

赛轮股份 (601058.SH)

橡胶行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

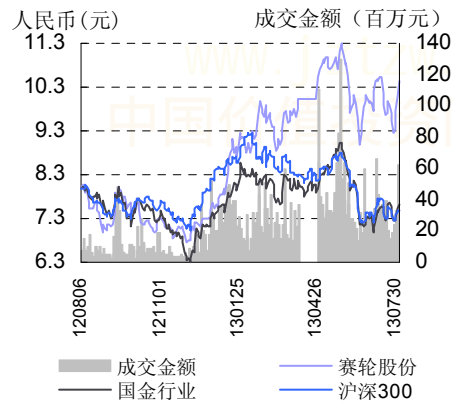
市价(人民币): 10.45元

业绩良好, 期待增发后的盈利能力蜕变

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	195.62
总市值(百万元)	39.50
年内股价最高最低(元)	11.32/6.75
沪深300指数	2247.26
上证指数	2029.42



相关报告

1. 《打造全球轮胎市场上的中国品牌》, 2013.5.21

刘波 分析师 SAC 执业编号: S1130511030010
(8621)61038283
liubo@gjzq.com.cn

周思捷 联系人
(8621)60753902
zhousijie@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.278	0.424	0.684	1.048	1.380
每股净资产(元)	4.87	5.19	5.87	6.92	8.30
每股经营性现金流(元)	-0.56	1.60	-0.37	1.51	2.68
市盈率(倍)	26.36	17.88	15.78	10.30	7.82
行业优化市盈率(倍)	33.26	47.73	76.55	76.55	76.55
净利润增长率(%)	-7.24%	52.72%	61.21%	53.25%	31.71%
净资产收益率(%)	5.71%	8.17%	11.64%	15.14%	16.62%
总股本(百万股)	378.00	378.00	378.00	378.00	378.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 赛轮股份 8月2日晚发布中报, 2013年1~6月公司实现收入40.2亿元, 同比增长18%, 归属于上市公司股东净利润1.3亿元, 同比增长123%, EPS0.34, 符合预期。

经营分析

■ 股价下跌对盈利的提振未体现, 但经营现金流明显好转: 公司二季度单季整体毛利率10.6%, 低于一季度的11.2%, 并在二季度计提了1562万元减值损失, 其中存货跌价损失1444万元, 两者综合使得公司二季度单季实现归属于母公司净利润6611万元, 环比看并未出现理论上“股价下跌—成本下降—盈利好转”的明显上升态势。这也表明, 行业整体仍处弱势, 传统的加工贴牌业务难以抵抗供过于求的格局。然而, 公司二季度单季经营性现金流量净额达3.4亿元, 创上市以来仅次于2012年第三季度的新高, 远高于历史平均水平, 并优于已公布中报的其他轮胎企业。这表明公司管理能力较强, 回款能力并未受弱势行业的影响, 为公司持续投资发展带来充分保证。

■ 增发项目将使公司现状明显改变: 公司以8.57元/股定增8500万股募集不超过7.3亿元的再融资仍在进行中, 以赛轮、金宇高管为主体的煜明投资拟现金认购不低于10%。募投项目之一, 收购金宇实业51%股权以实现公司的100%控股, 相当于金宇借助赛轮平台实现了上市, 将降低并购后的整合阻力, 释放金宇公司的收益潜能。2012年上半年金宇实业、沈阳和平分别实现净利润4338万元、2429万元, 2013上半年实现6666、3435万元, 增长54%、41%, 体现了公司在参股、并购后的良好整合及协同效益。另一募投项目越南子公司的投产, 将开行业之先河, 发挥公司的外销渠道长处, 并利用当地人工、原材料优势。增发后公司的盈利能力将明显转变。

■ 公司在产品研发及品牌渠道的优势, 将在中长期逐步体现: 公司的长期看点在于我们前期深度报告中强调的研发、渠道及品牌的优势。近期下线的57寸巨胎有望打破国际厂商的垄断, 我们预计完全投产后毛利率可达30%; 海外自主品牌轮胎的推广也需要时间和积累, 公司的议价力上升将会在中长期逐渐体现。

投资建议

■ 维持前期盈利预测, 2013~2015年EPS0.68、1.05、1.38元/股, 维持“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	4,050	6,390	7,075	7,790	10,170	11,560
增长率		57.8%	10.7%	10.1%	30.6%	13.7%
主营业务成本	-3,712	-5,954	-6,382	-6,971	-9,045	-10,156
%销售收入	91.6%	93.2%	90.2%	89.5%	88.9%	87.9%
毛利	338	436	693	819	1,125	1,404
%销售收入	8.4%	6.8%	9.8%	10.5%	11.1%	12.1%
营业税金及附加	-1	-2	-13	-2	-3	-3
%销售收入	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-96	-117	-229	-158	-192	-254
%销售收入	2.4%	1.8%	3.2%	2.0%	1.9%	2.2%
管理费用	-88	-130	-173	-161	-192	-254
%销售收入	2.2%	2.0%	2.5%	2.1%	1.9%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	153	187	277	498	738	892
%销售收入	3.8%	2.9%	3.9%	6.4%	7.3%	7.7%
财务费用	-26	-60	-108	-204	-268	-286
%销售收入	0.6%	0.9%	1.5%	2.6%	2.6%	2.5%
资产减值损失	-3	-11	-12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	14	20	20	20
%税前利润	0.0%	0.0%	7.5%	6.4%	4.1%	3.2%
营业利润	124	116	171	315	490	625
营业利润率	3.1%	1.8%	2.4%	4.0%	4.8%	5.4%
营业外收支	6	13	13	0	0	3
税前利润	130	129	184	315	490	628
利润率	3.2%	2.0%	2.6%	4.0%	4.8%	5.4%
所得税	-17	-24	-25	-56	-94	-107
所得税率	13.1%	18.8%	13.5%	17.9%	19.2%	17.0%
净利润	113	105	159	258	396	522
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	113	105	160	258	396	522
净利率	2.8%	1.6%	2.3%	3.3%	3.9%	4.5%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	113	105	159	258	396	522
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	163	231	238	424	503	558
非经营收益	32	63	93	220	262	274
营运资金变动	-698	-610	113	-1,043	-592	-339
经营活动现金净流	-390	-211	604	-140	569	1,014
资本开支	-495	-599	-655	-1,108	-949	-847
投资	20	0	-345	-241	0	0
其他	0	0	0	20	20	20
投资活动现金净流	-475	-599	-1,000	-1,329	-929	-827
股权募资	0	633	0	0	0	0
债权募资	969	262	1,161	1,333	342	110
其他	-55	-112	-137	-224	-282	-297
筹资活动现金净流	916	781	1,029	1,109	60	-187
现金净流量	48	-27	627	-360	-300	0
资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	559	533	1,160	800	500	500
应收款项	698	1,025	1,013	1,617	2,111	2,399
存货	817	999	1,107	955	1,239	1,391
其他流动资产	211	233	511	699	906	1,018
流动资产	2,286	2,790	3,791	4,071	4,756	5,308
%总资产	57.9%	58.9%	52.4%	48.5%	49.9%	51.2%
长期投资	60	60	481	722	721	721
固定资产	1,452	1,689	2,470	3,299	3,747	4,040
%总资产	36.8%	35.6%	34.1%	39.3%	39.3%	39.0%
无形资产	146	197	451	303	302	301
非流动资产	1,661	1,950	3,449	4,326	4,772	5,065
%总资产	42.1%	41.1%	47.6%	51.5%	50.1%	48.8%
资产总计	3,946	4,741	7,239	8,397	9,528	10,373
短期借款	1,453	1,788	2,656	4,071	4,412	4,521
应付款项	1,278	1,123	1,757	1,315	1,706	1,918
其他流动负债	-86	-107	-32	7	9	10
流动负债	2,645	2,804	4,382	5,392	6,128	6,449
长期贷款	170	90	45	45	45	46
其他长期负债	21	8	824	713	713	713
负债	2,835	2,902	5,251	6,150	6,885	7,208
普通股股东权益	1,111	1,839	1,961	2,220	2,616	3,138
少数股东权益	0	0	27	27	27	27
负债股东权益合计	3,946	4,741	7,239	8,397	9,528	10,373
比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.404	0.320	0.424	0.684	1.048	1.380
每股净资产	3.968	4.865	5.188	5.873	6.920	8.300
每股经营现金净流	-1.394	-0.557	1.597	-0.372	1.505	2.682
每股股利	0.000	0.000	0.100	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	10.18%	5.71%	8.17%	11.64%	15.14%	16.62%
总资产收益率	2.87%	2.21%	2.21%	3.08%	4.16%	5.03%
投入资本收益率	4.87%	4.09%	4.41%	5.79%	7.64%	8.76%
增长率						
主营业务收入增长率	59.03%	57.76%	10.72%	10.11%	30.55%	13.67%
EBIT增长率	-15.18%	22.15%	48.03%	79.92%	48.12%	20.79%
净利润增长率	-9.14%	-7.24%	52.72%	61.21%	53.25%	31.71%
总资产增长率	32.42%	20.12%	52.71%	15.99%	13.47%	8.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	20.0	19.4	29.8	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	60.3	55.7	60.2	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	78.2	55.7	64.4	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	123.5	88.0	114.4	138.1	114.7	103.8
偿债能力						
净负债/股东权益	95.74%	73.16%	113.38%	179.28%	176.70%	151.04%
EBIT利息保障倍数	5.9	3.1	2.6	2.4	2.8	3.1
资产负债率	71.85%	61.21%	72.54%	73.24%	72.26%	69.49%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	4	8	14
增持	0	1	1	2	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.33	1.25	1.22	1.26

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2013-05-21	买入	11.01	13.60 ~ 13.60

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net