012 年 9 月美国“特保案”到期。

图表15 2009 ~ 2011年中国出口美国轮胎量占总出口量的比例持续下降（万吨）



资料来源：《中国热带农业》，平安证券研究所

图表16 2009 ~ 2011年中国出口小轿车和轻型卡车轮胎量中，出口美国占比持续下降（万吨）



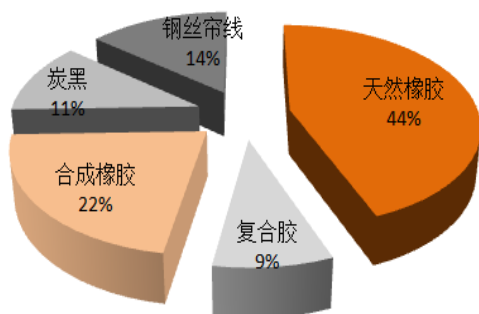
资料来源：《中国热带农业》，平安证券研究所

### 三、预计未来 2 年天胶价格平稳将使轮胎行业盈利较好

#### 3.1 中国轮胎行业盈利能力与天然橡胶价格基本负相关

轮胎原材料包括天然橡胶、复合胶、合成橡胶、炭黑、钢丝帘线等，其中天然橡胶是主要原材料，占原材料成本的 40%左右（占比随轮胎种类和天胶价格不同而有差别）。由于轮胎产品对上游天然橡胶的定价能力较弱，轮胎产品价格调整时间和幅度滞后于天然橡胶，近三年中国轮胎行业盈利能力与天然橡胶价格基本负相关。

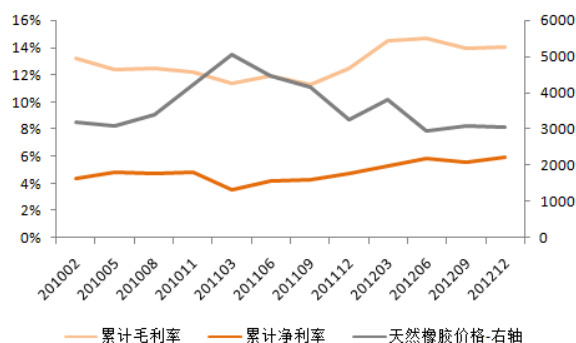
图表17 轮胎主要原材料成本占比



注：轮胎种类和天胶价格不同会导致占比不同

资料来源：平安证券研究所

图表18 近三年中国轮胎行业盈利能力与天胶价格基本负相关



注：天然橡胶为泰国STR20在青岛保税区的期末现货价美元/吨。  
净利率=利润总额/营业收入

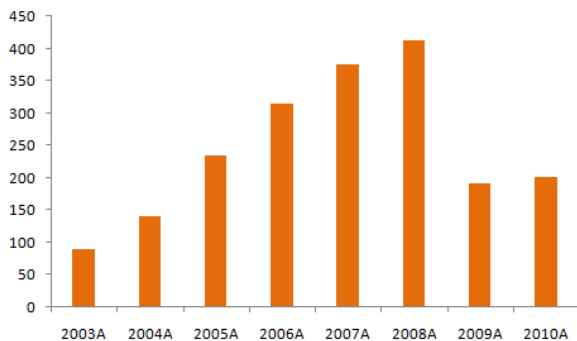
资料来源：wind，平安证券研究所

#### 3.2 预计未来 2 年天胶价格平稳将使轮胎行业盈利较好

天然橡胶种植区域主要集中在东南亚地区，种植面积约占世界的 90%。2005~2008 年天然橡胶生产国协会（ANRPC）的天然橡胶新种植面积处于高峰，以橡胶树在定植 6~9 年后开割估算，2013 年开始天然橡胶开割面积将进入增长高峰期。由此我们预计未来 2 年国际天然橡胶生产量将快速增加。

随着产量增加，2012 年世界天然橡胶供给余量（供给减需求）和库存上升。我们预计，2013~2014 年世界天然橡胶供给量仍然大于需求量，天然橡胶价格保持平稳，将使中国轮胎行业盈利较好。

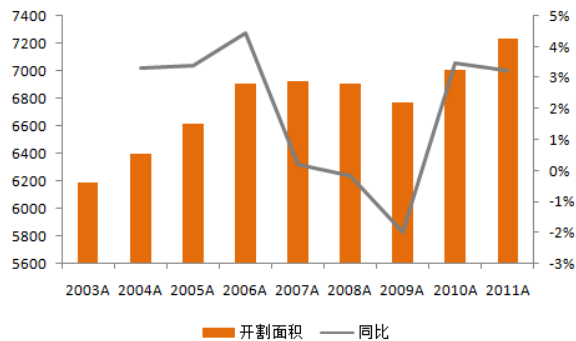
图表19 2005 ~ 2008年主要天然橡胶生产国新种植面积处于高峰 (千公顷)



注：主要天然橡胶生产国包括中国、印度、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、斯里兰卡、泰国、越南。

资料来源：wind，平安证券研究所

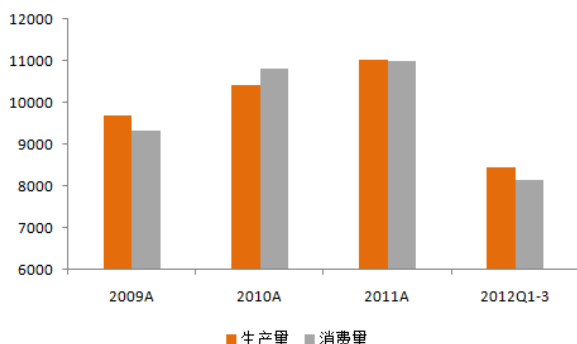
图表20 2010年开始主要天然橡胶生产国的开割面积处于增长期 (千公顷)



注：主要天然橡胶生产国包括中国、印度、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、斯里兰卡、泰国、越南、柬埔寨。

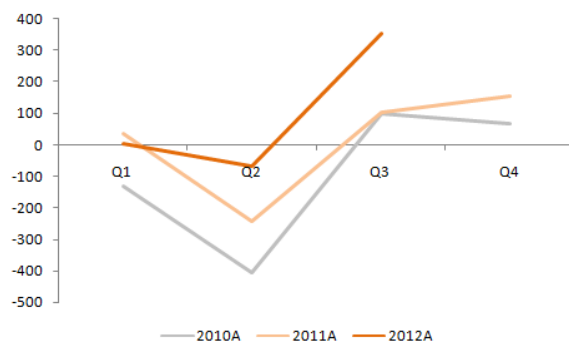
资料来源：wind，平安证券研究所

图表21 世界天胶供需关系逐年改善 (千吨)



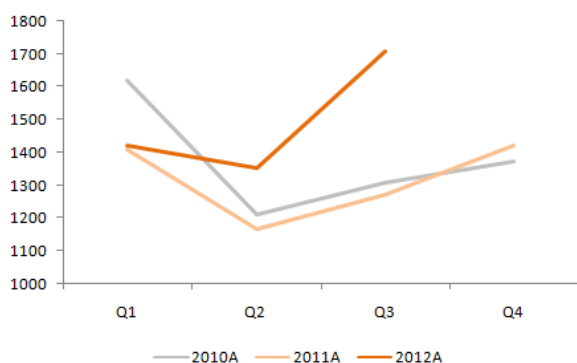
资料来源：国际橡胶研究组织，平安证券研究所

图表22 世界天胶供给余量逐年增加 (千吨)



资料来源：国际橡胶研究组织，平安证券研究所

图表23 2012年世界天然橡胶库存增加 (千吨)



资料来源：国际橡胶研究组织，平安证券研究所

图表24 2012年四季度后天然橡胶价格基本平稳



注：天胶价格为泰国STR20在青岛保税区的期末现货价(美元/吨)  
资料来源：wind，平安证券研究所

## 四、未来公司竞争力将持续增强

### 4.1 规模迅速扩大将提升公司竞争力

2012 年公司先后收购沈阳和平 100% 股权、金宇实业 49% 股权，开启了公司通过收购兼并迅速扩大规模的序幕。我们预计未来公司仍有再次收购兼并的可能，加上自建越南子公司项目等，预计公司轮胎业务收入将由 2012 年约 56 亿元，迅速扩大至 2014 年 100 亿元、2015 年 150 亿元（不含其它业务收入）。

轮胎行业属于技术和资本密集型产业，规模效益特征十分明显。通常认为，当轮胎销售收入分别达到 100、150、200 亿元时（不含其它业务收入），企业盈利能力都将提升。如下图 28，销售收入超过 100 亿元的轮胎企业利润率一般都较高。（不同企业具有各自特点，它们之间的盈利差别并不仅仅是收入规模不同。纵向比较，一个企业收入规模扩大，其盈利能力通常都将提升。）

规模化提升企业盈利能力的表现是：

（1）规模化集中采购，可以降低原材料采购成本。（2）规模化可以增强轮胎产品的议价能力；轮胎品种更多更齐全，有利于开拓客户。（3）由于单一品种需要专用模具，因此规模化可以降低设备折旧、减少工装和模具更换频繁，提高产品质量稳定性和生产效率。（4）规模化使得企业可以在技术研发、市场开发、品牌建设等方面增加更多投入。（5）如果通过收购兼并方式提升规模，则可以与被收购企业共享原材料供应信息，降低原材料采购成本；通过合理调配产品生产，扩大单一产品生产规模，降低成本，提高生产效率。

图表25 2012年公司自建和收购项目较多

发展历程		详细情况
2012年3月	在越南设立全资子公司项目	投资建设 350 万套/年半钢胎和 1.5 万吨/年工程胎项目，2013 年三季度投产，预计项目达产后轮胎收入约 30 亿元。
2012年8月	收购沈阳和平 100% 股权	现有全钢胎产能 120 万套。随着产能扩张，预计 2013 年轮胎收入超过 20 亿元。
2012年10月	收购金宇实业 49% 股权	现有半钢胎产能 1200 万套，随着产能扩张，预计 2013 年轮胎收入超过 25 亿元。

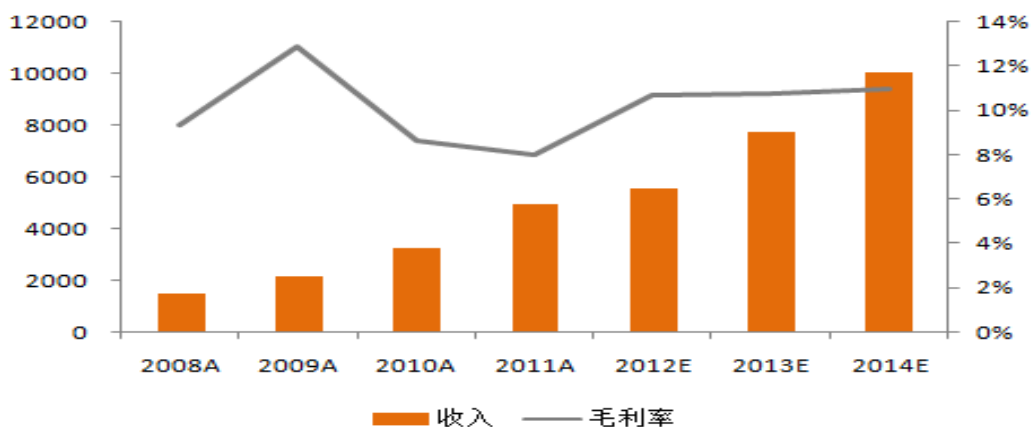
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表26 公司轮胎产能增长较快（万条）

		2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
全钢胎	青岛本部	130	200	220	230	230	230	230
	沈阳和平					120	150	220
	合计	130	200	220	230	350	380	450
半钢胎	青岛本部	150	510	690	800	1000	1000	1000
	金宇实业（权益）					588	588	588
	越南子公司						350	350
	合计					1588	1938	1938

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表27 公司轮胎业务收入快速增长（百万元）



注：新投产、盈利能力弱的越南和巨胎项目未计入2013~2014年毛利率。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表28 收入超过100亿元的轮胎企业的盈利水平一般较高（亿元）

	2011A		2010A	
	轮胎销售收入	利润率 (利润总额/销售收入)	轮胎销售收入	利润率 (利润总额/销售收入)
杭州中策	227	3.45%	176	4.41%
三角集团	157	3.79%	153	3.59%
中国正新*	120	11.67%	94	18.06%
山东玲珑	110	3.59%	97	4.68%
风神轮胎	102	2.67%	81	2.23%
双钱集团	101	0.90%	83	2.63%
兴源轮胎	88	5.19%	70	11.22%
青岛双星	81	0.27%	84	0.29%
固铂成山*	76	3.80%	71	4.55%
贵州轮胎	74	1.79%	61	2.66%
山东盛泰	60	1.20%	58	1.40%
金宇集团	58	5.72%	40	8.40%
赛轮公司	50	2.60%	34	3.80%

注：（1）利润率受轮胎产品结构、内外销市场分布、企业折旧政策等因素影响。（2）中国正新和固铂成山为合资企业，利润率较高。（3）轮胎销售收入不含企业的其他业务收入。

资料来源：中国橡胶工业协会轮胎分会，平安证券研究所

## 4.2 向上游延伸提高天然橡胶成本控制能力

2012年5月，公司投资人民币3,200万元收购泰华罗勇橡胶有限公司51%股权。

泰国是全球主要天然橡胶出口和加工地区之一。公司获得泰国专业天然橡胶生产和加工公司的控股权，可以更好的为公司提供更具竞争力的天然橡胶等胶料，同时还可进一步提高公司对上游原材料的控制与研发能力。另外，通过接触天然橡胶生产地的最新信息，有利于公司提升天然橡胶的价格预测水平和采购成本控制能力（比如尝试开展期货的套期保值交易）。

我们预计，2013~2014年泰华罗勇的天然橡胶生产量分别约为5、10万吨，如果以其中50%比例销售给赛轮股份计算，则赛轮股份的天然橡胶自给率将约30%。

### 4.3 技术创新提高产品附加值

公司技术研发实力较强，通过依托第二大股东软控股份的技术支持，自建技术研发中心和参建材料研究院，不断改进工艺制造技术，提高轮胎产品性能和附加值。

公司正在研发多种高性能或特种轮胎，其中巨胎项目进行投资建设。巨胎项目投资2亿元，产能预计为2千条，规格包括49寸（已通过市场验证），51寸、53寸、57寸等（正在进行市场验证或推广）。预计2013年巨胎项目处于市场推广期，2014年后将产生盈利；市场推广顺利后，我们预计公司未来将继续大幅扩大巨胎产能，届时该项目毛利率将达到30%以上。

公司技术研发实力表现在：

公司是国家轮胎工艺与控制工程技术研究中心的科研示范基地、山东省橡胶行业技术中心的依托单位和山东省省级企业技术中心单位。公司第二大股东软控股份（持股比例6.02%）是轮胎行业应用软件开发、系统集成和数字化装备制造的龙头企业。

公司投资5000万元建设的募集资金项目-技术研发中心项目，预计项目整体完工时间为2013年3月。另外，公司拟与橡胶谷有限公司及软控股份共同投资设立材料研究院（赛轮出资比例为18%），从事橡胶行业新材料、新技术等的研究开发。

#### ■ 巨胎的市场发展前景和盈利能力较好

工程机械轮胎按结构分为斜交工程轮胎和子午线工程轮胎，按规格分为小型、中型、大型和巨型工程胎。子午化是工程胎发展方向，子午胎取代斜交胎的发展趋势明显。我国工程胎子午化比率不足10%，国际上通用比率在40~50%，我国工程胎子午化空间较大。

我国巨型全钢工程机械子午线轮胎（简称巨胎）自2007年起发展至今，轮胎质量和生产技术水平有较大幅度提高，尽管国产巨胎与米其林、普利司通同类产品仍有一定差距，但与巨型斜交工程机械轮胎相比，其寿命大幅延长（平均达到5000h以上），安全性也更好，产品被我国大型矿山认可。

巨胎产品盈利水平高，国际轮胎巨头的巨胎毛利率在40%左右。近两年巨胎市场行情好的主要原因是：2008年8月经济危机导致需求下降，国外巨胎项目投资缩减并较大幅度限产，我国巨胎项目投资也几乎停顿。2010年下半年巨胎销售转好，但投资周期较长导致巨胎供给紧张。另外，采矿等行业对我国巨胎认可度、对安全性要求提高等因素也促进了巨胎需求增加。

目前我国巨胎生产厂家已达10家左右，产能约2万套/年，未来在建和计划新增巨胎产能在1万套/年以上。虽然巨胎产能增长较快，但我们预计优势企业质量优异的巨胎产品销售仍然较好，预计毛利率将达到30%以上。

图表29 我国巨型全钢工程机械子午线轮胎生产企业及产能（万套）

企业名称	现已形成年产能	现有设备	近期项目
中化桂林	0.2	二组成型机	新增一组成型机
莆田海安	0.3	三组成型机	一组成型机的采购中
山东银宝	0.1	一组成型机	无
时风轮胎	0.2	二组成型机	不详
兴源轮胎	0.2	二组成型机	新增一台成型机计划
三角轮胎	0.2	二组成型机	暂无
双钱股份	0.2	二组成型机	一台成型机及两台硫化机近期招标
赛轮股份	0.2	二组成型机	另三组成型机在采购中

企业名称	现已形成年产能	现有设备	近期项目
山东豪克	0.2	二组成型机	暂无
山东泰山	0.2	二组成型机	另一组成型机在采购中
天津国际轮胎	0		设备正在采购中, 规模较大
合计	2		

资料来源:《中国橡胶》

## 五、预计未来公司盈利能力及其稳定性将继续提升

### 5.1 预计未来公司盈利能力将继续提升

中国轮胎行业盈利能力与下游需求、天然橡胶等原材料成本密切相关。2012年,下游需求基本平稳,在天然橡胶等原材料成本下降的推动下,轮胎上市公司的毛利率普遍上升。2013年,我们预计天然橡胶等原材料价格基本平稳,虽然不再受益于原材料成本下降,但随着下游需求回升、公司竞争力增强,我们预计赛轮股份盈利能力仍有提升(不含新投产、尚未盈利的越南项目和巨胎项目);2014~2015年,预计轮胎业务收入分别突破100、150亿元,规模效应将进一步提升公司盈利能力。

图表30 中国轮胎上市公司基本情况(万套)

	2012年产能			2011年产量		2011年轮胎收入占比		
	全钢胎	半钢胎	斜交胎	全钢胎	半钢胎	全钢胎	半钢胎	斜交胎
黔轮胎	290	50	300	288		60%		40%
青岛双星	400	600		373	336			
S佳通(合资)		1500					100%	
风神股份	565	500	110	455		69%		31%
双钱股份	690			629		100%		
赛轮股份	350	1000		224	771	64%	36%	

注:双钱股份1500万条半钢胎预计在2013~2014年达产,赛轮股份未包括金宇实业的半钢胎权益产能。

资料来源:平安证券研究所

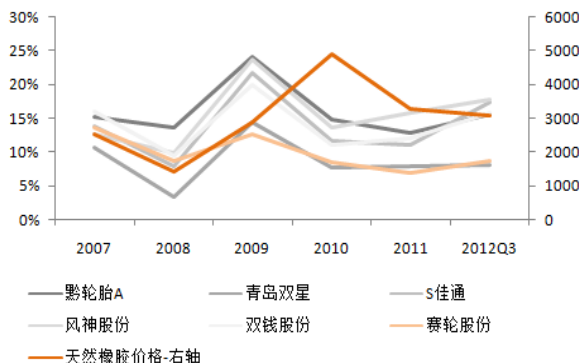
图表31 中国轮胎上市公司盈利能力与下游需求、天胶等原材料成本密切相关

		2009A	2010A	2011A	2012Q3	2013E
天胶价格		↗	↗↗	↘↘	↘	→
中国需求	全钢胎	高速增长	快速增长	下降	平稳	上升
	半钢胎			缓慢增长	上升	上升
	斜交胎			增长	一般	一般
天胶成本与下游需求对上市公司盈利的综合效应		下游需求增加效应更大	天胶成本上升效应更大	全钢胎需求下降部分抵消了天胶成本下降收益	全钢胎需求平稳使得天胶成本下降收益显现	
毛利率变化	黔轮胎A			↘		
	青岛双星			↗		
	S佳通(合资)			↘	↗	
	风神股份	↗↗	↘↘	↗		
	双钱股份			↗		
	赛轮股份			↘		

资料来源:wind,平安证券研究所

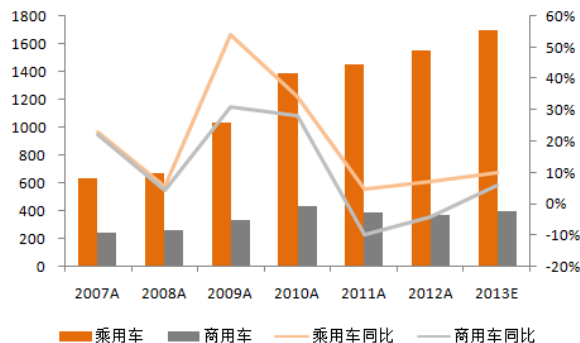


图32 近三年中国轮胎上市公司毛利率与天然橡胶价格部分负相关



注：天胶价格为泰国STR20在青岛保税区的期末现货价(美元/吨)  
资料来源：wind，平安证券研究所

图33 预计2013年中国乘用车和商用车产量增速回升(万辆)



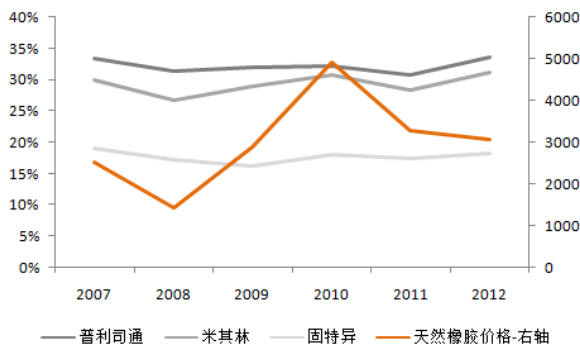
资料来源：wind，平安证券研究所

## 5.2 预计未来公司盈利稳定性将逐步提高

国际大型轮胎生产企业的毛利率稳定性高于中国企业，我们认为其主要原因是：国际大型轮胎生产企业通过大规模的原材料集中采购、向上游延伸（如建立天然橡胶种植园或合成橡胶生产厂）、提高产品附加值（先进加工制造技术和高端产品）等，使得产品毛利率受天然橡胶等原材料成本波动的影响较小。

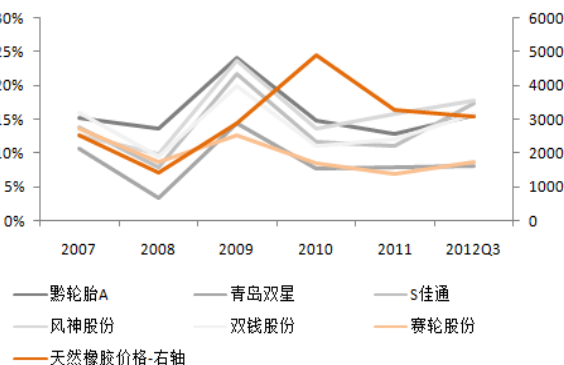
如前所述，随着竞争力和盈利能力的增强，我们认为赛轮股份的盈利稳定性也将逐步提高。

图34 国际轮胎巨头的毛利率基本稳定



注：天胶价格为泰国STR20在青岛保税区的期末现货价(美元/吨)  
资料来源：bloomberg，平安证券研究所

图35 中国轮胎企业的毛利率波动较大



注：天胶价格为泰国STR20在青岛保税区的期末现货价(美元/吨)  
资料来源：wind，平安证券研究所

## 六、盈利预测和估值

盈利预测关键假设：

(1) 预计 2013~2014 年天然橡胶价格基本平稳。

(2) 预计越南子公司项目 2013 年三季度投产，由于需要一段市场验证期，预计 2013 年该项目亏损，2014 年二季度达产后才开始盈利。

(3) 2013 年巨胎项目处于市场推广期，预计该项目亏损，2014 年推广成功后将实现盈利。

(4) 各产品销量和收入等具体假设如下表所示。

图表36 主营业务预测

百万元		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
1、轮胎产品	收入	3289	4942	5593	7734	10039
	成本	3005	4548	5001	6973	9041
	毛利率	8.6%	8.0%	10.6%	9.8%	9.9%
其中：						
全钢胎 万条，元/条	产能-青岛	220	230	230	230	230
	产能-和平			120	150	220
	销量-青岛本部			220	220	220
	销量-沈阳和平			35	120	150
	销量合计	206	214	255	340	370
	单位价格	1077	1407	1420	1480	1540
	收入	2223	3146	3620	5032	5699
半钢胎-青岛 万条，元/条	成本	2011	2901	3251	4508	5095
	毛利率	9.5%	7.8%	10.2%	10.4%	10.6%
	产能	690	800	1000	1000	1000
	销量	495	728	840	920	950
半钢胎-越南 万条，元/条	单位价格	215	232	232	241	251
	收入	1065	1790	1945	2219	2385
	成本	993	1642	1722	1961	2103
	毛利率	6.7%	8.3%	11.5%	11.6%	11.8%
	产能				350	350
工程胎	销量				50	250
	单位价格				203	234
	收入				102	586
	成本				107	554
	毛利率				-5.0%	5.5%
其中	收入	0	7	28	382	1370
	成本	0	6	29	396	1289
	毛利率	-18.0%	16.6%	-3.0%	-3.7%	5.9%
工程胎-越南 万吨，万元/吨	收入					
	成本					
	毛利率					
	产能				1.5	1.5
	销量				0.2	0.8
	单位价格				15.5	15.5
工程胎-巨胎 条，万元/条	收入				310	1240
	成本				326	1172
	毛利率				-5.0%	5.5%
	产能			2000	2000	2000
	销量			350	800	1300
	单位价格			8	9	10

	收入			28	72	130
	成本			29	71	117
	毛利率			-3.0%	2.0%	10.0%
2、技术转让	收入	27	8			
	成本	1	1			
	毛利率	94.8%	88.0%			
3、循环利用	收入	16	24	30	35	40
	成本	17	28	42	39	44
	毛利率	-3.5%	-15.4%	-40.0%	-10.0%	-10.0%
4、原材料销售等其他业务	收入	718	1415	1500	1500	1500
	成本	689	1377	1463	1455	1455
	毛利率	4.1%	2.7%	2.5%	3.0%	3.0%
5、泰华罗勇万吨	产量			2	5	10
	收入			238	1061	2208
	成本			223	982	2042
	毛利率			6.0%	7.5%	7.5%
内部抵消	收入			166	531	1104
	成本			156	491	1021
合计	收入			7195	9800	12683
	成本			6573	8957	11561
	毛利率			8.6%	8.6%	8.9%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

我们预计，2012~2014年公司EPS分别为0.42、0.65、0.89元，对应3月12日收盘价的动态PE分别为21.8、14.0、10.2倍，估值与可比公司相近。我们长期看好公司规模迅速扩大、盈利能力及其稳定性持续提升，公司业绩持续快速增长，首次给予“推荐”的投资评级。

图表37 轮胎行业上市公司估值比较

		EPS (元/股)				PE				PB	未来三年净利润增长率
		2011A	2012E	2013E	2014E	2011A	2012E	2013E	2014E		
600182.SH	S佳通	0.23	0.53	0.65	0.76	42.4	18.1	14.7	12.5	4.53	50%
600469.SH	风神股份	0.62	0.74	0.91	1.16	15.3	12.9	10.5	8.2	1.64	23%
601058.SH	赛轮股份	0.28	0.42	0.65	0.89	32.8	21.8	14.0	10.2	1.79	48%

资料来源：wind，平安证券研究所

## 七、风险因素

### 7.1 主要原材料价格波动风险

天然橡胶及合成橡胶是轮胎生产的主要原材料，若未来橡胶价格持续大幅上涨，公司将面临产品生产成本上升和盈利能力下降风险；若未来橡胶价格持续大幅下跌，公司将面临存货跌价和资产减值风险。

## 7.2 国际贸易壁垒提升风险

2001 年以来，全球共有美国、澳大利亚、巴西、秘鲁、埃及、阿根廷、土耳其、南非、墨西哥、印度等国家以及欧盟地区对我国的轮胎出口发起过反倾销调查或者通过提高准入门槛限制了我国轮胎的出口。未来不排除各国继续采取更加严厉的贸易保护措施，使我国轮胎行业出口面临市场准入标准不断提高的风险。

## 7.3 新扩建和并购项目风险

公司在建越南项目和巨胎项目、扩建子午线轮胎项目等完工或达产时间推迟风险，收购的沈阳和平和金宇实业的企业整合风险。

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
流动资产	2790	3338	4351	5588
现金	533	600	800	1000
应收账款	461	576	784	1015
其他应收款	13	22	29	38
预付账款	233	394	537	694
存货	999	1315	1612	2081
其他流动资产	551	432	588	761
非流动资产	1950	2838	2963	3052
长期投资	60	470	470	470
固定资产	1540	1880	2030	2131
无形资产	88	288	288	288
其他非流动资产	263	200	176	163
资产总计	4741	6176	7314	8640
流动负债	2804	4137	5056	6083
短期借款	1669	2265	2687	3160
应付账款	960	1315	1791	2312
其他流动负债	174	557	578	611
非流动负债	98	80	80	80
长期借款	90	70	70	70
其他非流动负债	8	10	10	10
负债合计	2902	4217	5136	6163
少数股东 权益	0	0	5	15
股本	378	378	378	378
资本公积	1076	1076	1076	1076
留存收益	385	505	719	1008
归属母公司股东权益	1839	1959	2173	2462
负债和股东权益	4741	6176	7314	8640

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
经营活动现金流	-211	638	358	356
净利润	105	158	251	348
折旧摊销	221	180	225	262
财务费用	60	120	167	209
投资损失	0	-10	-69	-78
营运资金变动	-610	200	-215	-384
其他经营现金流	13	-10	0	0
投资活动现金流	-599	-1070	-281	-272
资本支出	599	470	350	350
长期投资	0	410	0	0
其他投资现金流	0	-190	69	78
筹资活动现金流	781	500	122	115
短期借款	232	596	421	473
长期借款	-80	-20	0	0
普通股增加	98	0	0	0
资本公积增加	525	0	0	0
其他筹资现金流	6	-77	-299	-358
现金净增加额	-27	67	200	200

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	6390	7195	9800	12683
营业成本	5954	6573	8957	11561
营业税金及附加	2	7	10	13
营业费用	117	168	228	296
管理费用	130	155	208	269
财务费用	60	120	167	209
资产减值损失	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	10	69	78
营业利润	116	183	299	415
营业外收入	14	6	0	0
营业外支出	1	1	0	0
利润总额	129	188	299	415
所得税	24	30	48	67
净利润	105	158	251	348
少数股东损益	0	0	5	10
归属母公司净利润	105	158	246	338
EBITDA	397	483	691	886
EPS (元)	0.28	0.42	0.65	0.89

主要财务比率

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
成长能力				
营业收入(%)	57.8%	12.6%	36.2%	29.4%
营业利润(%)	-6.9%	57.6%	63.7%	38.9%
归属于母公司净利润(%)	-7.3%	50.2%	55.8%	37.6%
获利能力				
毛利率(%)	6.8%	8.6%	8.6%	8.9%
净利率(%)	1.6%	2.2%	2.5%	2.7%
ROE(%)	5.7%	8.0%	11.3%	13.7%
ROIC(%)	4.4%	7.2%	10.1%	12.0%
偿债能力				
资产负债率(%)	61.2%	68.3%	70.2%	71.3%
净负债比率(%)	64.7%	60.1%	55.6%	52.4%
流动比率	1.00	0.81	0.86	0.92
速动比率	0.63	0.49	0.54	0.58
营运能力				
总资产周转率	1.5	1.3	1.5	1.6
应收账款周转率	18.8	13.8	14.4	14.1
应付账款周转率	6.5	5.8	5.8	5.6
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.42	0.65	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.56	1.69	0.95	0.94
每股净资产(最新摊薄)	4.87	5.18	5.75	6.51
估值比率				
P/E	32.8	21.8	14.0	10.2
P/B	1.9	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	11.9	9.8	6.8	5.3

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。



### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257