

## 整合效果显现，毛利率稳步提升

2013年8月7日

强烈推荐/维持

赛轮股份

中报点评

### ——赛轮股份（601058）中报点评

**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：

赛轮股份发布2013年中报，公司实现营业收入40.2亿元，同比增长18.2%；实现归属于上市公司股东的净利润1.3亿元（EPS为0.34元），同比增长123.4%。公司轮胎业务实现收入27.9亿元，毛利率14.3%，毛利率较去年同期上升4.9个百分点。

#### 公司财务指标

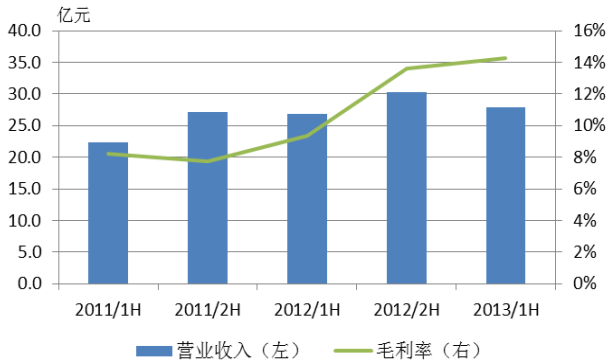
指标	2011	2012	2013E	2014E
营业收入（百万元）	6,390	7,075	8,229	12,268
增长率（%）	58.1%	10.7%	16.3%	49.1%
综合毛利率（%）	8.0%	11.5%	10.6%	11.8%
期间费用率（%）	4.8%	7.2%	7.7%	7.4%
营业利润率（%）	7.2%	9.6%	10.5%	11.6%
净利润（百万元）	106	160	256	428
增长率（%）	-6.7%	51.5%	60.2%	66.9%
每股盈利（元）	0.28	0.42	0.68	0.93
资产负债率（%）	60.2%	72.5%	70.8%	64.5%
净资产收益率（%）	7.1%	8.4%	12.9%	19.0%
总资产收益率（%）	2.1%	2.8%	3.3%	4.2%

#### 评论：

##### 积极因素：

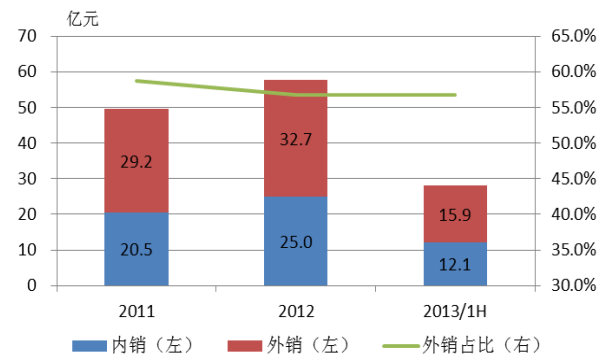
- **维持高开工率，轮胎毛利率稳步上升。**年初我们曾预计2013年赛轮将保持90%左右的开工率，全钢胎产销量将达到350万条，半钢胎产销量将达到1400万条，轮胎产销量保持15%-20%的增长。从上半年的情况看，公司开工率稳定在90%以上，略好于我们预期。轮胎产销量达到公司全年计划的50%，基本符合预期。但由于越南项目投产日期晚于此前估计，我们下调公司半钢胎全年产销量至1050万条（不包括金宇实业）。上半年公司整合沈阳和平、金宇实业等几家工厂的采购，扩大了采购规模，降低了采购成本，同时得益于天然橡胶价格回落，轮胎业务的毛利率上升至14.3%，较去年同期上升约4.9个百分点。下半年轮胎的成本压力不大，公司有望维持15%左右的毛利率。

图 1：轮胎毛利率稳步上升



资料来源：公司财报

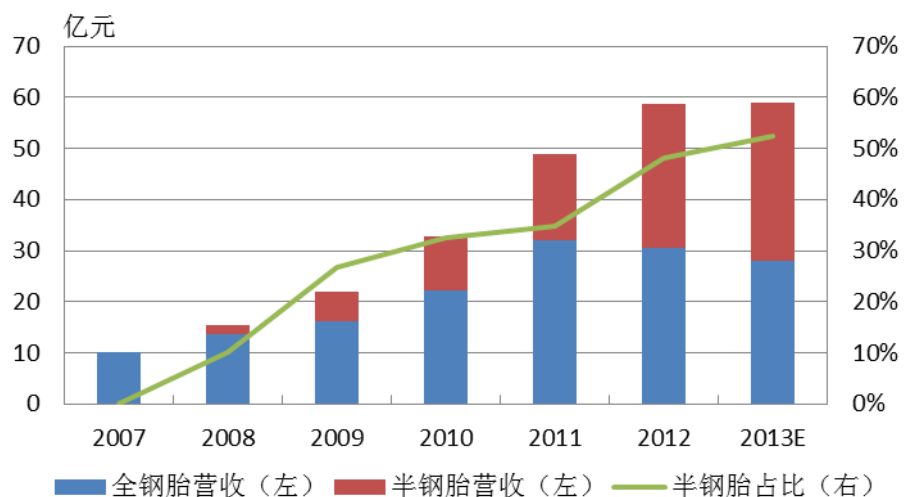
图 2：外销比例稳定在 57%左右



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

- **轮胎外销收入15.9亿元同比增长7.9%。**上半年轮胎产品价格同比下降，降幅在10%-15%左右，主要因为原料价格回落。受此影响，虽然沈阳和平合并报表，但赛轮轮胎业务收入同比仅小幅增长4%。内销收入12.1亿元，同比下降0.5%。外销收入15.9亿元，同比增长7.9%。外销收入增长主要受益于北美市场需求的增长。我们判断下半年北美市场的轮胎需求仍将保持较高增长。借助参股公司“福锐特”的销售网络，赛轮今年外销收入有望实现10%左右的增长。
- **沈阳和平、金宇实业盈利前景良好。**去年公司收购了沈阳和平100%股权和金宇实业49%股权。中报显示沈阳和平、金宇实业上半年盈利情况良好。其中沈阳和平实现净利润3435万元，预计全年净利润在6000-7000万元左右。金宇实业上半年实现净利润6666万元，预计全年净利润约1.3亿元，略高于去年的1.2亿元。如果金宇实业保持每年1.2-1.3亿元的利润水平，赛轮以大约3.8亿元的成本收购金宇实业是一笔划算的交易，该交易有效的扩大了赛轮的规模、提升了公司的盈利水平。

图 3：2013 年赛轮半钢胎收入占比有望超 50%



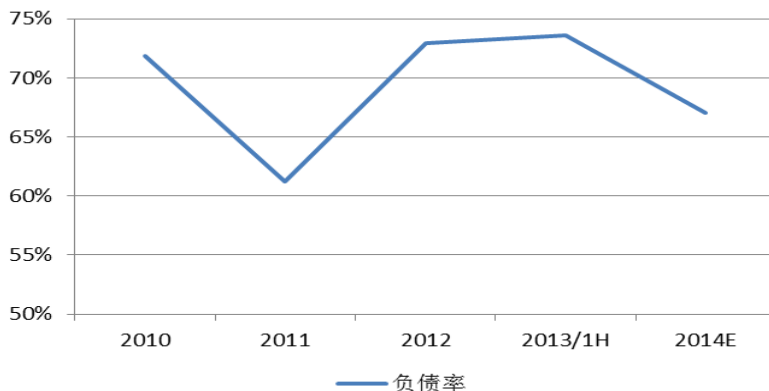
资料来源：东兴证券研究所

- **巨胎项目稳步推进、参股新材料研究院，构建长期的竞争力。**我国的轮胎行业竞争激烈，低端产能过剩，大部分企业仍在传统的全钢胎、半钢胎领域扩建产能，赛轮在做好传统业务的同时也陆续布局附加值较高、可提升未来企业竞争力的项目，其中包括“年产2万条巨型胎项目”，投资900万元获得“怡维怡材料研究院”18%股权。巨型胎项目已经取得阶段性成果，49寸、51寸产品2012年产销量约500条，收入约2600万元，初步获得了下游客户的认同。今年6月第一条57寸工程巨胎下线，公司的巨胎技术日趋成熟。预计到2015年巨胎项目销售收入将突破1亿元，并开始贡献利润。“怡维怡材料研究院”主要从事橡胶新材料的研究，该项投资短期内难以产生效益，但可使公司紧跟行业的技术变革，长期来看可能提升公司的竞争力。

**消极因素：**

- **负债率居高不下，未来资金需求较高。**截至到2013年2季度末，赛轮的资产负债率为73.6%，与1季度末持平，但较去年同期上升约7个百分点。过高的资产负债水平将导致公司财务费用上升，我们预计2013年公司财务费用约1.6亿元，比2012年增加约5000万元。上半年公司经营现金流为2.2亿元，表明经营情况良好，但公司越南项目、巨胎项目仍需要大量资金投入。公司需要股权融资来补充资金，降低负债率。目前公司的增发方案已经上报证监会，我们预计4季度将能够完成增发。如果增发成功，公司的负债率将下降至67%左右，所募集资金将成为公司未来2-3年继续成长的动力。

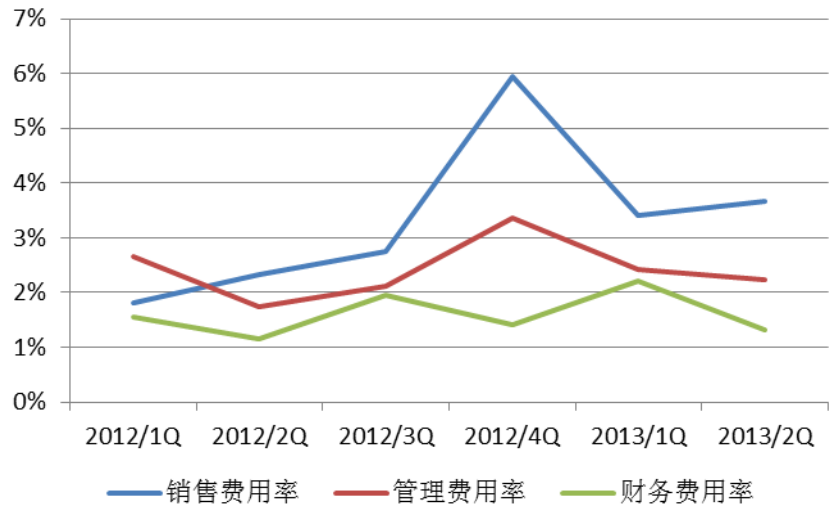
**图 4： 负债率水平偏高**



资料来源：东兴证券研究所

- **销售费用率呈上升趋势，销售端仍需整合。**2012年以来赛轮三项费用先涨后跌，其中销售费用大幅上升，主要因为仓储物流费、代理佣金及返利费用增加较快。据了解仓储物流费大幅增加主要因为沈阳和平并表后销售规模扩大，公司新租用了2个仓库，租金费用增加。代理佣金及返利费用增加则反映全钢胎产品下游需求疲软，公司为鼓励下游经销商采购、保证经销商利润而提高了佣金和返利。我们认为公司在销售端仍有较大的整合空间，目前赛轮、和平、金宇仍然拥有各自的销售网络，没有发挥出协同效应。未来如果金宇实业并入赛轮，下游销售网络整合完成，同时公司自建的仓库投入使用，届时公司的销售费用率有望回落。

图 5：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：**

公司上半年业绩好于市场预期，毛利率水平也好于我们此前的估算，沈阳和平、金宇实业良好的盈利能力将增厚公司的业绩，因此我们继续看好赛轮股份，预计公司2013年EPS为0.68元，2014年EPS为0.93元（考虑了增发，金宇实业并表等因素），继续给予公司“强烈推荐”评级。

表 1：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	8,229	12,268
(+/-)%	57.77%	10.72%	16.3%	49.1%
经营利润 (百万元)	151	196	334	628
(+/-)%	6.45%	30.32%	70.0%	88.1%
净利润 (百万元)	106	161	256	428
(+/-)%	-6.72%	52.02%	59.6%	66.9%
每股净收益 (元)	0.28	0.42	0.68	0.93

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。

### 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。