

整合效果初现，赛轮进入高速发展期

2014年4月1日

强烈推荐/维持

赛轮股份

年报点评

——赛轮股份（601058）年报点评

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：

赛轮发布年报，公司实现营业收入80.2亿元，同比增长13.4%；实现归属于上市公司股东的净利润2.45亿元（EPS为0.65元），同比增长52.7%。每10股派发2.0元现金红利，公司连续3年分红金额占净利润的比例都超过35%。公司收购的沈阳和平（100%股权）实现净利润9760万元，金宇实业（49%股权）实现净利润1.54亿元，显示出良好的盈利能力。

公司财务指标

指标	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4
营业收入（百万元）	2181	1818	2464	3386	3201	2648
增长率（%）	-3.5%	43.3%	16.3%	19.8%	15.4%	2.0%
毛利率（%）	9.7%	9.4%	11.4%	12.3%	12.1%	11.6%
期间费用率（%）	6.8%	10.7%	8.0%	7.2%	11.5%	14.5%
营业利润率（%）	3.6%	1.9%	3.9%	3.3%	3.3%	2.7%
净利润（百万元）	60	41	67	64	63	40
增长率（%）	7.4%	364.4%	458.6%	40.8%	10.2%	15.6%
每股盈利（元）	0.16	0.11	0.17	0.17	0.18	0.12
资产负债率（%）	70.9%	72.5%	73.7%	73.6%	72.8%	65.7%
净资产收益率（%）	1.210%	4.440%	3.16%	3.24%	3.06%	1.60%
总资产收益率（%）	1.31%	1.20%	1.58%	1.45%	1.54%	1.33%

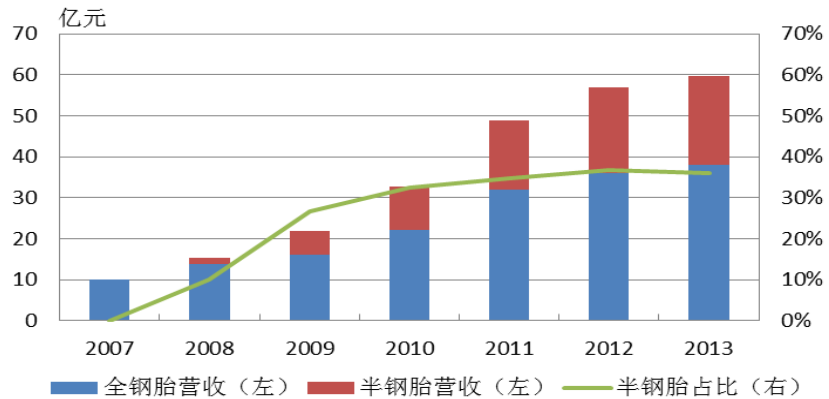
评论：

积极因素：

- 订单充足、成本下降，盈利能力稳定增长。**2013年公司实现轮胎销售1356万条，销量较2012年增长约300万条。其中子公司沈阳和平贡献约140条，公司自有半钢胎生产线增加产量约160万条。据了解，公司全年订单充足，开工率维持在90%左右。今年1季度公司依然维持了良好的生产和销售势头，公司计划2014年生产轮胎2900万条，产量较2013年有大幅提升，主要增量来自金宇实业和越南基地。公司即将完成对金宇实业剩余51%股权的收购，预计2014年金宇实业并表将贡献约1200万条半钢胎的产量。越南项目一期已经投产，设计产能“半钢胎300万条，工程胎1万吨”，预计全年可以新增150-200万条半钢胎产量。

中国橡胶工业协会轮胎分会的数据显示，2013年按轮胎产量排名，前10名分别为：中国佳通、中策集团、山东玲珑、中国正新、三角集团、金宇集团、赛轮公司、广州华南、中国米其林及江苏韩泰。随着赛轮与金宇实业完成合并，赛轮的产量规模有望跻身行业前五。我们看好公司发挥规模优势，未来几年依然保持收入、净利润快速增长。

图 1：2013 年赛轮股份轮胎业务收入规模约 60 亿元

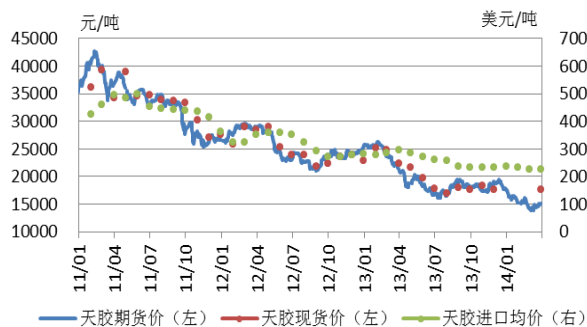


资料来源：东兴证券研究所

➤ **天胶价格依然疲软，轮胎业务毛利率上升。**2013年天胶价格处于下跌周期，年初报价约2.6万元/吨，年末跌至1.8万元/吨。得益于原料价格回落，公司轮胎业务的毛利率呈现逐季走高的趋势，2013年毛利率为16.1%，同比增加4.68个百分点。其中2013年下半年毛利达到17.9%，比2013年上半年提升3.6个百分点。

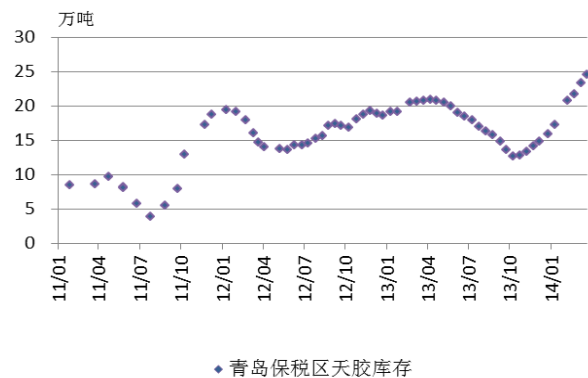
2014年天胶供应依然充足。今年初胶价一度跌破15000元/吨大关，一度导致越南、泰国等国家传出限制天胶出口的消息。青岛保税区天胶库存达到25万吨，较去年同期增加约5万吨，供应充足。综合分析，我们认为今年天胶价格仍将同比下降，预计降幅在10%左右。而欧美、以及国内的轮胎需求仍将保持增长。今年轮胎企业将继续处于较好的经营环境中。

图 2：天胶价格跌破 2 万元/吨



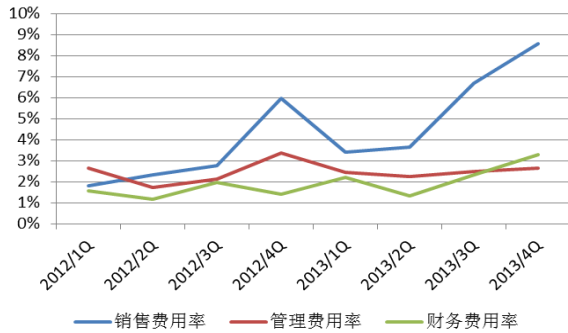
资料来源：CEIC

图 3：青岛保税区天胶库存处于高位

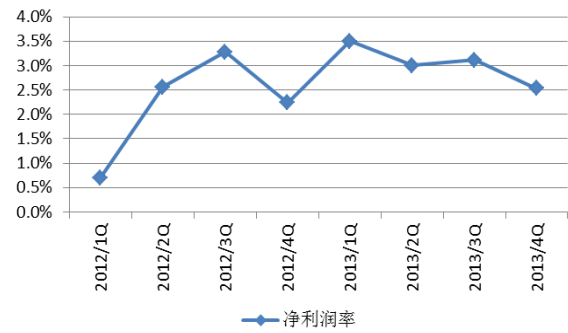


资料来源：Wind

虽然公司三项费用率上升较快，特别是销售费用率和财务费用率同比分别上升2.3个百分点和0.73个百分点。但公司的年度净利润率仍从2012年的2.25%上升至2.92%，显示了良好的发展势头。

图 4：销售费用率上升较多


资料来源：公司财报

图 5：净利润率同比上升


资料来源：公司财报

- **沈阳和平、金宇实业净利润超预期，显示整合进展顺利。** 去年初我们曾预计沈阳和平将实现净利润4500万元，金宇实业实现净利润1.2亿元。而最终沈阳和平和金宇实业的净利润分别为9760万元和1.5亿元。子公司业绩超预期，除了行业环境较好之外，也与收购后公司积极推进整合，共享采购渠道等整合措施有关。2014年金宇实业将并表，如果能维持去年的利润水平，并表将带来约7500万元左右的利润。
- **完成非公开发行，负债率回落。** 2013年公司完成了非公开发行，募集资金7.05亿元。资金注入使公司负债率降至65.7%，同比回落7.2个百分点。预计可减少4300万左右的财务费用。

消极因素：

- **公司后续投资项目较多，仍面临一定的资金压力。** 根据公司的规划，未来几年公司重点建设的项目包括越南二期，金宇实业新建1500万条半钢胎项目（金宇半钢胎二期）。其中越南二期投资规模约1.65亿美元，金宇的半钢胎项目投资规模预计在22亿元左右。金宇半钢胎二期依托一期的配套设施，建设进度较快，预计今年3、4季度将有产品下线，2015年中期有望全部建成。

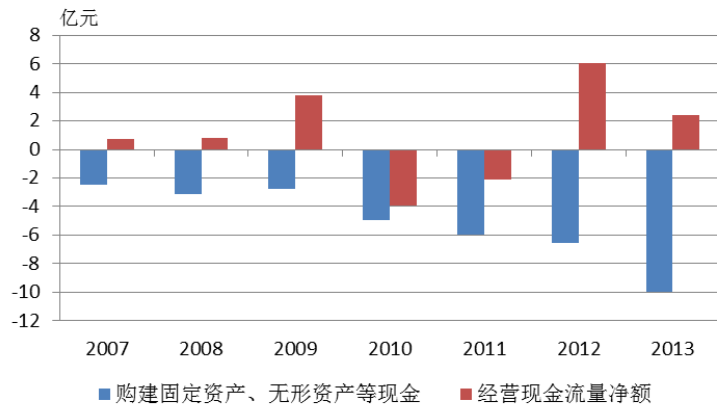
此外巨胎项目仍需要大量的资金投入。如果上述项目进展顺利，预计未来3-5年公司投资所需资金在40亿元左右。虽然近几年公司盈利能力不断提升，但依靠公司自身的利润积累将难以满足上述资金需求，未来公司依然需要通过银行或者资本市场融资，面临一定的资金压力。

表 1：公司未来主要投资项目

项目名称	项目投资（亿元）	规划产能
越南项目二期	1.65（美元）	480 万半钢胎，0.5 万吨全钢胎
金宇半钢胎二期	22	1500 万条半钢胎
巨胎项目	11	2 万条巨胎

资料来源：公司公告

图 6：固定资产投资支出逐年增长



资料来源：东兴证券研究所

- **轮胎行业盈利趋好，但行业投资冲动再现。**2013年轮胎行业盈利向好，行业中规模处于前列的企业都取得了不错的盈利，因此行业又出现了扩产的冲动。中策、玲珑等在东南亚投资建厂。中国轮胎商务网的数据显示，2014年轮胎行业将迎来一波投资高峰，预计将再新增全钢胎产能1500万条、半钢胎产能1亿条左右。预计到2014年底中国全钢胎总产能将达到1.65亿条、半钢胎产能达到6亿条左右，轮胎行业将出现结构性过剩局面，竞争将更加激烈。部分规模较小，产品结构单一的轮胎企业将逐渐被市场淘汰。

盈利预测和投资建议：

过去2年公司收入规模和净利润保持了快速平稳的增长。公司借助资本市场通过并购和自建产能实现了规模的快速扩张，预计2014年产量将达到2900万条，产销规模有望跻身行业前五。预计2014年天胶等原材料价格仍处于低位，轮胎企业将处于较好的盈利环境中。另外金宇实业并表将增厚公司净利润约7500万元。预计公司2014-2015年EPS分别为0.81元和1.02元。继续给予公司“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2011A	2012A	2013	2014E	2015E		2011A	2012A	2013	2014E	2015E
流动资产合计	2790	3791	4019	4548	4104	营业收入	6390	7075	8022	11699	11050
货币资金	533	1160	1204	737	483	营业成本	5954	6382	6989	9972	9261
应收账款	1259	1524	1838	2316	2232	营业税金及附加	2	13	21	29	28
其他应收款	13	14	32	35	38	营业费用	117	229	444	655	619
预付款项	233	511	499	606	650	管理费用	130	173	195	287	271
存货	817	999	1107	1496	1389	财务费用	60	108	181	292	276
其他流动资产						资产减值损失	11.17	12.15	13.68	0.00	0.00
非流动资产合计	1950	3449	4297	5307	6360	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	60	481	567	624.15	686.57	投资净收益	0.00	13.89	84.98	20.00	30.00
固定资产	1540.11	2218.31	3096.65	4205.25	5211.35	营业利润	116	171	263	484	626
无形资产	88	305	338	356	340	营业外收入	14.48	13.64	30.77	20.89	20.89
其他非流动资产	0	0	0	121	122	营业外支出	1.09	0.72	6.49	20.00	30.00
资产总计	4741	7239	8316	9855	10464	利润总额	129	184	288	484	617
流动负债合计	2804	4382	4162	5049	4872	所得税	24	25	53	87	111
短期借款	1669	2656	2554	2554	2554	净利润	105	159	234	397	506
应付账款	1059	1631	1352	2493	2315	少数股东损益	0	0	0	37	50
预收款项	42	59	66	40	60	归属母公司净利润	105	160	245	360	456
一年内到期的非流	119	0	46	303	504	EBITDA	2252	1336	1940	2627	3854
非流动负债合计	98	869	1305	1554	1809	EPS (元)	0.28	0.42	0.65	0.81	1.02
长期借款	90	45	435	536	590	主要财务比率					
应付债券	0	713	715	715	715		2011A	2012A	2013	2014E	2015E
负债合计	2902	5251	5467	6603	6681	成长能力					
少数股东权益	0	27	15	52	102	营业收入增长	57.8%	10.7%	13.4%	45.8%	-5.5%
实收资本(或股本)	378	378	445	445	445	营业利润增长	-6.9%	47.7%	53.8%	83.7%	29.4%
资本公积	1076	1076	1713	2770	3225	归属于母公司净利润	92.7%	152.7%	152.8%	147.1%	126.5%
未分配利润	2027	2596	2970	3544	4390	获利能力					
归属母公司股东权	1839	1961	2834	3215	3671	毛利率(%)	8%	10%	12%	15%	14%
负债和所有者权益	4741	7239	8316	9855	10464	净利率(%)	2%	2%	3%	3%	4%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)		2%	2%	3%	4%
	2011A	2012A	2013	2014E	2015E	ROE(%)	6%	8%	9%	11%	12%
经营活动现金流	-211	604	239	519	798	偿债能力					
净利润	105	160	245	360	456	资产负债率(%)	61%	73%	66%	67%	64%
折旧摊销	158.52	152.22	186.24	252.32	312.68	流动比率	1.00	0.87	0.97	0.90	0.84
财务费用	63	112	181	292	276	速动比率	0.64	0.61	0.73	0.60	0.56
应付帐款的变化	-87	-493	-414	932	-178	营运能力					
预收帐款的变化	-332	373	-113	-478	84	总资产周转率	1.35	0.98	0.96	1.19	1.06
投资活动现金流	-599	-1000	-1040	-1140	-1252	应收账款周转率	5	5	4	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.86	3.70	4.48	4.00	4.00
长期股权投资减少	0	0	9	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	14	85	20	30	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.42	0.65	0.81	1.02
筹资活动现金流	781	1029	871	111	201	每股净现金流(最新)	-0.07	1.69	0.19	-1.14	-0.57
应付债券增加	1669	2656	2554	2554	2554	每股净资产(最新摊)	4.87	5.19	6.41	7.22	8.24
长期借款增加	90	45	435	536	590	估值比率					
普通股增加	98	0	67	0	0	P/E	47.43	31.06	20.33	16.28	12.87
资本公积增加	525	0	638	360	456	P/B	2.71	2.54	2.05	1.82	1.60
现金净增加额	-27	627	44	-510	-253	EV/EBITDA	20.26	18.69	14.17	10.62	9.35

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 7 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。