

2013年12月29日

证券研究报告·公司研究·化工

增持(维持)

当前价: 13.3元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

S佳通(600182)动态跟踪报告

原材料价格低迷盈利能力提升

投资要点

- 公司是我国轮胎行业龙头企业之一,盈利能力和经营效率在轮胎上市公司中处于领先水平。S佳通是我国轮胎行业龙头企业之一,大股东佳通轮胎始创于新加坡,是全球最大的轮胎制造商之一。2013年前三季度,S佳通的营业收入为34.80亿元,同比增加12.29%,归属上市公司股东的净利润2.04亿元,同比增加了77.98%。S佳通的毛利率、净利率、净资产收益率和存货周转率等指标,均处于可比公司的领先水平,显示了公司的盈利能力和经营效率较高。
- 天然橡胶价格处于低位,有利于轮胎行业盈利提升。2005-2008年,天然橡胶生产国协会(ANRPC)大举增加天然橡胶的种植面积,2012-2015年,这些新种植的天然橡胶将相继进入开割期,未来三年天然橡胶的供应量将逐步增加,充足的供应将导致天然橡胶价格长期处于低位,有助于轮胎行业盈利提升。预计2013-2015年,轮胎企业毛利率仍将保持在较高水平。
- 公司外销占比最高,将受益于美国特保案到期。在外销出口方面,S佳通具有明显的优势。一方面,S佳通依托佳通集团覆盖全球的营销、服务网络,已与知名国际汽车生产商建立了配套合作关系,公司轮胎远销北美、欧洲、中东等地区。另一方面,公司控股的福建佳通地理位置优越,临近港口,海陆交通便利,也有利于公司轮胎向海外市场销售。以外销占营业收入的比例看,S佳通大幅高于其他轮胎公司,2013年上半年,S佳通出口占营业收入的比重为71.51%。2012年9月,为期三年的美国轮胎特保案到期。美国一向是我国轮胎的出口大国,随着美国特保案的到期,以及美国经济的温和复苏,预计我国轮胎的出口形势将好转,将对S佳通构成利好。
- 估值与评级: 预计公司2013-2015年EPS分别为0.91元、0.99元、1.06元,对应动态PE分别为14.69倍、13.51倍、12.61倍,公司多项盈利和运营指标为行业领先,品牌和技术优势明显,给予“增持”评级。
- 风险提示: 原材料价格大幅波动的风险; 国际轮胎贸易壁垒的风险; 轮胎企业产能扩张超预期的风险。

指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	4282.72	4796.64	5084.44	5389.51
增长率	-11.10%	12.00%	6.00%	6.00%
归属母公司净利润(百万元)	183.04	307.76	334.75	358.73
增长率	138.71%	68.14%	8.77%	7.16%
每股收益EPS(元)	0.538	0.905	0.985	1.055
净资产收益率ROE	23.31%	28.16%	23.44%	20.08%
PE	24.71	14.69	13.51	12.61
PB	5.76	4.14	3.17	2.53

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华

执业证号: S1250513070003

电话: 023-63786519

邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 朱会振

执业证号: S1250513110001

电话: 023-63786049

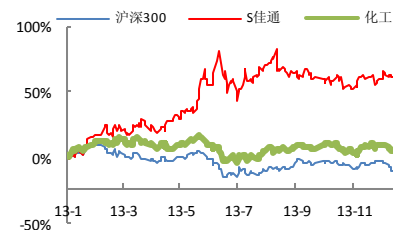
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

研究助理: 李晓迪

电话: 010-57631196

邮箱: lxd@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	3.4
流通A股(亿股)	1.7
52周内股价区间(元)	7.72-14.98
总市值(亿元)	45.22
总资产(亿元)	38.20
每股净资产(元)	2.75

相关研究

1. S佳通(600182): 轮胎产销回暖, 毛利率大幅提升 (2013-10-31)

目 录

一、公司基本情况简介.....	1
二、公司盈利和运营情况为行业领先	2
三、天然橡胶价格处于低位，有利于轮胎行业盈利提升.....	3
四、公司外销占比最高，将受益于美国特保案到期.....	5
五、投资评级.....	6
六、风险提示	6

插图目录

图 1: S 佳通与实际控制人之间的产权及控制关系图.....	1
图 2: 公司营业收入及同比增速.....	1
图 3: 公司净利润及同比增速.....	1
图 4: S 佳通单季度营业收入和毛利率.....	2
图 5: 轮胎上市公司单季度净利率对比.....	2
图 6: 轮胎上市公司 ROE 对比.....	3
图 7: 轮胎上市公司存货周转率对比.....	3
图 8: 轮胎原材料成本构成.....	3
图 9: 天然橡胶价格走势.....	4
图 10: 青岛保税区橡胶库存位于高位.....	4
图 11: 轮胎上市公司毛利率提升.....	5
图 12: 轮胎上市公司出口占收入的比例对比.....	5
图 13: 2012 年我国轿车轮胎主要出口国家.....	6
图 14: 2012 年我国卡客车轮胎主要出口国家.....	6

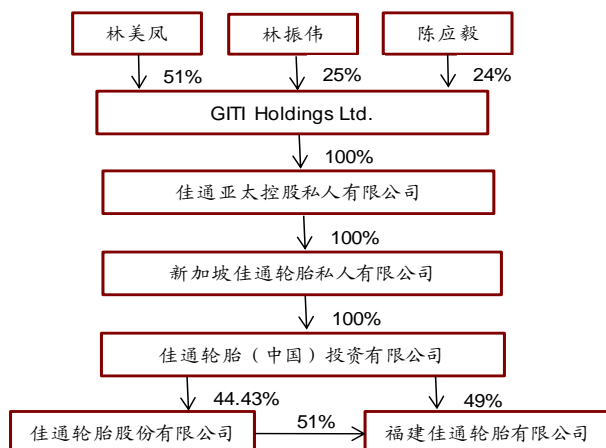
表格目录

表 1: 天然橡胶新增种植面积（千公顷）.....	3
表 2: 盈利预测表（百万元）.....	7

一、公司基本情况简介

S 佳通的第一大股东是佳通轮胎(中国)投资有限公司。佳通轮胎始创于新加坡,是全球最大的轮胎制造商之一,2012 年度全球轮胎企业排名为第 14 位。2012 年,佳通轮胎销售额为 170 亿元,营业利润为 9.76 亿元,2009 年至 2012 年的年均复合增长率为 15.6%。

图 1: S 佳通与实际控制人之间的产权及控制关系图

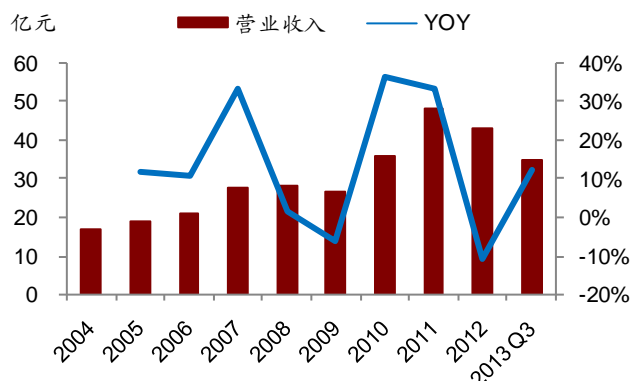


数据来源: 公司公告, 西南证券

佳通轮胎在中国建设了安徽佳通、福建佳通、重庆佳通、银川佳通、桦林佳通 5 大生产基地、共 7 家轮胎生产工厂, 分别位于中国东部、西南、西北及东北地区, 形成了战略性布局, 日均轮胎产能达 140,700 条。

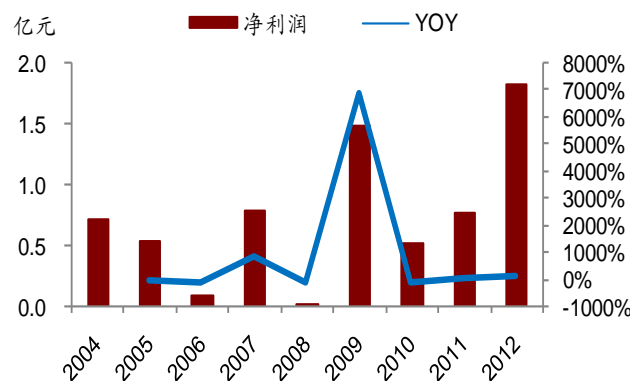
2013 年前三季度, S 佳通的营业收入为 34.80 亿元, 同比增加 12.29%, 归属上市公司股东的净利润 2.04 亿元, 同比增加了 77.98%。近年来 S 佳通的营业收入占佳通轮胎的比例呈上升趋势, 目前 S 佳通的营业收入占佳通轮胎的 25% 左右。

图 2: 公司营业收入及同比增速



数据来源: Wind, 西南证券

图 3: 公司净利润及同比增速



数据来源: Wind, 西南证券 (注: 08 年由于金融危机以及人民币升值造成汇兑损失, 净利润大幅下降。09 年由于天胶价格下降盈利提升, 相比 08 年的低基数, 09 年净利润增速大幅提升。)

二、公司盈利和运营情况为行业领先

2011年上半年，受天然橡胶价格高位的影响，S佳通的毛利率处于较低水平，随后随着天然橡胶价格的下跌，毛利率逐步回升。2013年前三季度，S佳通毛利率为22.99%，是我国轮胎类上市公司中最高的。

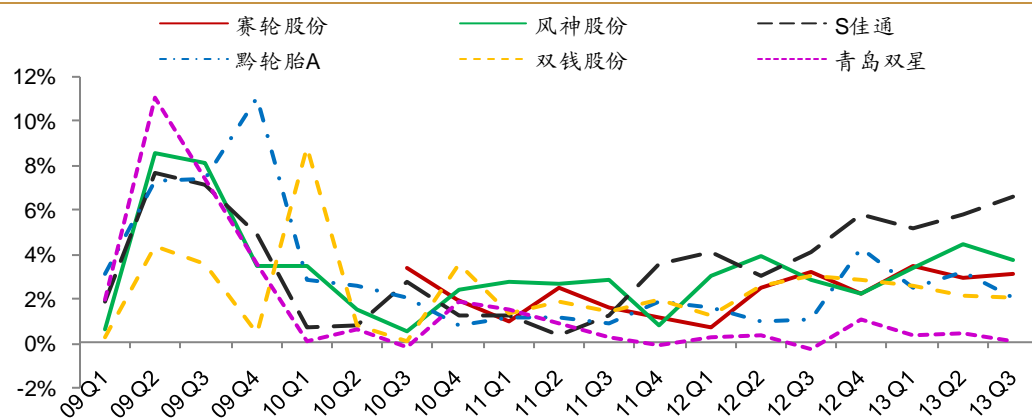
图 4：S佳通单季度营业收入和毛利率



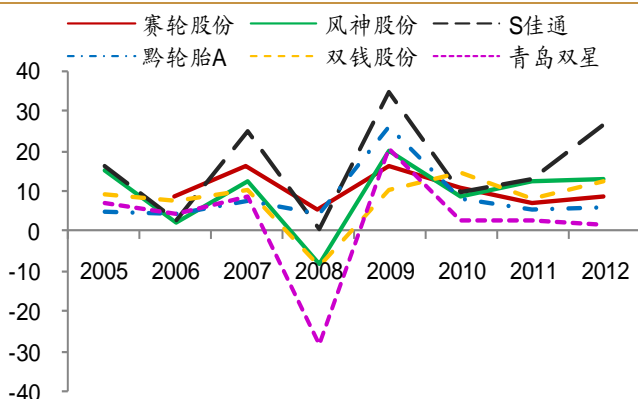
数据来源：Wind, 西南证券

S佳通的净利率、净资产收益率和存货周转率等指标，均处于可比公司的领先水平，显示了公司的盈利能力和经营效率较高。

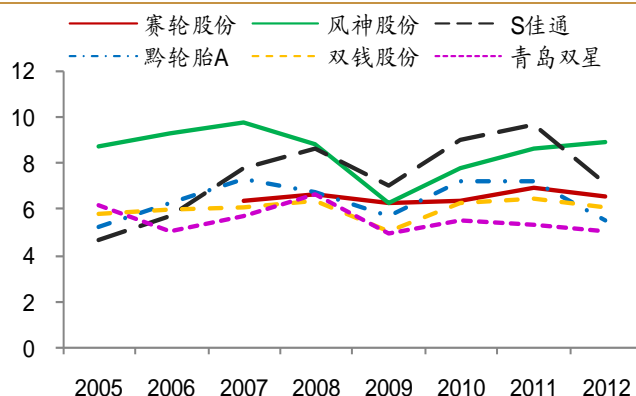
图 5：轮胎上市公司单季度净利率对比



数据来源：Wind, 西南证券

图 6：轮胎上市公司 ROE 对比


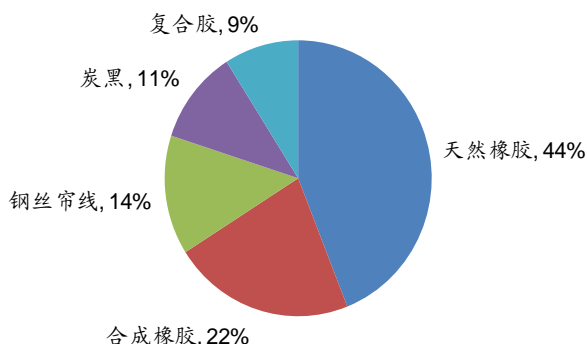
数据来源: Wind, 西南证券

图 7：轮胎上市公司存货周转率对比


数据来源: Wind, 西南证券

三、天然橡胶价格处于低位，有利于轮胎行业盈利提升

轮胎生产的主要原材料有天然橡胶、合成橡胶、钢丝帘线材料以及炭黑、橡胶助剂等，原材料成本占了轮胎生产成本的 70% 左右，其中天然橡胶占比最大，占原材料成本的 30%-40%，其次为合成橡胶，约占原材料成本的 20%-30%，因此天然橡胶和合成橡胶的供应情况和价格波动，对轮胎企业的生产经营有较大的影响。

图 8：轮胎原材料成本构成


数据来源: 西南证券

2005 年至 2008 年，天然橡胶生产国协会（ANRPC）大举增加天然橡胶的种植面积，4 年间新增面积达到 139 万公顷。考虑天然橡胶的成熟期因素，在 2012 年至 2015 年，这些新种植的天然橡胶将相继进入开割期，未来三年天然橡胶的供应量将逐步增加。

表1：天然橡胶新增种植面积（千公顷）

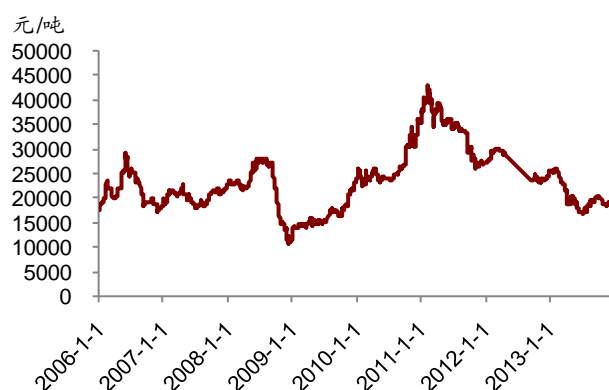
国家	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
柬埔寨	0.0	0.0	0.0	9.2	18.8	24.8	28.1	37.2	25.6	38.0
中国	36.4	40.4	44.3	58.2	65.1	49.1	39.0	49.0	50.0	40.0
印度	7.0	12.8	17.1	21.5	22.8	30.2	25.5	25.0	23.0	24.0
印度尼西亚	0.0	14.0	17.4	67.0	67.3	10.5	10.5	10.5	11.0	10.0

国家	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
马来西亚	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.0	0.0	3.0	8.3	16.5
菲律宾	0.2	1.2	1.6	16.3	22.0	15.7	7.9	13.0	25.7	19.8
斯里兰卡	0.7	0.7	1.0	1.9	2.0	2.6	3.1	1.4	3.0	2.5
泰国	32.9	58.1	122.6	109.6	161.4	221.2	50.0	25.0	0.0	0.0
越南	13.0	13.6	29.9	40.5	35.1	77.2	54.9	74.5	87.5	79.3
合计	90.2	140.8	233.9	324.2	394.5	437.3	219.0	238.6	234.1	230.1

数据来源: Wind, 西南证券

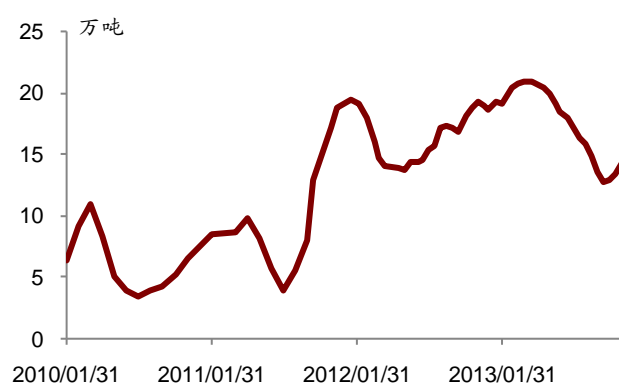
充足的供应将导致天然橡胶价格长期处于低位。天然橡胶的价格自 2011 年起高位回落, 进入下降通道。2013 年以来, 天然橡胶的价格从年初的 2.48 万元/吨, 下降到目前的 1.81 万元/吨, 下降幅度为 27%。从目前的供需及库存情况来看, 预计 2014 年上半年天然橡胶价格难以大幅上涨。

图 9: 天然橡胶价格走势



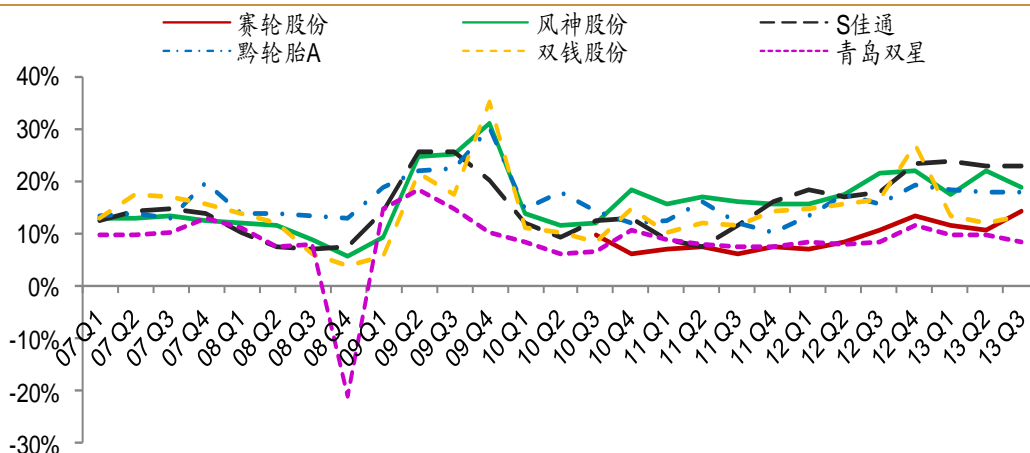
数据来源: Wind, 西南证券

图 10: 青岛保税区橡胶库存位于高位



数据来源: Wind, 西南证券

天然橡胶处于价格低位, 则有利于轮胎行业盈利能力的提升。从历史数据看, 轮胎生产企业的毛利率和天然橡胶价格呈现负相关性, 2009 年天然橡胶价格处于低位时, 轮胎企业的毛利率达到了历史高位, 2010 年随着天然橡胶价格的复苏, 轮胎企业的毛利率下降, 2011 年天然橡胶价格进入下降通道后, 轮胎企业的毛利率开始回升, 预计 2013-2015 年, 毛利率仍将保持在较高水平。

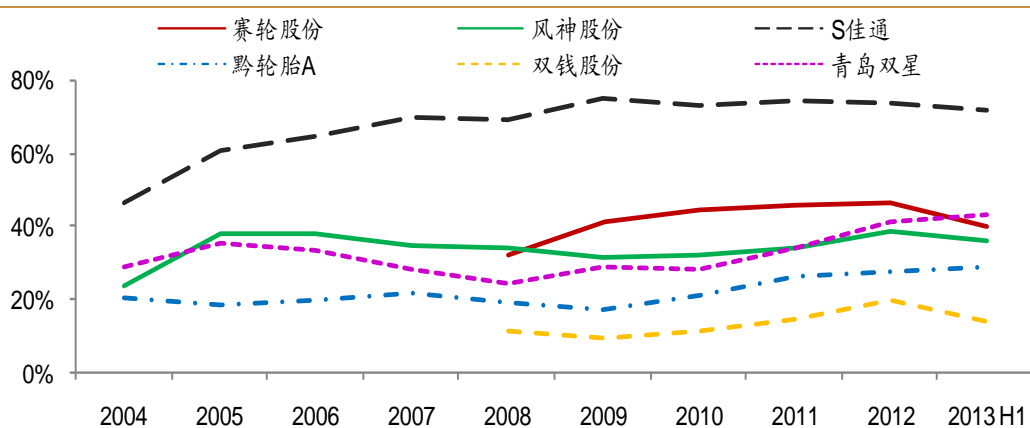
图 11: 轮胎上市公司毛利率提升


数据来源: 赛轮股份招股说明书, 西南证券

四、公司外销占比最高, 将受益于美国特保案到期

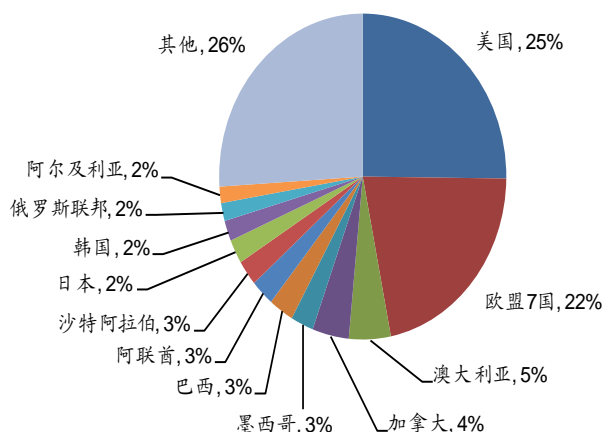
以外销占营业收入的比例看, S 佳通是最高的, 并长期大幅高于其他公司, 2013 年上半年, S 佳通出口占营业收入的比重为 71.51%。

在外销出口方面, S 佳通具有明显的优势。一方面, S 佳通依托佳通集团覆盖全球的营销、服务网络, 及自身的品牌优势, 已与知名国际汽车生产商建立了配套合作关系, 公司轮胎远销北美、欧洲、中东等地区。另一方面, 公司控股的福建佳通位于我国东南沿海, 地理位置优越, 临近港口, 海陆交通便利, 也有利于公司轮胎向海外市场销售。

图 12: 轮胎上市公司出口占收入的比例对比


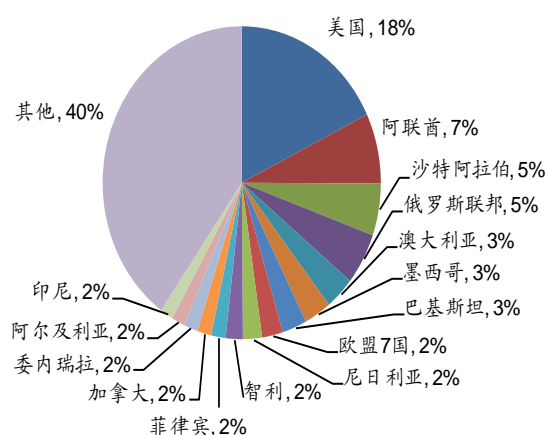
数据来源: Wind, 西南证券

从我国轮胎的出口地区来看, 美国是我国轿车胎第一出口大国, 其次为欧盟 7 国 (英国、德国、荷兰、比利时、意大利、西班牙和法国)。2012 年, 美国占我国轿车胎出口市场的 25%, 欧盟 7 国约占我国轿车胎出口市场的 22%。

图 13：2012 年我国轿车轮胎主要出口国家


数据来源：中国橡胶工业协会，西南证券

美国也是我国卡客车胎第一出口国，占比 18%。第二名则是阿联酋，占 7%。我国对欧盟的卡客车胎出口很少，占总出口 2% 左右，但出口数量非常稳定。

图 14：2012 年我国卡客车轮胎主要出口国家


数据来源：中国橡胶工业协会，西南证券

2012 年 9 月，为期三年的美国轮胎特保案到期。美国一向是我国轮胎的出口大国，随着美国特保案的到期，以及美国经济的温和复苏，将对 S 佳通构成利好。

五、投资评级

我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.91 元、0.99 元、1.06 元，对应动态 PE 分别为 14.69 倍、13.51 倍、12.61 倍，公司多项盈利和运营指标为行业领先，品牌和技术优势明显，我们给予公司“增持”评级。

六、风险提示

天然橡胶等原材料价格大幅波动的风险；国际轮胎贸易壁垒的风险；轮胎企业产能扩充超预期的风险。

表 2: 盈利预测表 (百万元)

资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	281.51	378.45	703.48	1197.87	营业收入	4282.72	4796.64	5084.44	5389.51
应收和预付款项	1726.64	1799.86	1939.00	2024.20	营业成本	3468.52	3693.41	3915.02	4149.92
存货	533.40	552.90	598.58	621.98	营业税金及附加	23.90	13.69	14.51	15.38
其他流动资产	0.18	0.00	0.00	0.00	营业费用	112.48	136.70	137.28	145.52
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	98.81	76.75	91.52	97.01
投资性房地产	8.92	7.84	6.76	5.69	财务费用	99.13	74.48	53.94	46.82
固定资产和在建工程	1324.55	1425.96	1520.70	1608.77	资产减值损失	2.57	2.00	2.00	2.00
无形资产和开发支出	24.64	30.25	34.87	38.49	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	13.30	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	3913.14	4195.26	4803.39	5497.00	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	640.93	440.93	340.93	240.93	营业利润	477.31	799.61	870.17	932.86
应付和预收款项	501.39	570.55	622.31	712.52	其他非经营损益	4.28	5.00	5.00	5.00
长期借款	388.00	378.00	378.00	378.00	利润总额	481.59	804.61	875.17	937.86
其他负债	801.97	621.47	621.47	621.47	所得税	120.70	201.15	218.79	234.46
负债合计	2332.29	2010.95	1962.71	1952.92	净利润	360.88	603.46	656.38	703.39
股本	340.00	340.00	340.00	340.00	减: 少数股东损益	177.85	295.69	321.62	344.66
资本公积	1.20	1.20	1.20	1.20	归属母公司股东净利润	183.04	307.76	334.75	358.73
留存收益	444.13	751.89	1086.64	1445.37					
归属母公司股东权益	785.32	1093.09	1427.84	1786.57	现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	795.53	1091.22	1412.84	1757.51	经营性现金净流量	473.67	734.68	675.22	837.46
股东权益合计	1580.85	2184.31	2840.68	3544.08	投资性现金净流量	-146.06	-206.25	-206.25	-206.25
负债和股东权益合计	3913.14	4195.26	4803.39	5497.00	筹资性现金净流量	-127.95	-264.48	-143.94	-136.82
					现金流量净额	199.66	263.96	325.03	494.40

数据来源: 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：（023）63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：（010）57631234
邮箱：research@swsc.com.cn