

1季度业绩超预期，收购整合进程有条不紊

2013年5月2日

强烈推荐/维持

赛轮股份

年报点评

——赛轮股份（601058）年报、一季报点评

梁博

基础化工行业分析师

010-66554046

执业证书编号：S1480512060006

Email: liangbo@dxzq.net.cn

事件：

赛轮发布年报，公司实现营业收入70.7亿元，同比增长10.7%；实现归属于上市公司股东的净利润1.6亿元（EPS为0.42元），同比增长52.7%。每10股派发1.5元现金红利。同时公司发布了今年1季报，公司1季度收入18.3亿元，同比增长16.6%；实现归属于上市公司股东的净利润6400万元，同比增长465%。

公司财务指标

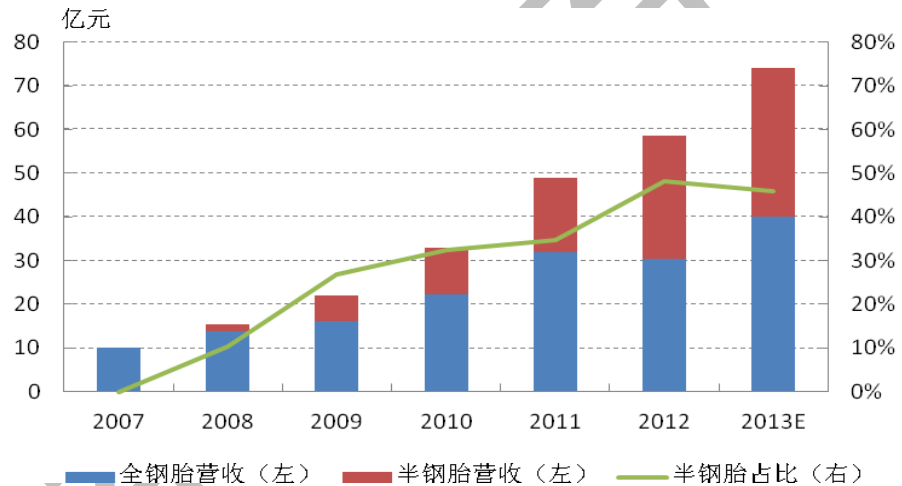
指标	2011	2012	2013E	2014E
营业收入（百万元）	6,390	7,075	8,250	11,379
增长率（%）	58.1%	10.7%	16.6%	37.9%
毛利率（%）	8.0%	11.5%	11.9%	12.0%
期间费用率（%）	4.8%	7.2%	7.6%	7.6%
营业利润率（%）	7.2%	9.6%	8.5%	8.9%
净利润（百万元）	106	160	244	312
增长率（%）	-6.7%	51.5%	52.6%	27.7%
每股盈利（元）	0.28	0.42	0.65	0.82
资产负债率（%）	60.2%	72.5%	68.0%	65.0%
净资产收益率（%）	7.1%	8.4%	12.2%	13.8%
总资产收益率（%）	2.1%	2.8%	3.9%	4.5%

评论：

积极因素：

- **轮胎销量稳步增长，2013年并表产销量增幅约15%-20%。**2012年赛轮股份轮胎销量保持了快速增长的势头，其中全钢胎产能约370万条/年，主要增量为收购沈阳和平后新增的120万条全钢胎产量，2012年权益销量约280万条；半钢胎权益产能约1600万条/年，其中母公司半钢胎产量约1000万条，参股49%的金宇实业半钢胎贡献权益产量约600万条，2012年权益销量约1180万条。销量增加抵消了产品跌价的影响，因此赛轮2012年轮胎业务实现营业收入57.3亿元，同比增长15.9%。预计2013年公司全钢胎产销量将达到350万条，半钢胎产销量将达到1400万条，轮胎产销量仍将保持15%-20%的增长。

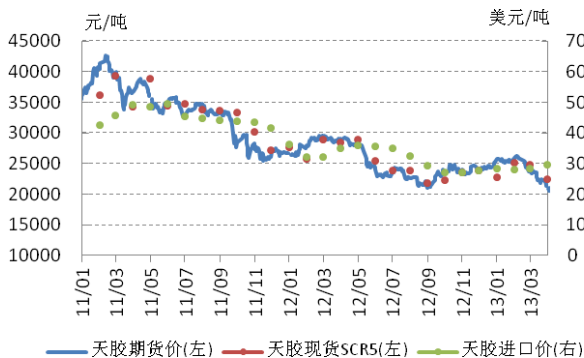
图 1：2013 年赛轮股份轮胎业务收入规模有望突破 70 亿元



资料来源：东兴证券研究所

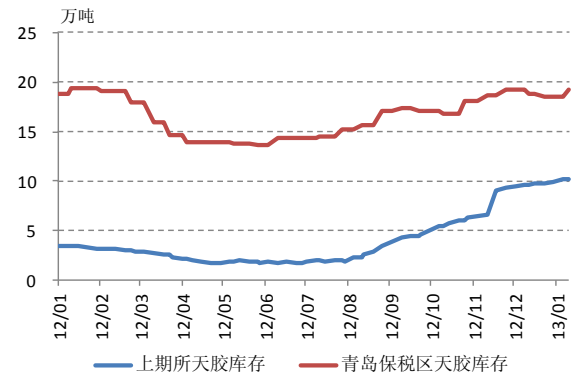
- **天胶供应充足价格低迷，公司毛利率稳步上升。**2013年2月以来天胶价格从2.5万元/吨跌至1.9万元/吨，跌幅约24%。天胶是轮胎的主要原料，天胶价格回落有利于下游轮胎企业降低成本压力，提升盈利空间。从2012年年报看，赛轮原料成本33.9亿元，较2012年下降3.6亿元，其中很大部分原因就是天胶价格下跌。考虑到国内天胶库存充足，东南亚天胶产量增长，预计2013年天胶均价较2012年下跌10%左右，轮胎行业利润空间有望继续扩大。

图 2：天胶价格跌破 2 万元/吨



资料来源：CEIC

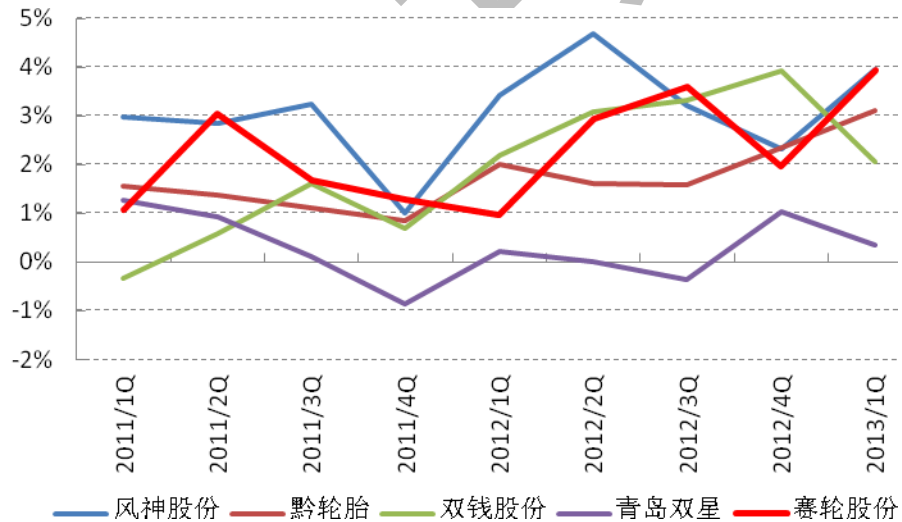
图 3：国内天胶库存处于高位



资料来源：Wind

2012年以来赛轮股份的毛利率等指标呈现稳步上升的趋势，2012年轮胎业务毛利率为11.5%，同比增长3.5个百分点，今年1季度公司水平稳定在11%左右，考虑到4月以来胶价下跌的因素，我们预计2季度公司毛利率仍可能继续上升。

图 4：1 季度赛轮股份营业利润率接近 4%，行业领先



资料来源：东兴证券研究所

- **收购资产盈利能力好转。**2012年公司现金收购了沈阳和平100%股权和金宇实业49%股权。收购前沈阳和平处于亏损状态，而金宇实业的半钢胎业务刚处于放量阶段，2011年净利润只有2048万元。赛轮收购上述2块资产后，通过整合提升效率、发挥规模优势，同时得益于有利的行业环境，被收购资产净利润大幅增长。2012年沈阳和平净利润4086万元，金宇实业净利润1.18亿元。2013年沈阳和平净利润规模预计4500万左右；金宇实业半钢胎将加大对美国市场的出口，净利润有望保持在1.2亿元，可贡献投资收益约6000万元。赛轮收购金宇实业共支出约1.7亿元，收购沈阳和平支出约1.2亿元，因此收购资产有效提升了公司的盈利能力，增厚了公司的净资产收益率。
- **2013年计划非定向增发，收购金宇实业剩余51%股权。**赛轮最新公布了非公开增发预案，计划发行不超过8500万股，募集不超过7.3亿元，收购金宇实业51%股权，投资越南项目，同时补充流动资金。目前国内轮胎行业正处于整合洗牌的关键阶段，如果能借助资本市场的力量做大做强，赛轮股份有望在3年内跻身国内轮胎行业第一集团。我们认为公司将在今年年内完成增发，新增资金将降低公司的负债率，保证公司资产负债表的健康。如果能以2.1亿元价格收购金宇实业51%股权，未来每年新增净利润约6000万元，可提升公司估值水平。

表 1：公司增发募投项目

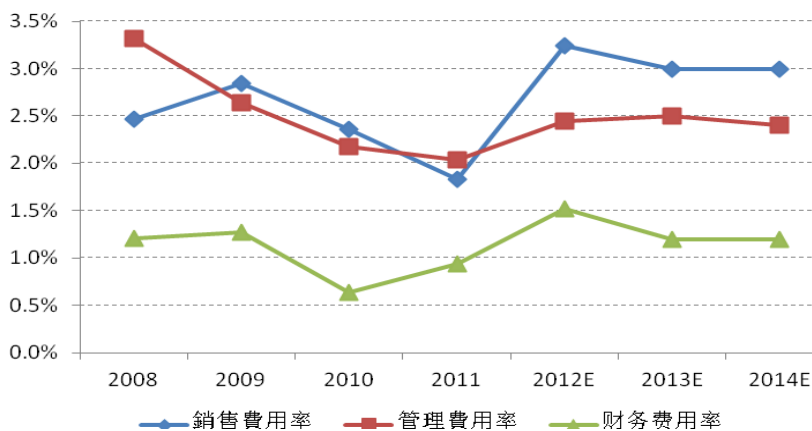
项目名称	项目总投资（亿元）	募集资金投资额（亿元）
收购金宇实业 51% 股权	2.10	2.10
越南子午线轮胎项目	6.00	2.90
补充流动资金	2.20	2.20
合计	10.30	7.30

资料来源：公司公告

消极因素：

- **负债率偏高，财务费用上升。**截至到2013年1季度末，公司资产负债率为73.7%，较去年同期上升10个百分点。过高的资产负债水平导致公司财务费用大幅上升，2012年财务费用1.7亿元，今年1季度单季度财务费用就达到4400万元。如果资产负债率一直维持在70%上方，则公司的抗风险能力将变弱。考虑到公司已经公布了增发方案，如果增发成功，公司的资产负债率将回落到68%左右。因此成功增发有利于公司长期发展。

图 5：财务费用率、销售费用率有所上升



资料来源：东兴证券研究所

盈利预测和投资建议：

公司1季度业绩超市场预期，且增发方案有利于公司降低资产负债率，扩大生产规模，金宇实业良好的盈利能力也将保证增发后公司业绩不会被摊薄，因此我们继续看好赛轮股份，预计公司2013-2014年EPS分别为0.65元和0.82元。年初至今公司股价涨幅38.9%，继续给予公司“强烈推荐”评级。

表 2：投资组合盈利预测和估值

	2011	2012	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	6,390	7,075	8,250	11,379
(+/-)%	57.77%	10.72%	16.61%	37.92%
经营利润 (百万元)	151	196	344	512
(+/-)%	6.45%	30.32%	75.20%	48.91%
净利润 (百万元)	106	161	244	312
(+/-)%	-6.72%	52.02%	52.03%	27.71%
每股净收益 (元)	0.28	0.42	0.65	0.82

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，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，有两年石油化工研究经验。重点关注化纤、橡胶、精细化工等行业。

杨若木

2005 年获得工学硕士，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，有五年化工行业研究经验。

范劲松

清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010 年 3 月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料和精细化工（部分）等子行业。对 PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究非常深入。

杨伟

化学工程硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，现从事化工行业（煤化工/化肥/民爆/石油化工等）研究。

郝力芳

2007 年获得硕士学位，具有氯碱工业协会近 3 年从业经历，主要负责相关产品市场分析及预测，2010 年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作，2011 年加盟东兴证券研究所，目前主要覆盖精细化工中间体、农药、尿素等领域，主要看好个股包括联化科技、雅本化学、长青股份、扬农化工等。

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。