



**谨慎
买入**

18% ↑

目标价格: 人民币 15.75
原目标价格: 人民币 13.30

601058.CH

价格: 人民币 13.36

目标价格基础: 20倍14年市盈率

板块评级: 增持

赛轮股份

1 季度净利润同比增长 51%

2014年1季度公司实现营业收入23.9亿元,同比增加30.9%;归属母公司净利润9,647万元,同比增加50.7%;实现每股收益为0.22元。2014年1季度公司综合毛利率为14.89%,同比提高3.71个百分点;同期净利率为4.05%,同比提高0.39个百分点。2014年1季度公司收入同比较大程度上涨,主要是由于合并报表范围增长;同期净利润涨幅超过收入涨幅,主要是由于公司毛利率提高。2014年1季度天然橡胶、顺丁橡胶、丁苯橡胶同比分别下跌36.5%、31.1%、25.6%,橡胶价格下降使得2014年1季度公司综合毛利率同比提高3.71个百分点。收购金宇实业完成后公司半钢胎产能超过2,000万条,后续可能继续收购金宇集团,这将增加公司产能规模。我们给予15.75元的目标价,维持谨慎买入评级。

支持评级的要点

- 公司收购金宇实业剩余股权已经完成,公司及金宇实业半钢子午胎的产能合计将达到约2,200万条,跃居内资行业前三,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。后续公司存在收购金宇集团旗下全钢胎资产的可能性。公司公告显示,公司2014年将继续投资建设金宇实业二期、赛轮越南二期及工程巨胎等项目。这些项目将为公司提供新的增长点。

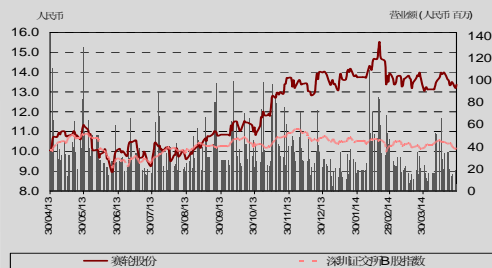
评级面临的主要风险

- 并购进度不达预期风险;产品及原材料价格波动超预期风险。

估值

- 我们预计公司2014-2016年的每股收益分别为0.79、1.04和1.30元,考虑到公司并购完成沈阳和平,正在融合金宇、投资越南轮胎,未来两年公司收入利润增速有望保持快速增长。我们给予公司2014年20倍的市盈率水平,目标价从15.30元上调为15.75元,维持谨慎买入评级。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(4.7)	(2.5)	(3.5)	32.9
相对新华富时A50指数	0.7	(2.9)	(0.3)	31.6

发行股数(百万)	445
流通股(%)	44
流通股市值(人民币百万)	2,613
3个月日均交易额(人民币百万)	30
净负债比率(%) (2013E)	70
主要股东(%)	
杜玉岱	7.45

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年4月29日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工

苏文杰

(8610) 6622 9389

wenjie.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511050001

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币百万)	7,075	8,022	9,890	12,334	15,000
变动(%)	11	13	23	25	22
净利润(人民币百万)	160	245	351	463	579
全面摊薄每股收益(人民币)	0.360	0.550	0.787	1.039	1.299
变动(%)	52.7	52.8	43.2	31.9	25.1
市场预期每股收益(人民币)			0.843	1.078	1.360
核心每股收益(人民币)	0.358	0.530	0.818	1.077	1.345
变动(%)	54.8	48.0	54.3	31.6	24.9
全面摊薄市盈率(倍)	37.1	24.3	17.0	12.9	10.3
核心市盈率(倍)	37.3	25.2	16.3	12.4	9.9
每股现金流量(人民币)	1.60	0.54	1.58	1.12	1.05
价格/每股现金流量(倍)	8.4	24.9	8.4	12.0	12.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.6	13.8	9.3	8.0	6.8
每股股息(人民币)	0.179	0.403	0.200	0.200	0.200
股息率(%)	1.3	3.0	1.5	1.5	1.5

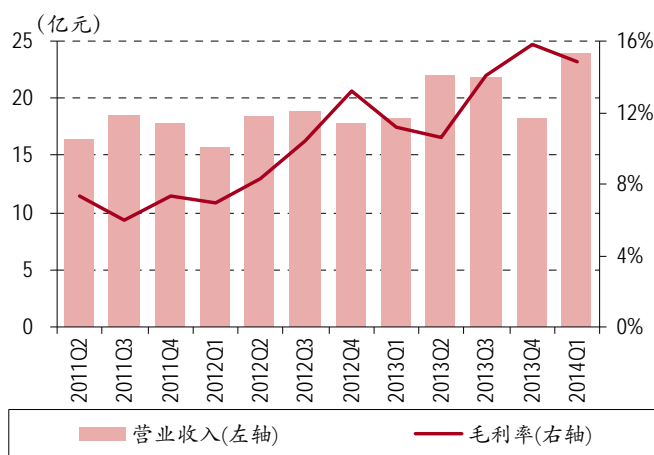
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2014年1季度经营情况分析

2014年1季度公司实现营业收入23.9亿元，同比增加30.9%；归属母公司净利润9,647万元，同比增加50.7%；实现每股收益为0.22元。2014年1季度公司综合毛利率为14.89%，同比提高3.71个百分点；同期净利率为4.05%，同比提高0.39个百分点。

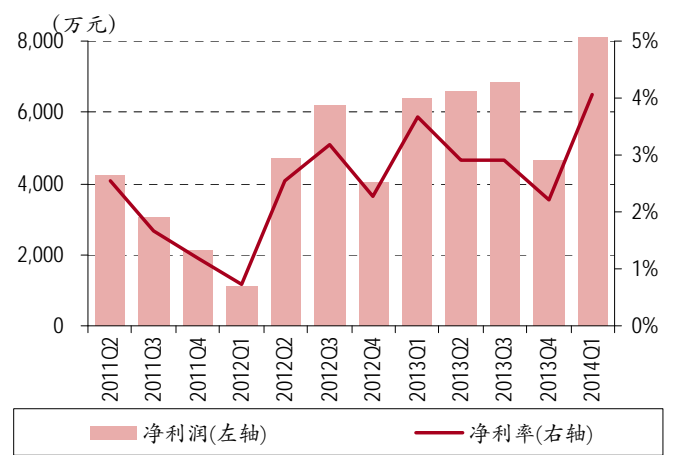
2014年1季度公司收入同比较大幅度上涨，主要是由于合并报表范围增长；同期净利润涨幅超过收入涨幅，主要是由于公司毛利率提高。2014年1季度天然橡胶、顺丁橡胶、丁苯橡胶同比分别下跌36.5%、31.1%、25.6%，橡胶价格下降使得2014年1季度公司综合毛利率同比提高3.71个百分点。

图表1.分季度收入、毛利率情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

图表2.分季度净利润、净利率情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

收购金宇实业完成，半钢胎产能超过2,000万条

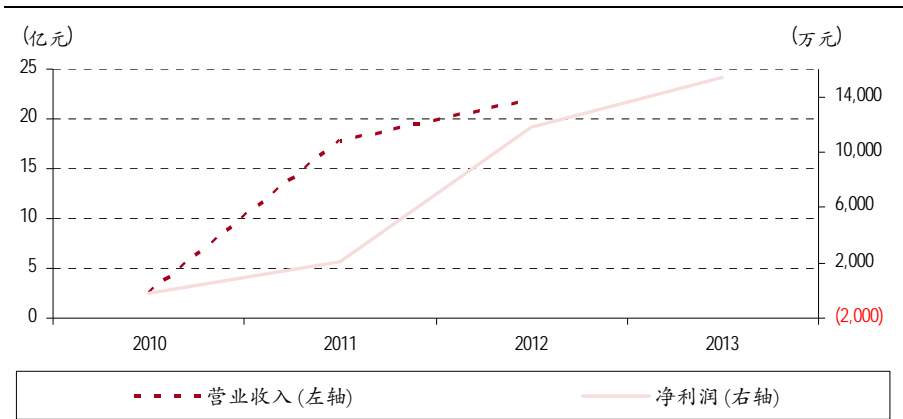
2013年6月1日，赛轮股份发布《2013年度非公开发行股票预案(修订版)》公告，公司拟非公开发行股票收购金宇实业剩余51%的股权，拟收购价格为22,185万元。2014年1月13日，公司已向金宇实业原股东金宇轮胎集团有限公司支付股权收购款22,185万元。

金宇实业于2009年7月投产，主要生产和销售半钢子午线轮胎，2010年5月产能达到365万条，2011年3月产能达到730万条，2012年2月产能达到1,200万条。随着产能增加，金宇实业收入从2010年的2.49亿元提高到2012年的22.08亿元，净利润从2010年的-203万元提高到2013年的1.54亿元。

公司及金宇实业半钢子午胎的产能合计将达到约2,200万条，而2012年内资品牌中仅有两家企业半钢子午胎的产量超过2,000万条，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。

公司公告显示，公司2014年将继续投资建设金宇实业二期、赛轮越南二期及工程巨胎等项目。这些项目将为公司提供新的增长点。

图表 3. 金宇实业近几年收入、利润情况



资料来源：中银国际研究

另外，金宇集团下面的山东金宇轮胎有限公司拥有全钢子午胎产能 300 万条，未来或许也将融合到赛轮股份。2011 年山东金宇全钢载重子午胎产量为 270 万条，赛轮股份为 224 万条，产量分别位居全国第 11、13 位，如果二者融合，二者加起来 2011 年全钢载重子午胎将达到 494 万条，将跃居全国第 4 位。

如果赛轮股份能够和山东金宇融合，另外沈阳金宇和越南项目扩产完成的话，那么赛轮股份半钢子午胎、全钢子午胎产能将从目前的 1,000 万条、350 万条扩张到未来的 2,500 万条、780 万条，这样公司的半钢子午胎、全钢子午胎产能都将跃居全国前 3 位，相当于再造一个赛轮。

公司估值

我们预计公司 2014-2016 年的每股收益分别为 0.79、1.04 和 1.30 元，按照 2014 年 4 月 29 日收盘价 13.36 元计算，2014-2016 年对应的动态市盈率分别为 17.0 倍、12.9 倍和 10.3 倍。考虑到公司并购完成沈阳和平，正在融合金宇、投资越南轮胎，未来两年公司收入利润增速有望保持快速增长。我们给予公司 2014 年 20 倍的市盈率水平，目标价上调为 15.75 元，维持 **谨慎买入** 评级。

图表 4.业绩摘要

(人民币, 百万)	2013 年 1 季度	2014 年 1 季度	同比变动(%)
一、营业总收入	1,826.5	2,390.5	30.9
营业收入	1,826.5	2,390.5	30.9
二、营业总成本	1,772.4	2,303.2	30.0
营业成本	1,622.2	2,034.6	25.4
营业税金及附加	3.4	0.2	(95.0)
销售费用	62.1	100.1	61.1
管理费用	44.4	108.8	144.9
财务费用	40.2	59.6	48.2
资产减值损失	0.0	0.1	
三、其他经营收益	17.9	(2.0)	(110.9)
公允价值变动净收益			
投资净收益	17.9	(2.0)	(110.9)
汇兑净收益			
四、营业利润	72.0	85.3	18.4
加: 营业外收入	6.5	23.8	266.3
减: 营业外支出	0.1	1.0	1,112.5
五、利润总额	78.4	108.1	37.8
减: 所得税	11.6	11.2	(3.5)
加: 未确认的投资损失			
六、净利润	66.8	96.9	45.0
减: 少数股东损益	2.8	0.4	(84.9)
归属于母公司所有者的净利润	64.0	96.5	50.7
七、每股收益:			
(一) 基本每股收益(元)	0.17	0.22	50.7
(二) 稀释每股收益(元)	0.17	0.22	50.7
主要指标(%)			
营业利润率	11.2	14.9	
息税前利润率	3.9	3.6	
净利润率	3.5	4.0	

资料来源: 公司数据、中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	7,075	8,022	9,890	12,334	15,000
销售成本	(6,382)	(6,989)	(8,513)	(10,680)	(13,018)
经营费用	(253)	(459)	(561)	(739)	(935)
息税折旧前利润	440	574	816	914	1,048
折旧及摊销	(163)	(201)	(190)	(198)	(205)
经营利润 (息税前利润)	277	373	626	716	842
净利息收入/(费用)	(108)	(181)	(186)	(136)	(118)
其他收益/(损失)	15	96	(12)	(16)	(20)
税前利润	184	288	428	564	705
所得税	(25)	(53)	(77)	(102)	(127)
少数股东权益	1	11	0	0	0
净利润	160	245	351	463	579
核心净利润	160	236	364	480	599
每股收益(人民币)	0.360	0.550	0.787	1.039	1.299
核心每股收益(人民币)	0.358	0.530	0.818	1.077	1.345
每股股息(人民币)	0.179	0.403	0.200	0.200	0.200
收入增长(%)	11	13	23	25	22
息税前利润增长(%)	48	35	68	15	18
息税折旧前利润增长(%)	25	30	42	12	15
每股收益增长(%)	53	53	43	32	25
核心每股收益增长(%)	55	48	54	32	25

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	184	288	428	564	705
折旧与摊销	163	201	190	198	205
净利息费用	108	181	186	136	118
运营资本变动	182	(298)	(17)	(295)	(426)
税金	(25)	(53)	(77)	(102)	(127)
其他经营现金流	(9)	(79)	(5)	(5)	(6)
经营活动产生的现金流	604	239	705	497	469
购买固定资产净值	(655)	(995)	(50)	(50)	(50)
投资减少/增加	(239)	(36)	0	0	0
其他投资现金流	(106)	(9)	5	5	5
投资活动产生的现金流	(1,000)	(1,040)	(45)	(45)	(45)
净增权益	0	705	0	0	0
净增债务	1,161	327	1,000	(500)	(500)
支付股息	(21)	(68)	(179)	(89)	(89)
其他融资现金流	(111)	(94)	(276)	(136)	(117)
融资活动产生的现金流	1,029	871	544	(725)	(706)
现金变动	632	70	1,204	(274)	(282)
期初现金	533	1,160	1,204	2,428	2,155
公司自由现金流	(393)	(829)	674	492	459
权益自由现金流	657	(654)	1,474	(185)	(194)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1,160	1,204	2,520	2,248	1,968
应收帐款	1,524	1,838	1,903	2,466	2,969
库存	1,107	978	1,365	1,686	1,988
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	3,791	4,019	5,788	6,401	6,926
固定资产	2,470	3,257	3,116	2,968	2,814
无形资产	340	373	373	373	373
其他长期资产	639	668	668	668	668
长期资产总计	3,449	4,297	4,157	4,009	3,855
总资产	7,239	8,316	9,945	10,410	10,780
应付帐款	1,690	1,418	1,852	2,440	2,816
短期债务	2,657	2,554	3,554	3,054	2,554
其他流动负债	36	189	97	95	93
流动负债总计	4,382	4,162	5,503	5,588	5,463
长期借款	758	1,150	1,150	1,150	1,150
其他长期负债	111	156	159	163	167
股本	378	445	445	445	445
储备	1,583	2,389	2,671	3,045	3,534
股东权益	1,961	2,834	3,116	3,490	3,980
少数股东权益	27	15	16	18	21
总负债及权益	7,239	8,316	9,945	10,410	10,780
每股帐面价值(人民币)	5.19	6.36	7.00	7.84	8.94
每股有形资产(人民币)	4.29	5.53	6.16	7.00	8.08
每股净负债/(现金)(人民币)	5.96	5.61	4.90	4.39	3.90

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.2	7.2	8.2	7.4	7.0
息税前利润率(%)	3.9	4.6	6.3	5.8	5.6
税前利润率(%)	2.6	3.6	4.3	4.6	4.7
净利率(%)	2.3	3.1	3.5	3.8	3.9
流动性					
流动比率(倍)	0.9	1.0	1.1	1.1	1.3
利息覆盖率(倍)	2.4	1.8	3.0	3.8	5.2
净权益负债率(%)	113.4	87.8	69.7	55.7	43.4
速动比率(倍)	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
估值					
市盈率(倍)	37.1	24.3	17.0	12.9	10.3
核心业务市盈率	37.3	25.2	16.3	12.4	9.9
目标价对应核心业务市盈率	43.9	29.7	19.3	14.6	11.7
盈率					
市净率(倍)	2.6	2.1	1.9	1.7	1.5
价格/现金流(倍)	8.4	24.9	8.4	12.0	12.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.6	13.8	9.3	8.0	6.8
周转率					
存货周转天数	60.2	54.4	50.2	52.1	51.5
应收帐款周转天数	71.8	76.5	69.0	64.6	66.1
应付帐款周转天数	72.0	70.7	60.4	63.5	63.9
回报率					
股息支付率(%)	42.2	73.2	25.4	19.3	15.4
净资产收益率(%)	8.4	10.2	11.8	14.0	15.5
资产收益率(%)	4.0	3.9	5.6	5.8	6.5
已运用资本收益率(%)	6.3	6.7	9.0	9.9	11.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371