

橡胶

赛轮股份 (601058. SH) / 13.29 元

并购整合+成本降低带来规模和业绩持续增长

投资要点

1. 并购整合带来规模业绩持续增长。并购使得公司产能到 2014 年增加接近一倍，且整合效果较为成功。公司近几年销量成快速增长趋势，12 年各种轮胎销量超过 1280 万条，预计 13 年全年销量达到约 1400 万条。

2. 天然橡胶供过于求，未来胶价受到抑制。天胶在轮胎成本占比中约为 40%，行业景气度受其价格波动影响较大。2012 年全球天胶产量继续快速提升，达到 1084 万吨，考虑到新种植以及重植面积和单产提高影响，我们预计未来几年内天胶产量将保持 5-8% 的增速，同时需求增速为 3-5%，预计天胶价格大幅上涨的概率不大，将保持低位震荡。

3. 汽车保有量为轮胎整体需求稳定提供了保障。虽然轮胎行业需求增速出现降低的概率较大，但庞大的汽车保有量为稳定的需求提供了保障。2012 年我国汽车保有量达到 1.14 亿辆，同比增速超过 21.9%，而公司出口占比最多的美国 2011 年汽车保有量就达到 2.49 亿辆。

4. 公司未来看点较多。和金字集团强强联合；不断延伸产业链，确保原料来源和新增产能顺利消化；工程巨胎是未来一大亮点。公司在该项目研发多年，有望实现符合质量的规模化生产，预计未来毛利率预计达到 30%-40%，价格约为十几万/条；高管增持，看好公司发展前景。

5. 增发正在进行。公司计划募集总金额不超过 7.28 亿元，用于收购金字实业剩余 51% 股权以及投资越南项目，金字实业目前拥有半钢胎产能 1200 万条，13 年和 14 年预计能实现净利润约 9000 万元和 9100 万元，另外越南项目还将增加半钢胎产能 300 万条，工程胎产能 1 万条，预计 15 年能贡献利润。

6. 盈利预测和投资评级。预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.67 元、0.91 元和 1.07 元，以最新收盘价计算，对应的 PE 分别为 20 倍、15 倍和 12 倍，公司业绩增速较快且看点较多，业绩超预期可能性较大，维持“推荐”评级。

风险提示

天胶价格波动对公司业绩影响较大；并购后整合效果低于预期

主要财务指标

	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万)	7075	7660	9620	10765
同比增速(%)	11%	8%	26%	12%
净利润(百万)	160	252	345	399
同比增速(%)	53%	57%	37%	16%
每股盈利(元)	0.42	0.67	0.91	1.06
市盈率(倍)	31.34	19.96	14.55	12.58

证券分析师：周铮
 执业编号：S0360110120073
 Tel: 010-66500839
 Email: zhouzheng@hczq.com
 证券分析师：程磊 曹令 吴钊华
 Tel: 021-38791277
 Email: chenglei@hczq.com

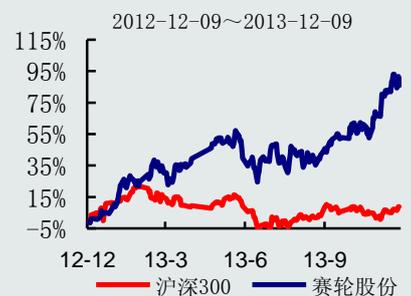
投资评级

投资评级：推荐
 评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	37800
流通 A 股/B 股(万股)	19562/0
资产负债率(%)	70.2
每股净资产(元)	5.70
市盈率(倍)	19.96
市净率(倍)	2.33
12 个月内最高/最低价	13.85/7.04

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《成本下降和新收购子公司并表带来业绩高速增长》 2013-10-31
 《业绩大幅增长，未来成长空间大》 2013-08-05
 《赛轮股份(601058)：未来几年公司将迎来快速扩张期》 2013-07-04

目 录

一、公司基本情况：成长迅速的轮胎企业	4
（一）近几年业绩不断增长，盈利能力大幅改善	4
（二）销量增速较快，半钢胎收入占比逐年提升	5
（三）股权较为分散，但民营机制决策机动灵活	6
二、天胶价格受到抑制，而轮胎需求较为稳定，龙头公司受益	6
（一）轮胎行业竞争格局——外资企业占据绝对统治地位	6
（二）天然橡胶供过于求，未来胶价受到抑制	7
1.天然橡胶成本占比较高	7
2.2011 年以来天胶价格低迷，行业整体盈利能力上升较快	7
3.短期天胶价格波动主要受库存影响	8
4.长期看未来几年天然橡胶产量继续增加，价格大幅上涨概率不大	9
5.未来需求增速将低于产量增速	11
（三）汽车保有量和工程胎子午化率的提高为轮胎整体需求稳定提供了保障	13
1.国产胎主要应用于全球的换配市场	13
2.国内汽车保有量稳定增长保障了子午胎的需求	13
3.工程胎子午化率提高是必然趋势	14
4.以销定产的模式下，供给过剩不需过多担心，龙头受益	14
三、未来几年仍将处于快速成长期	14
（一）并购整合成效未来几年将逐渐显现	14
1.收购金宇实业实现强强联合	14
2.行业低点低成本收购沈阳和平	15
3.未来不排除进一步并购的可能	15
（二）投资越南工厂、降低可能的关税风险	16
（三）不断延伸产业链，确保原料来源和新增产能顺利消化	16
（四）工程巨胎是未来一大亮点	16
（五）行业规模效应显著，公司增发完成后国内规模达到第二	16
（六）高管增持，看好公司未来发展前景	17
四、盈利预测与投资评级	17
（一）假设条件	17
（二）盈利预测与投资评级	18
（三）风险提示	19

图表目录

图表 1	公司主要收入利润和净利润	4
图表 2	公司毛利率、净利率和 ROE	4
图表 3	天胶价格下跌带来公司毛利率提升	5
图表 4	公司历年轮胎销量（单位：万条）	5
图表 5	公司半钢胎收入占比逐年提高	6
图表 6	公司目前股权结构	6
图表 7	国内轮胎市场占有率情况	7
图表 8	轮胎产品成本构成	7
图表 9	天然橡胶期货和现货价格走势	8
图表 10	主要轮胎企业毛利率和净利润变动情况	8
图表 11	青岛港库存变动情况	9
图表 12	全球天然橡胶主要产地产量统计（万吨）	9
图表 13	全球天然橡胶产量（万吨）	10
图表 14	泰国种植面积、收割面积以及单产	10
图表 15	印尼种植面积、收割面积以及单产	10
图表 16	马来西亚种植面积、收割面积以及单产	11
图表 17	我国汽车产销量（万辆）及增速轮胎产量（万条）及其增速	11
图表 18	我国固定资产投资增速	12
图表 19	我国轮胎出口量（万条）及其增速	12
图表 20	我国及全球天然橡胶需求量	13
图表 21	轮胎分类及用途	13
图表 22	不同类型车辆的轮胎配套和替换数	13
图表 23	我国（左图）和美国（右图）汽车保有量	14
图表 24	工程子午胎优势明显	14
图表 25	增发前金宇实业股权结构	15
图表 26	2012 年国内轮胎前十名企业	16
图表 27	盈利预测	17
图表 28	公司业绩对天胶价格波动敏感性分析	18
图表 29	可比公司估值情况	18

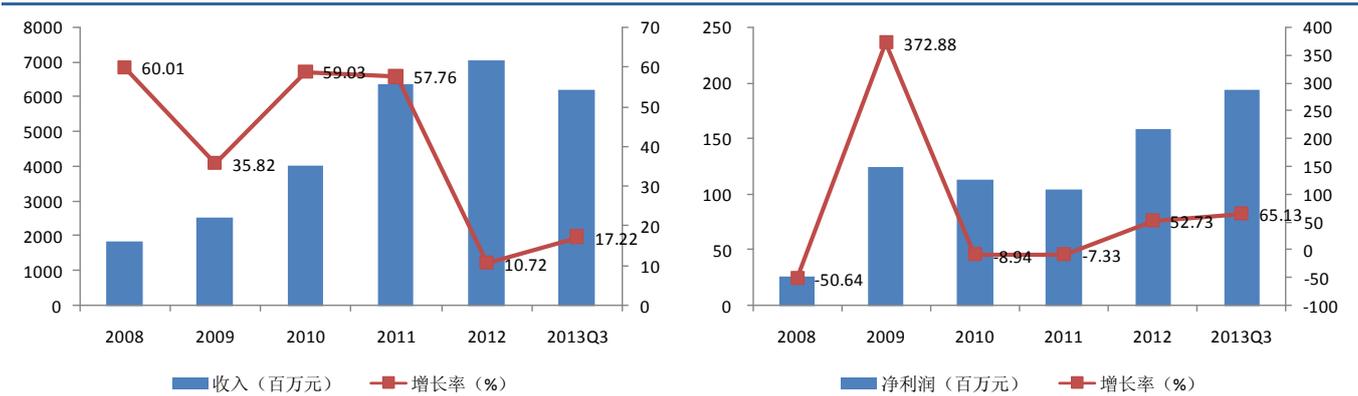
一、公司基本情况：成长迅速的轮胎企业

(一) 近几年业绩不断增长，盈利能力大幅改善

公司成立于 2002 年，成立之初公司以全钢胎为主要产品，2004 年开始对外提供全钢胎转让服务，2007 年公司半钢技术成熟并开始进入相关领域。2011 年上市。

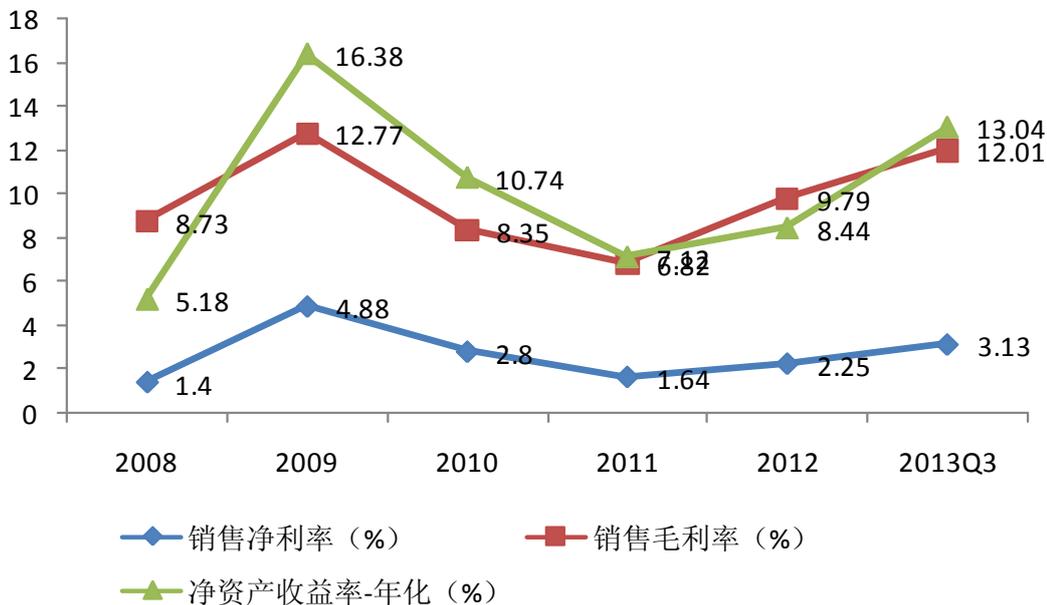
公司主营轮胎业务，收入一直高增长，但由于橡胶价格波动使得公司在 2008、2010、2011 年的毛利率较低，利润增速不稳定。2012 年以来橡胶价格大幅回落，公司毛利率和净利率回升。

图表 1 公司主要收入利润和净利润



资料来源：公司公告

图表 2 公司毛利率、净利率和 ROE



资料来源：公司公告

图表 3 天胶价格下跌带来公司毛利率提升



资料来源：公司公告

(二) 销量增速较快，半钢胎收入占比逐年提升

公司目前的生产基地有四个：青岛本部、沈阳和平（2012 年收购，100%权益，2012 年并表 4 个月）、金宇实业（49%权益，2012 年并表 2 个月，增发后 100%权益）、越南工厂（预计 2014 年建成投产）。

公司轮胎分为全钢胎（载重车用胎）和半钢胎（乘用车胎）。全钢胎有 1/3-1/2 出口，半钢胎 80%出口。总体上看，目前公司出口量中美国约占 40%左右，欧洲 30%，其他地区 30%。

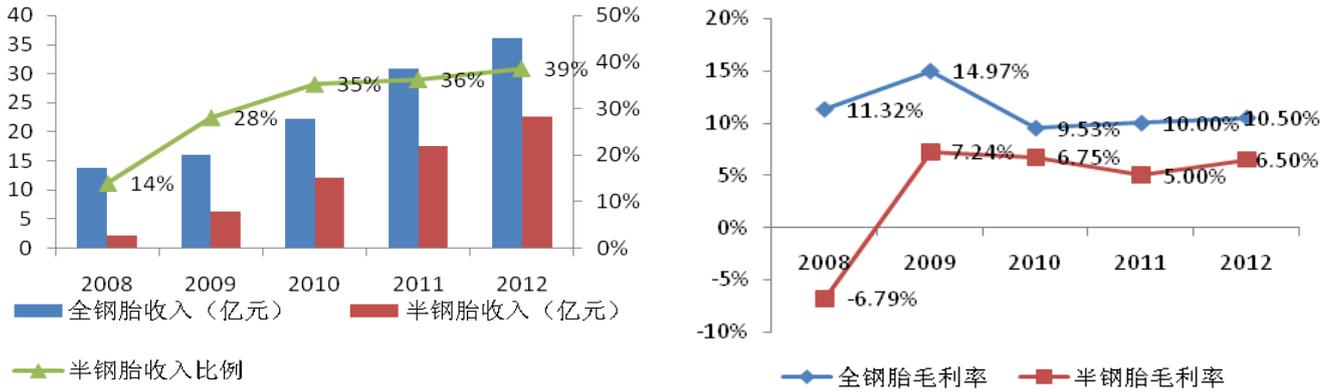
图表 4 公司历年轮胎销量（单位：万条）

	品种	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
青岛本部	全钢胎	116	160	206	220	240
	半钢胎	81	300	563	700	1000
沈阳和平	全钢胎					60
越南工厂	全钢胎					
	半钢胎					
金宇实业	半钢胎					1060
合计	全钢胎	116	160	206	220	300
	半钢胎	81	300	563	700	987

资料来源：公司公告，华创证券整理

全钢胎是公司的传统业务，目前仍是公司收入的最大来源；公司的半钢胎 08 年开始投放产能，销量迅速增加，收入占比也逐年提升。

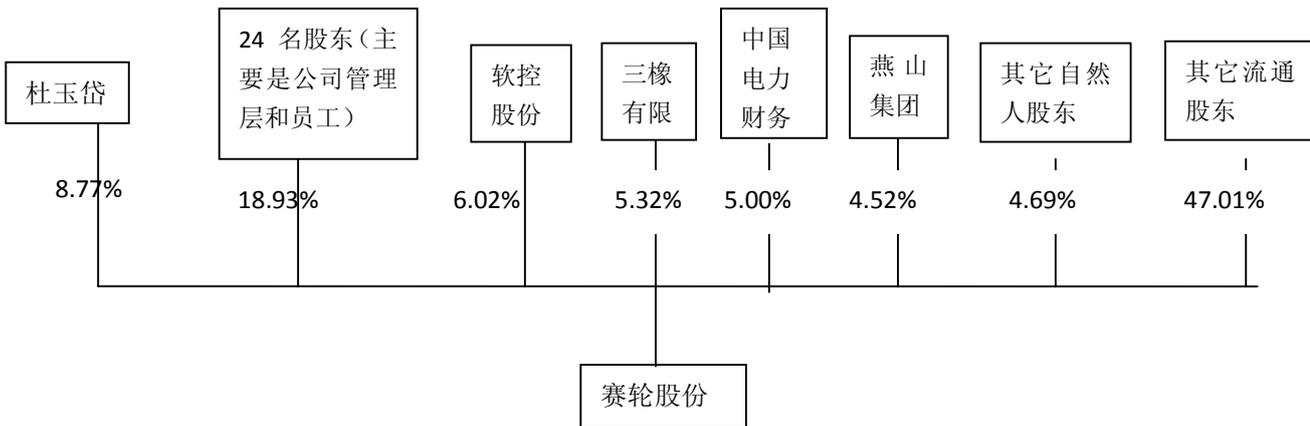
图表 5 公司半钢胎收入占比逐年提高



资料来源：公司公告，华创证券整理

(三) 股权较为分散，但民营机制决策机动灵活

图表 6 公司目前股权结构



资料来源：公司公告，华创证券整理

按照公开披露的信息，董事长杜玉岱通过托管其余 24 名股东的股权，实际可控制 27.7% 的表决权，是公司的实际控制人。

二、天胶价格受到抑制，而轮胎需求较为稳定，龙头公司受益

(一) 轮胎行业竞争格局——外资企业占据绝对统治地位

以产品市场为标准，可以将我国轮胎企业划分为三个梯队：

- 第一梯队是以米其林、普利司通、固特异以及韩泰、锦湖等为代表的各类外资企业（包括我国的香港、台湾），以其雄厚的资金、技术力量、良好的产品质量占据了我国轮胎市场一半左右的份额，优势产品主要集中轿车子午胎等中高端产品，在国内轿车、轻卡子午胎市场以及高档子午胎市场中占据了绝对统治地位。如在轿车轮胎中，外资企业占有 70% 的市场份额，国有和民营轮胎企业仅分得三成的市场，而且都主要集中在替换胎市场，在原配轮胎市场占有率很低；

2) 第二梯队是大中型国有及国有控股的重点轮胎生产企业，以及最近几年发展起来的部分民营企业，这些企业在过去较长一段时间内一直是我国轮胎行业的主力军，在国家产业政策的支持下，业已发展成为拥有完整产业体系、一定生产规模、较强科研力量的轮胎生产基地，占据了我国轮胎市场 30%以上的份额，在载重子午胎、工程轮胎中占有优势地位；

3) 第三梯队是中小型轮胎生产企业，主要是最近几年发展起来的民营企业，这些企业规模小、数量多、几乎没有研发能力，其产品多数集中在低端市场，但仍占据着国内相当一部分市场份额。

图表 7 国内轮胎市场占有率情况

市场	外资占比	国有或民营	备注
轿车胎	70%	30%	国内企业主要集中在换胎市场，在原配轮胎市场占有率很低
载重胎	20%	80%	国产载重胎优势明显
斜交胎		100%	

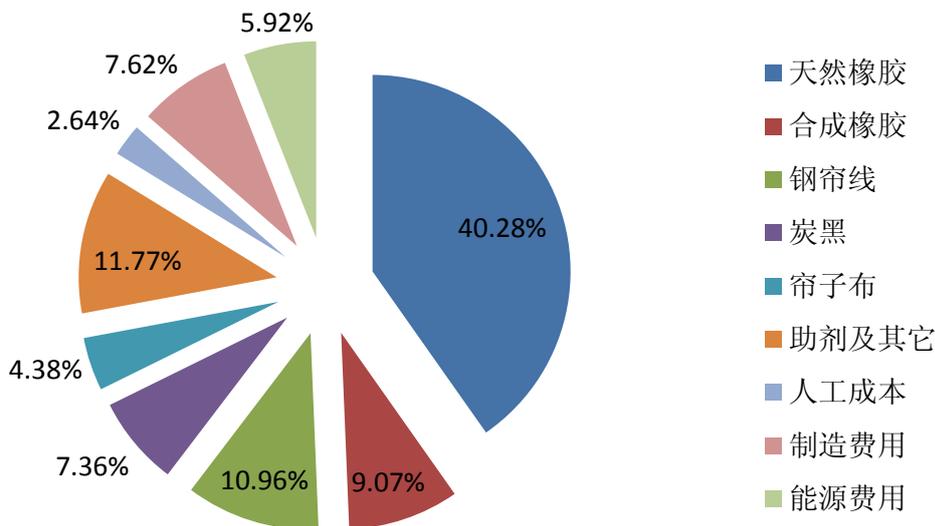
资料来源：华创证券

(二) 天然橡胶供过于求，未来胶价受到抑制

1.天然橡胶成本占比较高

原材料成本占轮胎成本的比重很高，轮胎生产的主要原材料包括天然橡胶、合成橡胶、炭黑、帘子布、助剂、钢丝等，其中天然橡胶和合成橡胶占轮胎成本的 50%左右。由于国内合成橡胶生产技术落后等原因，天然橡胶占国内轮胎成本的比重高达 40%，远高于进口轮胎；且轮胎行业市场竞争激烈、轮胎企业在替换胎市场议价能力不强。因此，天然橡胶价格波动对轮胎企业盈利能力的影响极大。

图表 8 轮胎产品成本构成

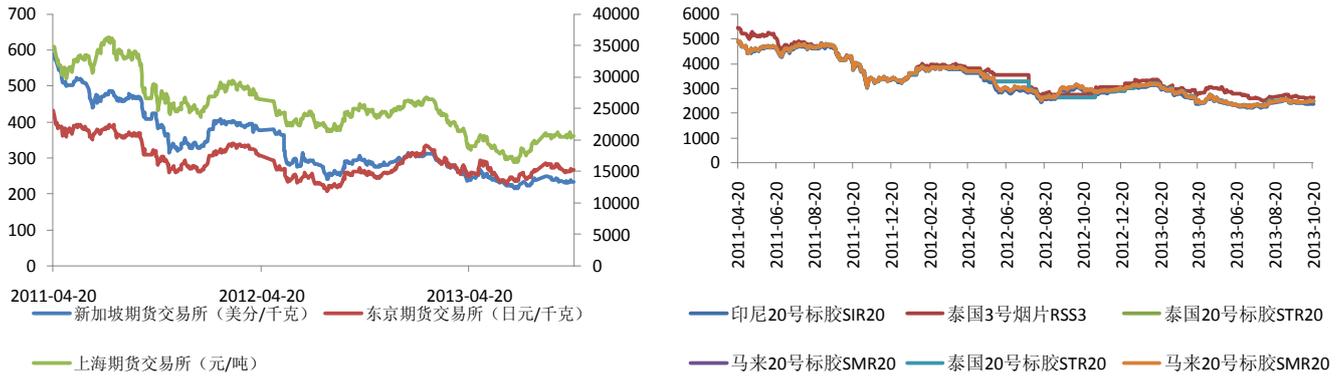


资料来源：黔轮胎公司资料，华创证券整理

2.2011 年以来天胶价格低迷，行业整体盈利能力上升较快

自 2011 年以来天然橡胶价格整体呈现下跌趋势，近期价格有所反弹，但我们预计反弹幅度不会太大。

图表 9 天然橡胶期货和现货价格走势

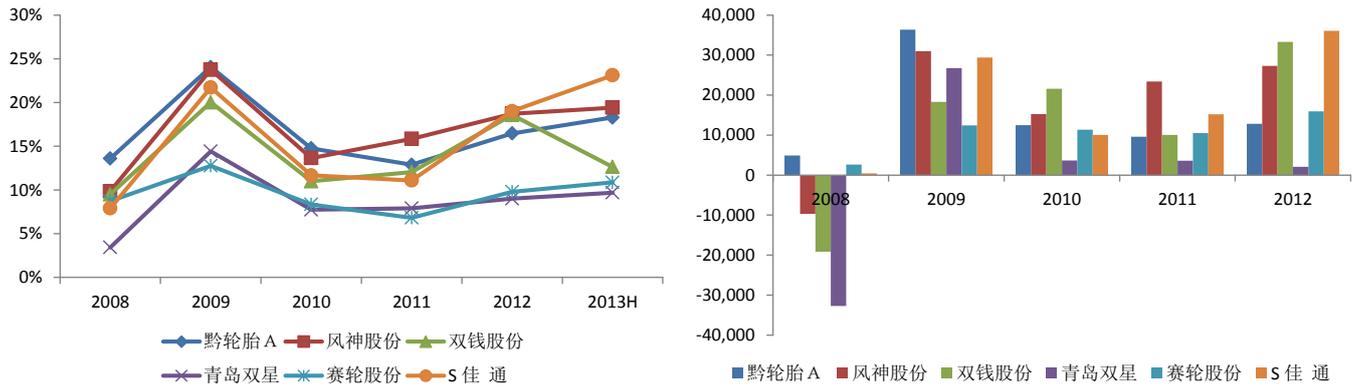


资料来源：华创证券

现货价格基本走势同期货价格类似，国内外天然橡胶现货价格自 2011 年以来也持续走低。轮胎企业成本随之下降。

随着天然橡胶价格的不断下跌，自 2011 年开始，国内主要轮胎企业毛利率呈现上涨态势行业景气度有所回升，以 A 股 6 家主要上市轮胎企业为例，除双钱股份以外，其余 5 家企业毛利率均大幅上涨，相应净利润也得到提升。

图表 10 主要轮胎企业毛利率和净利润变动情况

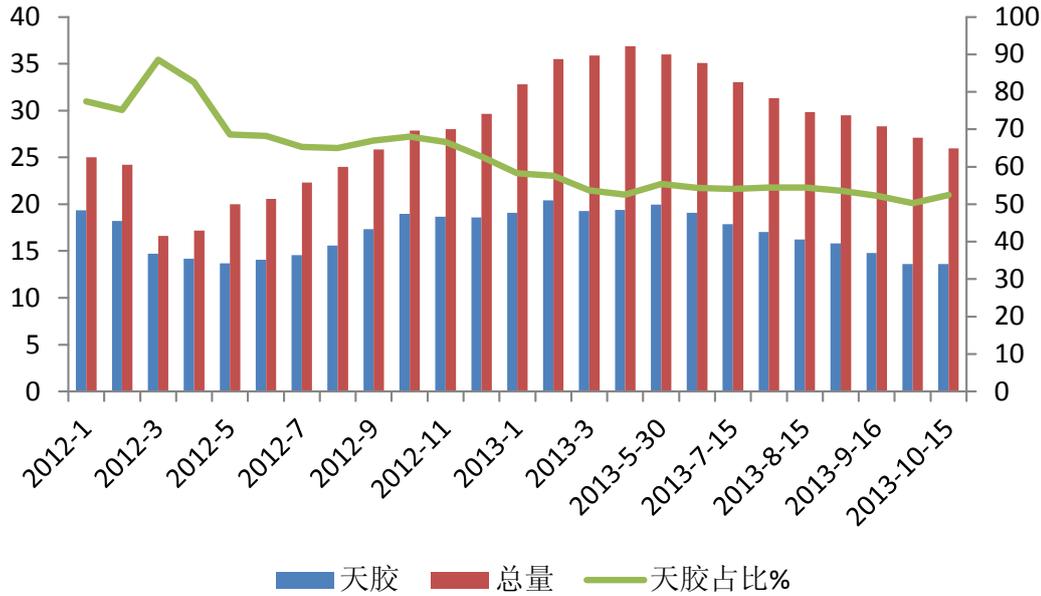


资料来源：公司资料，华创证券整理

3.短期天胶价格波动主要受库存影响

近期天胶价格小幅回升，我们认为主要是受国内港口库存影响，预计对全年轮胎企业盈利能力影响不大，我们认为在天胶供需没有发生转变的情况下，其价格大幅上涨的可能性不大。

图表 11 青岛港库存变动情况



资料来源：华创证券

4.长期看未来几年天然橡胶产量继续增加，价格大幅上涨概率不大

泰国、印尼、马来西亚是全球最主要的天胶种植国，三国种植面积占全球天胶种植总面积的近 70%左右。再加上印度、中国和越南三个国家，则六国的产量之和可以占到全球天胶产量的近 95%左右。

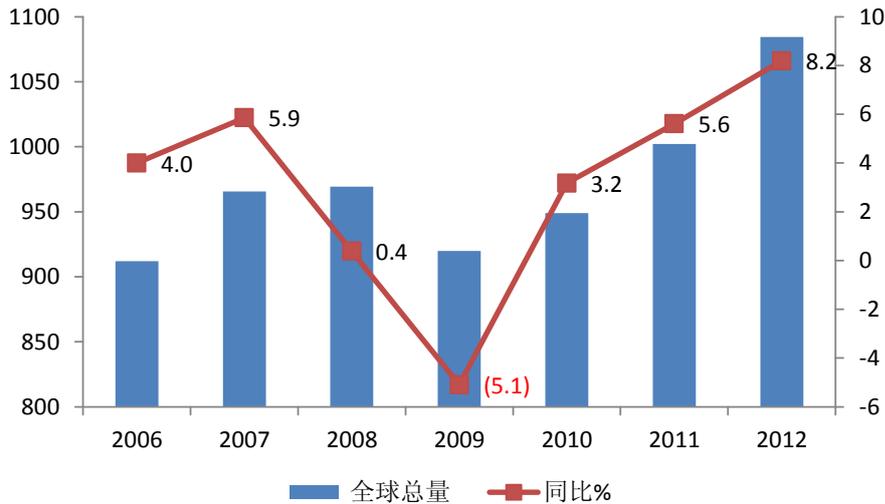
图表 12 全球天然橡胶主要产地产量统计（万吨）

国家	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	占比%
泰国	305.8	295.6	283.2	263.9	325.2	334.7	361.2	33
印尼	233.1	279.7	290	272.3	273.5	296.4	326.1	30
马来西亚	122.8	121.5	120	98.4	93.9	100	95	9
印度	82.2	82.5	80	74.5	85.1	90.1	92	8
越南	54.2	60.2	65	63.7	75.5	78	95.5	9
中国	42.2	45	50	59	66.5	70.7	80	7
其他地区	71.8	80	81	88	29.4	32.4	34.5	3
全球合计	912.1	965.5	969.2	919.8	949	1002.2	1084.3	100

资料来源：华创证券

全球天然橡胶产量自 2009 年来是持续增长，并且自 06 年以来主要产胶国总产胶面积仍成上升趋势，且 06 年左右以来新种植面积增长较快，考虑到天胶一般情况是从种植以后 6-9 年可以开割，因此预计未来几年天胶产量仍将增加。

图表 13 全球天然橡胶产量（万吨）



资料来源：华创证券

天胶的种植面积分布与产量分布情况基本相吻合。种植面积、收割面积以及单产是影响天胶产量的主要因素，而单产的变化对天胶产量的影响是最大的。一般来说，天胶的产量增加得益于橡胶树品种的改良，割胶的工艺改进促使割胶面积的扩大，而天气因素则往往对天胶的产量产生负面的影响。干旱、雨涝、低温等天气变化会影响到正常割胶。

图表 14 泰国种植面积、收割面积以及单产

	总产胶面积	已开割面积	新种	重植	每千亩产量（千克）
2003年	2018	1601	33	52	1796
2004年	2072	1658	58	56	1800
2005年	2190	1692	123	50	1736
2006年	2297	1743	110	40	1800
2007年	2458	1774	161	35	1723
2008年	2675	1819	221	32	1698
2009年	2717	1856	50	39	1704
2010年	2735	1900	25	40	1711
2011年	2760	1985	30	30	1798
2012年	2785	2100	25	50	1720

资料来源：华创证券

图表 15 印尼种植面积、收割面积以及单产

	总产胶面积	已开割面积	新种	重植	每千亩产量（千克）
2003年	3290	2344	0	5	765
2004年	3262	2462	14	5	839
2005年	3279	2634	17	5	862
2006年	3346	2726	67	45	967
2007年	3414	2776	67	50	993
2008年	3424	2769	11	40	994
2009年	3435	2770	11	55	901
2010年	3445	2773	11	57	986
2011年	2356	2792	11	61	1062
2012年	3484	2814	10	50	1159

资料来源：华创证券

图表 16 马来西亚种植面积、收割面积以及单产

	总产胶面积	已开割面积	新种	重植	每千亩产量（千克）
2003年	1326	932	0	19	1280
2004年	1279	900	0	19	1300
2005年	1271	853	0	21	1320
2006年	1264	937	0	20	1370
2007年	1248	845	0	23	1420
2008年	1247	750	6	21	1430
2009年	1020	591	0	20	1450
2010年	1020	634	3	23	1481
2011年	1084	667	30	40	1493
2012年	1075	682	30	40	1466

资料来源：华创证券

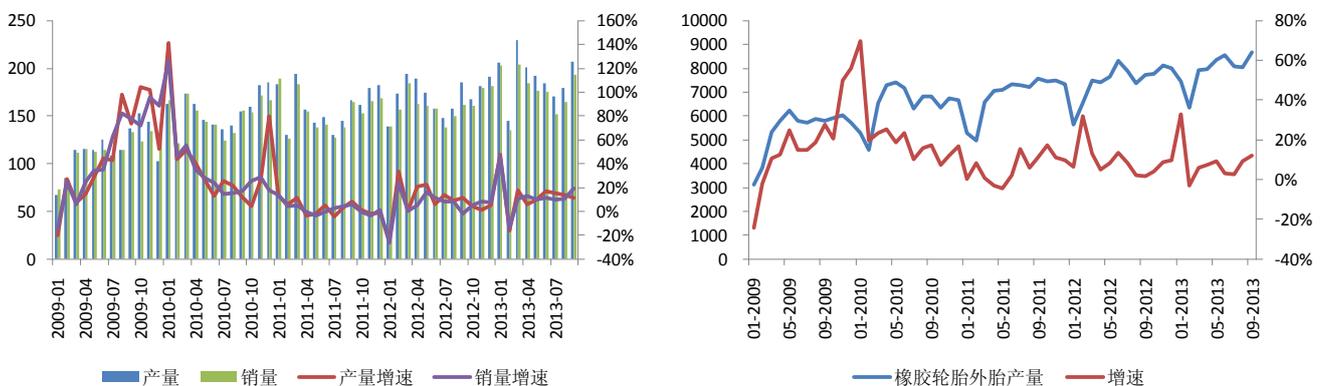
5.未来需求增速将低于产量增速

天然橡胶是基础工业原料，需求广泛。目前，全球 50%以上的天然橡胶用于制造轮胎，传输带和桥梁承重垫等工业制品、医疗卫生用品、文体日常用品三者合计占到 30%；日常用品（如胶鞋、鞋底、床垫等）约占 10%左右。

国际橡胶研究组织（IRSG）预测，2012 年全球橡胶消费总量达到 2660 万吨，2013 年有望达到 2760 万吨。其中，全球合成橡胶需求量 2012 年预计将增长 2.7%，升至 1540 万吨，2013 年将进一步增长至 1590 万吨；全球天然橡胶需求 2012 年增加 2.5%，升至 1120 万吨，2013 年进一步增长至 1170 万吨。

我国仅有云南、海南等少数地区能够出产天然橡胶，由于产量有限，大部分需要进口，消费量和进口量达到了全球的 22%左右，也是对天胶需求增速最快的国家之一，而汽车行业的状况对整个橡胶产业有着巨大的影响。2009 年和 2010 年中国稳坐汽车全球销量第一的位置。然而自 2011 年起，汽车产销增速双双收窄。2012 年我国对天然橡胶的需求增速也达到了自 2009 年以来的最低点，2013 年预计增速将有所回升，但预计未来几年我国汽车行业增速难以恢复到之前的高增长状态，导致我国对天然橡胶需求增速或将放缓。

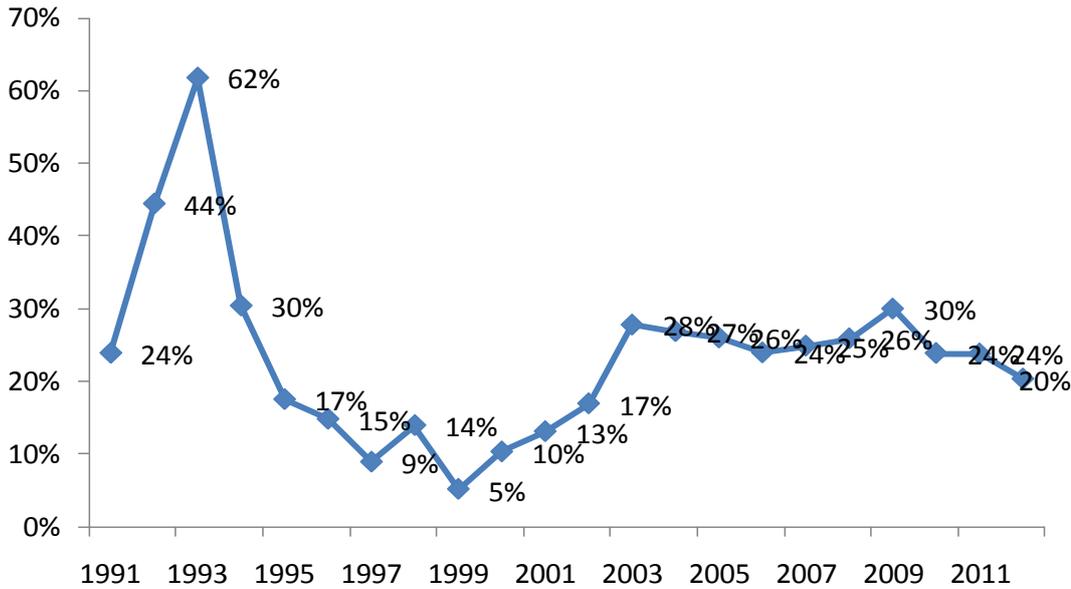
图表 17 我国汽车产销量（万辆）及增速轮胎产量（万条）及其增速



资料来源：华创证券

在轮胎更换频率更高的工程胎和载重胎领域，由于其需求与固定资产投资高度相关，从而受国家宏观经济调控政策影响更大。据华创证券宏观预计，未来我国固定资产投资增速将处于下降趋势，给行业总的产销量带来不利影响，从而对天胶需求量产生抑制作用。

图表 18 我国固定资产投资增速



资料来源：华创证券

在轮胎出口方面，我国近两年来进出口增速也逐渐回落，在一定程度上加大了国内整体供大于求的局面。

图表 19 我国轮胎出口量（万条）及其增速

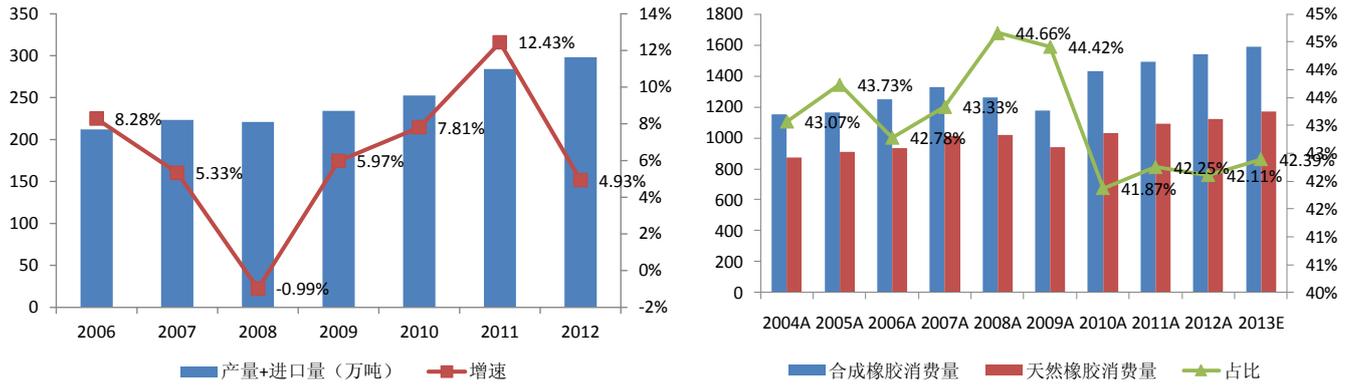


资料来源：华创证券

总之，我们预计未来 2-3 年内全球天然橡胶的供给量相对于需求量增速来说，仍将处于相对宽裕的状态，预计其价格难以大幅上涨。

但如果产胶国通过停割来限制产量，那天胶价格仍有上涨空间，但幅度较前些年相比也会偏小，主要是由于近年来合成橡胶新增产能较多，而合成橡胶和天然橡胶存在一定程度上的替代性。

图表 20 我国及全球天然橡胶需求量



资料来源：华创证券

(三) 汽车保有量和工程胎子午化率的提高为轮胎整体需求稳定提供了保障

1. 国产胎主要应用于全球的换配市场

轮胎是汽车、工程机械等最重要的组成部分之一。根据胎体结构的不同，轮胎可以划分为斜交线轮胎和子午线轮胎两大类。斜交线轮胎属早期的轮胎品种，存在耗油量、耐磨性低、寿命短等缺点，而子午线轮胎具有节能、高速行驶时安全性和舒适性好、耐用等优越性。

图表 21 轮胎分类及用途

品种	用途	代表公司	备注
全钢子午胎	载重卡车、大型客车	双钱股份、青岛双星、风神股份、黔轮胎、赛轮股份	国内主流方向
半钢子午胎	轿车、轻型客车	佳通集团、青岛双星、杭州中策、赛轮股份	
工程子午胎	工程机械	风神股份、赛轮股份	
工程斜交胎	工程机械	风神股份、黔轮胎、青岛双星	未考虑其他需淘汰的斜交胎

资料来源：华创证券

图表 22 不同类型车辆的轮胎配套和替换数

品种	车辆类别	配胎数	替换 (条/辆·年)
轿车胎	轿车	5	1.5
载重胎 (全钢子午胎)	中型载重卡车	11	15
	重型载重卡车	16-22	10-20
	轻型载重卡车	7	4.2
	大型客车	7-11	2-5
工程胎	装载机	4	2
	运输工程机械	6	3

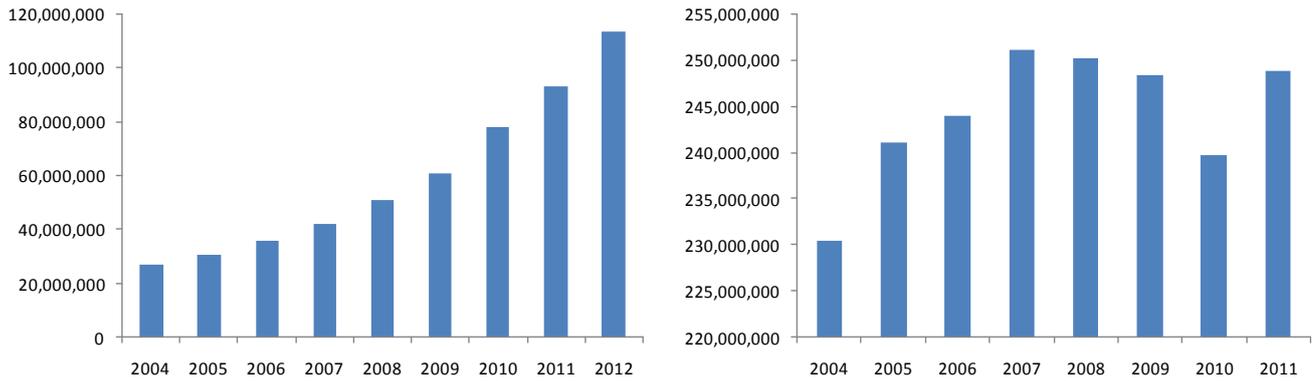
资料来源：华创证券

目前我国的子午轮胎和工程胎主要用于换配、出口、配套三个方向，其中出口主要用于国外的换配市场，所以说我国的轮胎主要应用于全球汽车和工程机械的换配市场。

2. 国内汽车保有量稳定增长保障了子午胎的需求

虽然轮胎需求增速出现降低的概率较大，但庞大的汽车保有量为稳定的需求提供了保障，汽车存量市场的换配胎起到了很好的拉动作用。

图表 23 我国（左图）和美国（右图）汽车保有量



资料来源：华创证券

3.工程胎子午化率提高是必然趋势

工程子午线轮胎在耐磨、耐切割、抗刺扎、节能、强度等方面优于斜交胎，在恶劣的作业环境下更显出其优势，其性价比也较高，未来工程子午胎替代工程斜交胎将成为一种趋势。

图表 24 工程子午胎优势明显

市场	优势	劣势	备注
工程子午胎	使用寿命长，耐磨、节能	贵	其使用寿命是斜交胎的3倍，但价格仅是斜交胎的2倍
工程斜交胎	便宜	使用寿命短	

资料来源：华创证券

目前国外工程胎的子午化率为 70%，而我国的子午化率为 16.21%（2011 年数据），虽然我国固定资产投资面临减速，但子午化率的提高为工程子午胎提供了一定的市场容量。

4.以销定产的模式下，供给过剩不需过多担心，龙头受益

尽管随着近年来我国轮胎企业的跨越式扩张，产能过剩将不可避免，但我们必须认识到轮胎行业的模式是“以销定产”。在这个模式下，过剩的将是大量的小企业，他们没有品牌，退赔率高，通过换配方式来供应市场。当需求不够的时候，小企业将首先受到冲击，被迫退出市场，竞争将向有利于具备品牌优势、质量优势的龙头企业的方向发展。

而且轮胎还属于易耗的消费品，以消费品的属性来看待轮胎的话，我们就不必过于担心供给过剩带来的影响。

三、未来几年仍将处于快速成长期

（一）并购整合成效未来几年将逐渐显现

1.收购金宇实业实现强强联合

公司 2012 年收购了金宇实业 49% 股权。金宇实业为金宇轮胎集团的子公司，金宇轮胎集团 1995 年建立，2011 年营业收入 80 亿元左右（赛轮股份为 64 亿）。除了金宇实业的 1200 万条/年的半钢产能之外，还有 300 万条/年的全钢胎产能，以及 2 万条/年工程胎产能。

赛轮股份和金宇集团已经在经营层面开始了全面整合，赛轮股份聘请金宇集团的总经理延万

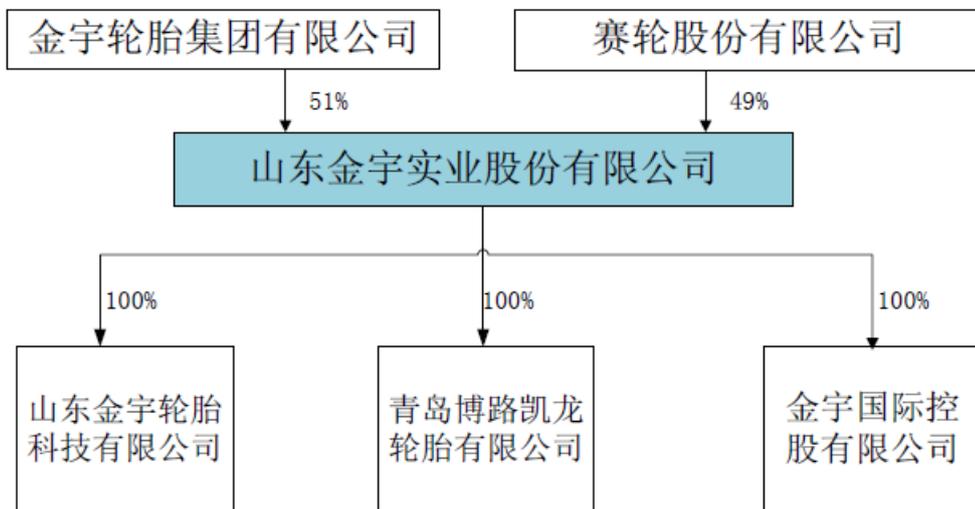
华为赛轮股份的副董事长并负责公司的整体管理和运营，延万华的管理能力较强，业内的评价很高。

公司目前正在进行增发，继续收购金宇实业的剩余 51% 股权。金宇实业的主营业务为半钢子午胎的生产和销售。其自 2008 年成立以来发展迅速，截至 2012 年年底其半钢胎的产能达到 1200 万条，2012 年度销售额约 22 亿元。本次收购金宇实业 51% 股权将其纳入合并范围之后，公司及金宇实业半钢子午胎的产能合计将达到约 2200 万条，而 2012 年内资品牌中仅有两家企业半钢子午胎的产量超过 2000 万条，这将直接提升公司的行业地位，增强公司在行业中的竞争力。

其次，对金宇实业的收购，有利于企业资源的整合。公司目前的海外市场重点在北美地区，而金宇实业的海外市场主要针对欧洲及其他国家，对金宇实业的收购有利于二者销售渠道的整合以及在市场领域方面的互补；从原材料采购方面，二者的整合也有利于统一采购渠道，提高对供应商的议价能力，进而降低公司运营成本等。

再次，金宇实业经过多年的发展，其盈利能力较强。2012 年度实现归属于股东的净利润 1.18 亿元，净资产收益率约为 85.21%，将其收购之后，将整体提高公司的盈利能力。此外，对金宇实业的收购将提升公司的管理水平，通过生产、管理、技术等方面的交流互补，有利于提高公司的整体技术水平和运营能力。最后，目前中国的轮胎行业竞争较为激烈，整个行业面临着一个通过兼并收购等方式进行重新整合的历史时期。本次收购即是顺应行业发展趋势，率先通过收购的方式做大做强，争取行业发展先机，为提升公司在行业中的竞争优势打好基础。

图表 25 增发前金宇实业股权结构



资料来源：公司公告

2. 行业低点低成本收购沈阳和平

公司 2012 年收购沈阳和平 100% 股权。沈阳和平有 120 万条/年的全钢生产线，由于经营管理不好，以及债务比重高，09-11 处于连年亏损状态，2011 年资不抵债。沈阳和平建厂时赛轮股份是其技术输出方，赛轮 11 年上市后，联系收购沈阳和平，11 年底派人进入沈阳和平，经过生产和管理调整，沈阳和平盈利能力大幅提升，2012 年净利润达到 4000 多万元。

3. 未来不排除进一步并购的可能

从目前行业发展情况以及公司成长路径来看，我们预计公司未来有可能进一步并购，并购的

对象有两种：一是生产线比较先进资产质量好的，二是有一定品牌或者渠道的。以便收购之后发挥协同效应。

收购后的整合将有利于提升盈利能力，体现在以下几个方面：

- 对收购标的生产经营改善；
- 原材料采购协同；
- 生产过程成本降低（轮胎的型号多，公司将降低每个生产基地的生产型号数量，模具的需求量和生产线停工换设备的时间都将降低）。

（二）投资越南工厂、降低可能的关税风险

公司公告投资 2 亿美元在越南建设工厂，最终目标是形成 800 万套半钢胎、200 万套全钢胎产能。越南的原料和人工成本比国内便宜，但相关的配套设施比国内差，整体上看可能和国内的盈利能力相当。投资越南主要目的是分散欧美的贸易壁垒如特别关税等对国内产能竞争力的冲击。由于当地工人熟练度以及各种配套设施建设进度影响，预计明年越南工厂投产规模较小，由此带来 2014 年会贡献收入，但利润贡献较少。

（三）不断延伸产业链，确保原料来源和新增产能顺利消化

向上游收购天然橡胶加工与销售的泰华罗勇橡胶有限公司（51%），泰华罗勇目前橡胶产能 5 万吨，明年扩大到 10 万吨，一半供给公司用，一半用于出售。向下游参股（36%）国外经销商，预计未来会进一步扩大持股比例。对销售网络的不断控制有利于未来公司扩张后新产能的顺利消化。

（四）工程巨胎是未来一大亮点

国内企业目前没有规模化生产销售而质量稳定的，公司在该项目研发多年，有望实现符合质量的规模化生产。设备方面主要和软控合作。57 寸巨胎刚投产，今年不会放量，国外米其林的 57 寸胎现在卖 20 多万一条，公司未来价格预计十几万，质量比国外产品稍差，但价格优势明显，毛利率预计有 30%-40% 之间，且销售不成问题。之前公司工程胎以 49 寸、51 寸为主去年销量 400-500 条，今年预计销量到 500-600 条。49 和 51 寸的主要出口到北美和非洲，国内鞍山等矿区也在用。

（五）行业规模效应显著，公司增发完成后国内规模达到第二

轮胎行业属于重资产行业，规模效应显著，公司目前正在实施增发收购金宇实业剩余 51% 股权，若能顺利完成，公司的收入规模将达到 200 亿，达到国内企业第二名的地位，成为国内轮胎行业的龙头企业。

图表 26 2012 年国内轮胎前十名企业

排名	单位	2012 年销售收入(亿元)	排名	单位	2012 年综合产量(万条)
1	杭州中策	239.29	1	中国佳通	3871
2	中国佳通	169.84	2	杭州中策	3660
3	三角集团	155.60	3	中国正新	3132
4	中国正新	122.44	4	山东玲珑	2913
5	山东玲珑	114.95	5	三角集团	2083
6	双钱集团	113.44	6	金宇集团	1474
7	兴源轮胎	96.28	7	固铂成山	1196

8	风神轮胎	90.14	8	广州华南	1061
9	青岛双星	81.34	9	赛轮公司	1056
10	固铂成山	76.57	10	青岛双星	1000

资料来源：华创证券

（六）高管增持，看好公司未来发展前景

公司 6 月公告公司副董事长延万华先生计划以自身名义在一年内增持不超过公司总股本 2% 的股份，并于 6 月和 9 月两次增持，买入价格区间分别为 8.70-9.36 和 10.09-10.12，两次增持后持股比例为 0.22%，不排除未来进一步增持的可能。

四、盈利预测与投资评级

（一）假设条件

- ✓ 公司产品结构基本保持稳定
- ✓ 销售费用率有所上升，主要因为国内促销政策导致、税率维持不变
- ✓ 产品价格基本保持稳定
- ✓ 增发顺利完成
- ✓ 工程巨胎不确定性较大，2014 年之前不贡献收入利润

图表 27 盈利预测

	2013E	2014E	2015E
青岛全钢胎			
销量（万条）	250	250	250
价格（元/条）	1200	1200	1250
收入（万元）	300,000	300,000	312,500
毛利率	14.7%	14.7%	14.5%
成本（万元）	255,900	255,900	267,188
青岛半钢胎			
销量（万条）	1,150	1,250	1,300
价格（元/条）	200	200	210
收入（万元）	230,000	250,000	273,000
毛利率	12.0%	12.0%	11.8%
成本（万元）	202,400	220,000	240,786
成本	540011	598029	662809
沈阳全钢胎			
销量（万条）	80	100	100
价格（元/条）	1,200	1,200	1,250
收入（万元）	96,000	120,000	125,000
毛利率	14.5%	14.5%	14.5%
成本（万元）	82,080	102,600	106,875
越南全钢胎		80	120
销量（万条）		1,000	1,000
价格（元/条）		80,000	120,000
收入（万元）		12.0%	11.0%

毛利率		70,400	106,800
成本(万元)		80	120
越南半钢胎			
销量(万条)		400	500
价格(元/条)		180	190
收入(万元)		72,000	95,000
毛利率		9.0%	9.5%
成本(万元)		65,520	85,975
金宇半钢胎(暂不考虑增发)			
销量(万条)	1,100	1,100	1,100
价格(元/条)	200	200	210
收入(万元)	220,000	220,000	231,000
毛利率	11.7%	11.0%	11.0%
成本(万元)	194,260	195,800	205,590
工程巨胎			
销量(万条)			0.40
价格(元/条)			80,000
收入(万元)			32,000
毛利率			23.0%
成本(万元)			24,640
其它			
收入(万元)	140,000	140,000	140,000
毛利率	2.8%	2.8%	2.8%
成本(万元)	136,080	136,080	136,080

资料来源: 华创证券

(二) 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.67 元 0.91 元和 1.07 元, 以最新收盘价计算, 对应的 PE 分别为 20 倍、15 倍和 12 倍, 虽然比可比公司目前估值偏高, 但考虑到公司未来业绩增速较快且看点较多, 业绩超预期可能性较大, 维持“推荐”评级。

图表 28 公司业绩对天胶价格波动敏感性分析

	天胶用量	上涨 500 元/吨	上涨 1000 元/吨	上涨 1500 元/吨	上涨 2000 元/吨
		抵消业绩(折每股)	抵消业绩(折每股)	抵消业绩(折每股)	抵消业绩(折每股)
赛轮股份	7万吨(暂不考虑增发)	0.09 元	0.19 元	0.28	0.37 元

资料来源: 华创证券

图表 29 可比公司估值情况

股票名称	股票价格	EPS		PE	
		2013E	2014E	2013E	2014E
黔轮胎 A	5.28	0.24 (增发后)	0.28 (增发后)	22	19
风神股份	8.62	0.88	1.05	10	8
S 佳通	12.57	0.70	0.85	18	15
平均				17	14

资料来源: 华创证券, WIND

（三）风险提示

天然橡胶价格大幅上涨。由于橡胶的自然生产特点，产胶国可以通过停割来限制产量，此外，天然生胶可以长期保存，也有利于供给和贸易控制。2001年12月泰国、印度尼西亚和马来西亚三国成立国际三方橡胶委员会（International Tripartite Rubber Council，简称ITRCO），通过实施供应管理计划、控制出口、建立联合公司来控制天然橡胶市场，力图将天然橡胶价格稳定在对生产者有利的价位。进而，占世界天然橡胶出口总量90%的马来西亚、印尼、泰国、越南和印度成立了天然橡胶“五国联盟”，该组织对世界天然橡胶贸易量及价格的影响能力进一步加强。如若未来该联盟采取限产保价政策，天然橡胶价格波动幅度或将超预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	3791	3717	4013	4296
现金	1160	890	861	970
应收账款	693	832	915	970
其它应收款	14	14	14	14
预付账款	511	664	797	957
存货	1107	876	994	992
其他	305	441	432	393
非流动资产	3449	3596	3716	3798
长期投资	481	548	548	526
固定资产	2218	2460	2662	2874
无形资产	305	385	490	620
其他	444	203	16	-222
资产总计	7239	7313	7729	8094
流动负债	4382	4786	4866	4842
短期借款	2656	3400	3436	3338
应付账款	1290	1036	1096	1141
其他	436	350	334	364
非流动负债	869	344	395	494
长期借款	45	60	23	1
其他	824	284	372	493
负债合计	5251	5130	5262	5337
少数股东权益	27	27	26	26
股本	378	378	378	378
资本公积金	1076	1076	1076	1076
留存收益	508	703	988	1278
归属母公司股东权益	1961	2156	2442	2731
负债和股东权益	7239	7313	7729	8094

现金流量表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	604	29	520	854
净利润	159	251	345	399
折旧摊销	237	273	318	361
财务费用	108	146	173	194
投资损失	-14	-72	-80	-87
营运资金变动	113	-554	-238	-16
其它	0	-15	2	4
投资活动现金流	-1000	-422	-405	-406
资本支出	655	306	306	306
长期投资	-106	67	0	-22
其他	-451	-49	-99	-122
筹资活动现金流	1029	123	-144	-339
短期借款	987	744	36	-98
长期借款	-45	15	-37	-22
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	86	-636	-144	-218
现金净增加额	627	-270	-29	109

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	7075	7660	9620	10765
营业成本	6382	6765	8505	9498
营业税金及附加	13	11	7	8
营业费用	229	337	385	431
管理费用	173	184	231	258
财务费用	108	146	173	194
资产减值损失	12	14	14	14
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	14	72	80	87
营业利润	171	275	385	449
营业外收入	14	21	21	21
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	184	296	406	469
所得税	25	44	61	70
净利润	159	251	345	399
少数股东损益	-1	-0	-0	-1
归属母公司净利润	160	252	345	399
EBITDA	516	695	877	1004
EPS (元)	0.42	0.67	0.91	1.06

主要财务比率

	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	10.7%	8.3%	25.6%	11.9%
营业利润	47.7%	61.0%	39.9%	16.4%
归属母公司净利润	52.7%	57.0%	37.1%	15.6%
获利能力				
毛利率	9.8%	11.7%	11.6%	11.8%
净利率	2.3%	3.3%	3.6%	3.7%
ROE	8.2%	11.7%	14.1%	14.6%
ROIC	6.2%	7.8%	9.6%	10.9%
偿债能力				
资产负债率	72.5%	70.2%	68.1%	65.9%
净负债比率	51.44%	68.33%	66.79%	63.19%
流动比率	0.87	0.78	0.82	0.89
速动比率	0.61	0.59	0.62	0.68
营运能力				
总资产周转率	1.18	1.05	1.28	1.36
应收帐款周转率	12	10	11	11
应付帐款周转率	5.67	5.82	7.98	8.49
每股指标(元)				
每股收益	0.42	0.67	0.91	1.06
每股经营现金	1.60	0.08	1.38	2.26
每股净资产	5.19	5.70	6.46	7.23
估值比率				
P/E	31.34	19.96	14.55	12.58
P/B	2.56	2.33	2.06	1.84
EV/EBITDA	13	10	8	7

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京	杨晓昊	机构销售总监	010-66500808	yangxiaohao@hcq.com
	石翌飞	机构销售经理	010-66500836	shizhaofei@hcq.com
	翁波	机构销售经理	010-66500810	wengbo@hcq.com
	赵翌帆	机构销售经理	010-66500809	zhaoyifan@hcq.com
	张春会	机构销售经理	010-66500838	Zhangchunhui@hcq.com
	欧子辰	机构销售经理	010-66500807	ouzichen@hcq.com
广深	李涛	机构销售总监	0755-82027736	litao@hcq.com
	张娟	机构销售经理	0755-82828570	zhangjuan@hcq.com
	孔令瑶	机构销售经理	0755-83715429	konglingyao@hcq.com
	宋唯瑛	机构销售经理	0755-83711905	songweiying@hcq.com
	刁建楠	机构销售经理	0755-88283039	diaojiannan@hcq.com
	郭佳	机构销售经理	0755-82871425	guojia@hcq.com
	余洋	机构销售经理	0755-83186870	yuyang1@hcq.com
上海	魏媛红	机构销售总监	021-50589152	weiyuanhong@hcq.com
	王维昌	机构销售经理	021-50111907	wangweichang@hcq.com
	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	liyinyin@hcq.com
	吴丽平	机构销售经理	021-50581878	wuliping@hcq.com
	晏宗飞	机构销售经理	021-50157561	yanzongfei@hcq.com
	熊俊	机构销售经理	021-50157561	xiongjun@hcq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编:100033
传真:010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融大厦 6 楼 A 单元
邮编:518038
传真:0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编:200122
传真:021-50583558