click here: http://www.hibor.com.cn

东兴证券
DONGXING SECURITIES

收入、毛利率稳定增长，全年业绩同比增长50%-60%

2013 年 11 月 4 日

强烈推荐/维持

赛轮股份 | 季报点评

——赛轮股份（601058）三季报点评

梁博 基础化工行业分析师 执业证书编号：S1480512060006
010-66554046 Email: liangbo@dxzq.net.cn

事件：

赛轮股份今年前3季度实现营业收入62亿元，同比增长17.2%；净利润1.98亿元，同比增长65.1%。公司发布业绩预增公告，预计全年业绩同比增长50%-60%，公司全年净利润约2.4-2.6亿元。

公司财务指标

指标	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3
营业收入（百万元）	1570.0	1833.3	1889.4	1782.3	1826.5	2196.8	2313.1
增长率（%）	26.26%	16.77%	3.06%	-5.67%	2.48%	20.27%	5.29%
毛利率（%）	6.95%	8.13%	10.24%	12.79%	11.00%	10.38%	10.49%
期间费用率（%）	6.01%	5.21%	6.83%	10.72%	8.03%	7.21%	7.72%
营业利润率（%）	0.94%	2.95%	3.60%	1.94%	3.94%	3.27%	3.64%
净利润（百万元）	11.5	47.0	62.0	40.2	64.0	66.1	71.6
增长率（%）	32.52%	309.95%	31.97%	-35.23%	59.39%	3.33%	8.23%
每股盈利（季度，元）	0.03	0.12	0.16	0.11	0.17	0.17	0.19
资产负债率（%）	63.0%	66.7%	70.9%	72.5%	73.7%	73.6%	72.8%
净资产收益率（%）	0.59%	2.53%	3.22%	2.04%	3.16%	3.25%	3.24%
总资产收益率（%）	0.22%	0.83%	0.93%	0.55%	0.82%	0.85%	0.87%

评论：

积极因素：

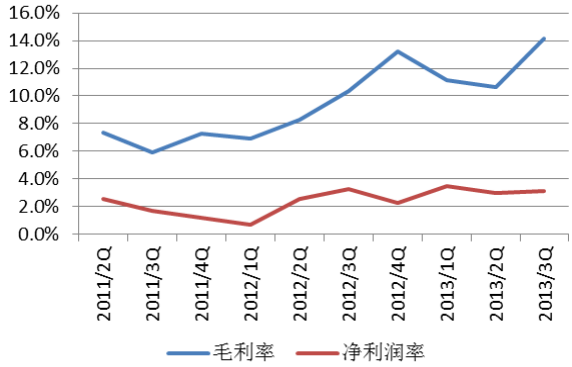
- **汽车行业平稳增长，轮胎需求向好，公司毛利率水平持续提升。**国家统计局数据显示，1-9月国内汽车产量1713.9万辆，增长15.3%，其中轿车产量954万辆，增长14.5%。国内汽车产量数据好于市场年初的预期。同时美国汽车市场持续回暖，1-9月美国轻型车销量1174万辆，同比增长8.1%，延续了去年以来的增长势头。今年以来我国轮胎行业产销情况较去年有所好转，大型轮胎企业的开工率均好于去年。得益于橡胶价格的低位运行，轮胎企业的毛利率水平较去年同期上升，赛轮股份前3季度综合毛利率12%，较去年全年的9.8%高出2.2个百分点。

click here: http://www.hibor.com.cn

图 1：天胶价格底部徘徊

资料来源：上期所，海关

图 2：2011 年以来毛利率、净利润率呈上升趋势

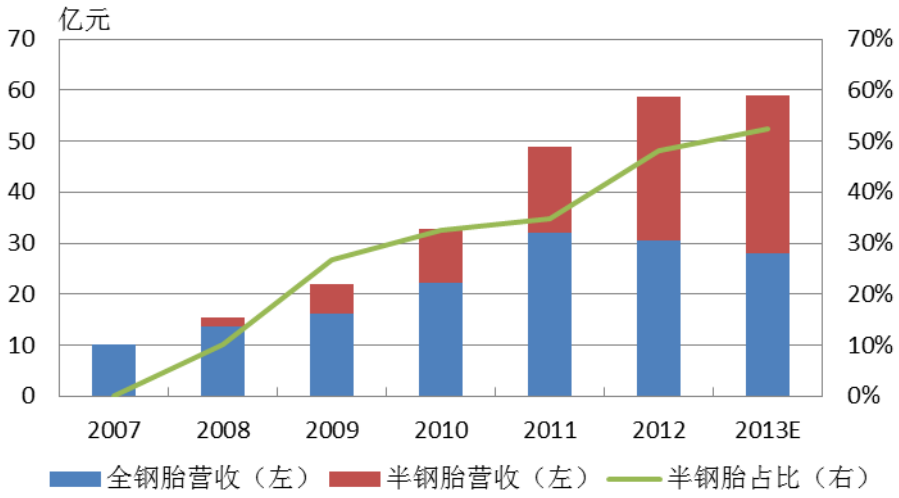


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

- **业务整合进展良好，营业收入同比增长17.2%。**由于沈阳和平并表、海外销售增长，公司前3季度营业收入达到62亿元，同比增长17.2%。资产负债表显示，3季度末公司存货金额为8.7亿元，比2季度末下降2亿元。同时公司应收账款较2季度末上升约1亿元。存货下降，应收账款增加，表明三季度公司销售情况较好。预计全年公司营业收入将达到82亿，收入规模有望超过黔轮胎、风神股份，在上市轮胎公司中仅次于双钱股份。

- **投资金宇实业获得良好回报，预计全年可实现投资收益7500-8000万元。**公司去年出资收购金宇实业49%股权，金宇实业主营半钢胎业务，今年以来产能利用率一直维持在90%以上，盈利情况良好。向上调整金宇实业全年净利润预测值，预计在1.5-1.6亿元之间，可给上市公司贡献投资收益约7500-8000万元，较我们年初的预期高出约2500万元。

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

- **越南项目、巨胎项目稳步推进，公司具备长期增长潜力。**作为民营轮胎企业，赛轮股份市场嗅觉灵敏，

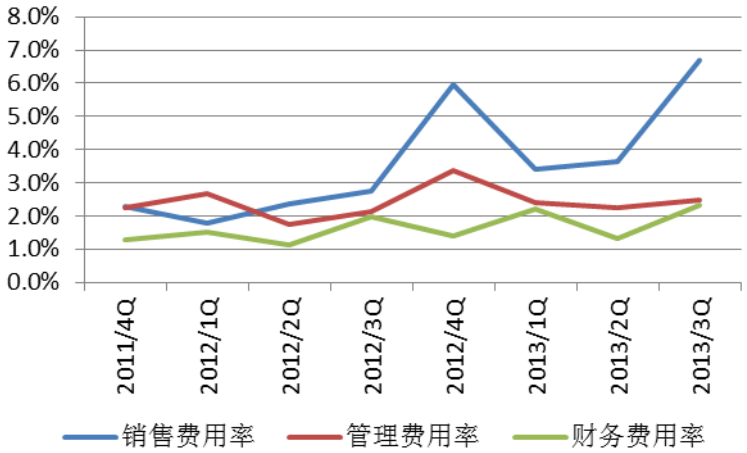
click here: http://www.hibor.com.cn

不仅在国内率先进行同业并购，公司还率先走出国门，在越南投资建厂。据了解，越南项目一期于今年10月建成投产，该项目是公司2014年的增长点之一。另外公司巨胎项目也在稳步推进，6月中旬第一条57寸工程巨胎下线，到10月末，公司已经累计生产57寸巨胎若干条，工程师正在测试产品性能，调整机器参数、产品配方等。目前57寸巨胎仍未对外销售，随着工艺参数的不断成熟，我们乐观预计到2014年末，57寸巨胎可能实现销售。我们维持前期的预测，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。

消极因素:

- **物流仓储费用增加，导致销售费用大幅上升。**今年1-3季度公司销售费用2.88亿元，较去年同期增长1.65亿元。1-3季度销售费用占收入比例为4.65%，而去年全年仅为3.24%。据了解，销售费用快速增长的主要原因包括：（1）为了适应生产销售规模的扩大，公司租用新的仓库导致仓储费用增加，另外今年物流费用也较去年大幅增长；（2）出口杂费增长；（3）为刺激国内全钢胎销售增加了给下游经销商的佣金和返利。明年公司自建仓库有望建成使用，届时仓储费用可能降低。

图 4：销售费用率上升速度较快

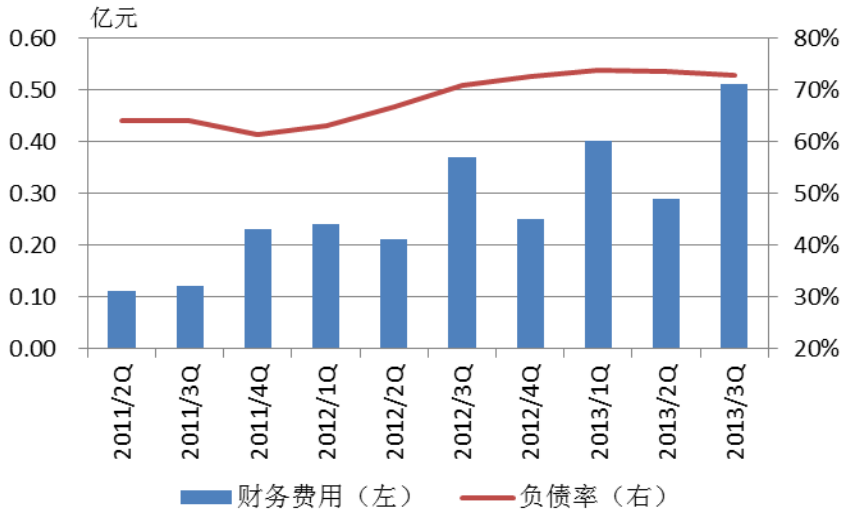


资料来源：东兴证券研究所

- **发行公司债、长期负债增加，导致财务费用上升。**1-3季度财务费用为1.21亿元，较去年同期增加约3900万元。财务费用增加主要因为公司越南项目、巨胎项目资金投入增加，公司增加了4亿元长期负债和7.14亿元的公司债。预计全年财务费用在1.6-1.7亿元之间。目前公司正在进行非公开发行，预计完成后可募集资金约7.2亿元，预计今年4季度可完成发行，届时可替换部分银行贷款，降低公司的负债率。2014年的财务费用有望出现同比回落。

click here: http://www.hibor.com.cn

图 5：负债率水平偏高，财务费用走高



资料来源：东兴证券研究所

盈利预测和投资建议：

公司前三季度业绩符合我们此前预期，毛利率水平略好于我们此前的估算。金宇实业对公司的利润贡献超出我们此前的估算。整体来看，公司对沈阳和平、金宇实业的整合初见成效，越南项目投产、巨胎项目稳步推进，下游汽车行业对轮胎的需求也在增长，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。

click here: http://www.hibor.com.cn

公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元	
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	2790	3791	3985	5152	6237
货币资金	533	1160	1627	2032	2362
应收账款	461	693	6	7	8
其他应收款	13	14	17	21	24
预付款项	233	511	815	1195	1637
存货	999	1107	1208	1508	1753
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	1950	3449	3699	3621	3525
长期股权投资	60	481	550	550	550
固定资产	1540.11	2218.31	2130.88	2283.46	2218.04
无形资产	88	305	275	244	214
其他非流动资产	0	0	0	0	0
资产总计	4741	7239	7684	8774	9762
流动负债合计	2804	4382	4238	4607	5057
短期借款	1669	2656	2556	2509	2611
应付账款	960	1290	1342	1675	1948
预收款项	42	59	79	105	134
一年内到期的非流	119	0	0	0	0
非流动负债合计	98	869	1264	1577	1770
长期借款	90	45	445	645	745
应付债券	0	713	713	713	713
负债合计	2902	5251	5502	6184	6827
少数股东权益	0	27	27	27	27
实收资本(或股本)	378	378	378	465	465
资本公积	1076	1076	1076	1076	1076
未分配利润	352	459	627	905	1205
归属母公司股东权	1839	1961	2155	2563	2908
负债和所有者权益	4741	7239	7684	8774	9762

现金流量表				单位:百万元	
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-211	604	912	542	546
净利润	105	159	258	428	461
折旧摊销	246.14	457.66	0.00	377.97	395.97
财务费用	60	108	190	158	180
应付帐款的变化	0	0	52	333	272
预收帐款的变化	0	0	20	25	30
投资活动现金流	-599	-1000	-510	-225	-215
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资减少	60	481	550	550	550
投资收益	0	14	75	80	90
筹资活动现金流	781	1029	65	88	0
应付债券增加	1669	2656	2556	2509	2611
长期借款增加	90	45	445	645	745
普通股增加	98	0	0	87	0
资本公积增加	525	0	0	0	0
现金净增加额	-29	632	467	404	330

利润表				单位:百万元	
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	6390	7075	8136	10158	11809
营业成本	5954	6382	6997	8736	10156
营业税金及附加	2	13	15	18	21
营业费用	117	229	415	457	567
管理费用	130	173	260	356	413
财务费用	60	108	190	158	180
资产减值损失	11.17	12.15	16.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	13.89	75.00	80.00	90.00
营业利润	116	171	318	508	557
营业外收入	14.48	13.64	16.00	28.00	20.00
营业外支出	1.09	0.72	15.00	8.00	8.00
利润总额	129	184	319	528	569
所得税	24	25	61	100	108
净利润	105	159	258	428	461
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	105	160	258	428	461
EBITDA	422	736	826	1044	1133
EPS（元）	0.32	0.42	0.68	0.92	0.99

主要财务比率					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力					
营业收入增长	-9.7%	10.7%	15.00%	24.85%	16.25%
营业利润增长	-29.8%	385.7%	85.85%	59.76%	9.57%
归属于母公司净利润	61.3%	244.7%	61.26%	65.52%	7.70%
获利能力					
毛利率(%)	7%	10%	14%	14%	14%
净利率(%)	2%	2%	3%	4%	4%
总资产净利润（%）		2%	2%	3%	5%
ROE(%)	6%	8%	12%	17%	16%
偿债能力					
资产负债率(%)	61%	73%	72%	70%	70%
流动比率					
速动比率					
营运能力					
总资产周转率	1.47	1.18	1.09	1.23	1.27
应收账款周转率	19	12	23	1621	1570
应付账款周转率	7.03	6.29	6.18	6.73	6.52
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.42	0.68	0.92	0.99
每股净现金流(最新	-0.08	1.67	1.24	0.87	0.71
每股净资产(最新摊	4.87	5.19	5.70	5.52	6.26
估值比率					
P/E	22.69	17.29	10.62	7.88	7.32
P/B	1.49	1.40	1.27	1.32	1.16
EV/EBITDA	9.69	6.79	5.85	4.99	4.48

资料来源：东兴证券研究所

click here: http://www.hibor.com.cn

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。

click here: http://www.hibor.com.cn

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）：

click here: http://www.hibor.com.cn

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。