

## 赛轮股份 (601058.SH)

## 橡胶行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

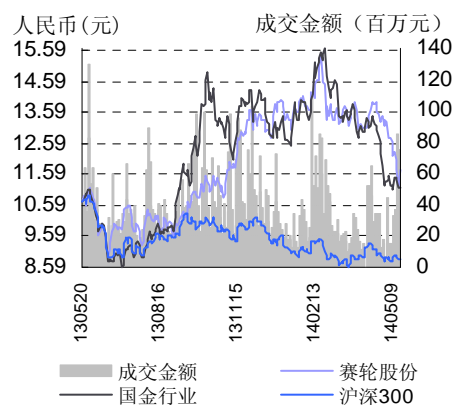
市价(人民币): 11.74元

## 越南暴乱不影响公司长期投资价值

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

|                |            |
|----------------|------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 195.62     |
| 总市值(百万元)       | 5,229.00   |
| 年内股价最高最低(元)    | 15.44/8.88 |
| 沪深 300 指数      | 2145.95    |
| 上证指数           | 2026.50    |



## 相关报告

1. 《业绩超预期,公司经营持续发力》, 2014.5.5
2. 《打造以品质和效率为核心的国际化胎企》, 2014.3.31
3. 《毛利率上升,品牌议价力初现》, 2013.10.31

**周思捷** 分析师 SAC 执业编号: S1130514040001  
(8621)60230247  
zhousijie@gjzq.com.cn

**蒋明远** 分析师 SAC 执业编号: S1130512040003  
(8621)60230216  
jiangmingyuan@gjzq.com.cn

**刘波** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030010  
(8621)60230215  
liubo@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2012   | 2013   | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.420  | 0.650  | 0.888  | 1.141  | 1.513  |
| 每股净资产(元)    | 5.19   | 6.36   | 7.72   | 8.57   | 9.89   |
| 每股经营性现金流(元) | 1.60   | 0.54   | 1.05   | 2.21   | 2.93   |
| 市盈率(倍)      | 19.57  | 21.64  | 15.43  | 12.01  | 9.06   |
| 行业优化市盈率(倍)  | 47.73  | 67.32  | 65.69  | 65.69  | 65.69  |
| 净利润增长率(%)   | 39.49% | 67.25% | 61.51% | 28.53% | 32.55% |
| 净资产收益率(%)   | 7.46%  | 8.64%  | 9.99%  | 11.56% | 13.29% |
| 总股本(百万股)    | 378.00 | 378.00 | 445.40 | 445.40 | 445.40 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **越南暴乱对公司海外工厂影响较小:** 近期越南爆发反华暴乱, 多家大陆及港台企业被暴徒冲击, 我国已有 1 人死亡百人受伤。市场传言公司越南工厂遭到暴徒毁坏, 因而引发股价连续下跌。经我们向公司核实, 越南工厂本身尚处于试生产阶段, 开工率较低, 在得知暴乱消息后已主动选择停产检修, 并未遭到毁坏, 且公司在设厂之初即购买了保险, 一旦受损可获得赔偿。越南政府已采取措施逮捕暴徒, 暴乱有望在短期内结束, 且公司的目标客户不在越南而在欧美, 因此并不存在遭越南客户抵制的问题, 公司股价下跌应为错杀。
- **公司在半钢胎上的布局将逐渐得到认可:** 近期市场对半钢胎国产品牌的关注度有所提高。我们认为, 公司是业内半钢胎经营最为成熟的企业之一, 其高端品牌 Atrezzo、Terramax 等均已进入欧美主流市场, 在国际轮胎评测网站上均可找到赛轮产品的相关信息。公司收购了英国和北美的经销商, 其品牌和渠道布局领先国内同行, 其新款轮胎发布也获得了国外媒体的关注。随着经济增速下行, 周期品属性较强的全钢胎整体发展前景不容乐观, 而消费品属性较强的半钢胎市场的稳定增长已有所显露。公司管理层极具战略眼光, 5 年前即开始将重心转移到半钢胎建设, 并购金宇后目前半钢产能已进入全国前三, 增发项目 1500 条大轮毂半钢胎也顺应了全球轮胎市场的需求趋势, 我们将在后续报告中继续阐述该项目的前瞻性。长远看, 公司在品牌和服务上的布局有望使“赛轮”成为全球知名的中国轮胎品牌。
- **连续增持彰显高管对公司的信心:** 公司于 5 月 14、16 日连续两次公告, 董事长、副董事长、董秘配偶共计增持 50 万股。公司高管连续公告增持, 对公司长期价值具有充分信心。

## 投资建议

- 公司一季报净利润增长 51%, 毛利率稳定在 15% 的历史高位, 我们认为公司盈利能力的上升趋势已经开始显现, 上调公司 2014~16 年盈利预测至 0.888、1.141、1.513 元/股, “买入”评级。

## 风险提示

- 越南动乱进一步扩大; 行业景气程度降低; 天胶价格大幅反弹

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元)        |               |               |               |                |                |                | 资产负债表 (人民币百万元)  |              |              |              |               |               |               |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
|                     | 2011          | 2012          | 2013          | 2014E          | 2015E          | 2016E          |                 | 2011         | 2012         | 2013         | 2014E         | 2015E         | 2016E         |
| <b>主营业务收入</b>       | <b>6,390</b>  | <b>7,075</b>  | <b>8,022</b>  | <b>12,605</b>  | <b>14,535</b>  | <b>15,960</b>  | 货币资金            | 533          | 1,160        | 1,204        | 998           | 901           | 912           |
| 增长率                 |               | 10.7%         | 13.4%         | 57.1%          | 15.3%          | 9.8%           | 应收款项            | 1,025        | 1,013        | 1,339        | 1,920         | 2,214         | 2,431         |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-5,954</b> | <b>-6,382</b> | <b>-6,989</b> | <b>-10,955</b> | <b>-12,538</b> | <b>-13,619</b> | 存货              | 999          | 1,107        | 978          | 1,651         | 1,889         | 2,052         |
| %销售收入               | 93.2%         | 90.2%         | 87.1%         | 86.9%          | 86.3%          | 85.3%          | 其他流动资产          | 233          | 511          | 499          | 769           | 880           | 955           |
| <b>毛利</b>           | <b>436</b>    | <b>693</b>    | <b>1,033</b>  | <b>1,650</b>   | <b>1,997</b>   | <b>2,342</b>   | 流动资产            | 2,790        | 3,791        | 4,019        | 5,338         | 5,884         | 6,351         |
| %销售收入               | 6.8%          | 9.8%          | 12.9%         | 13.1%          | 13.7%          | 14.7%          | %总资产            | 58.9%        | 52.4%        | 48.3%        | 48.0%         | 46.2%         | 45.9%         |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-2</b>     | <b>-13</b>    | <b>-21</b>    | <b>-25</b>     | <b>-29</b>     | <b>-32</b>     | 长期投资            | 60           | 481          | 567          | 568           | 567           | 567           |
| %销售收入               | 0.0%          | 0.2%          | 0.3%          | 0.2%           | 0.2%           | 0.2%           | 固定资产            | 1,689        | 2,470        | 3,257        | 4,898         | 5,961         | 6,609         |
| <b>营业费用</b>         | <b>-117</b>   | <b>-229</b>   | <b>-444</b>   | <b>-630</b>    | <b>-727</b>    | <b>-798</b>    | %总资产            | 35.6%        | 34.1%        | 39.2%        | 44.0%         | 46.8%         | 47.8%         |
| %销售收入               | 1.8%          | 3.2%          | 5.5%          | 5.0%           | 5.0%           | 5.0%           | 无形资产            | 197          | 451          | 453          | 323           | 314           | 308           |
| <b>管理费用</b>         | <b>-130</b>   | <b>-173</b>   | <b>-195</b>   | <b>-303</b>    | <b>-349</b>    | <b>-383</b>    | 非流动资产           | 1,950        | 3,449        | 4,297        | 5,791         | 6,844         | 7,487         |
| %销售收入               | 2.0%          | 2.5%          | 2.4%          | 2.4%           | 2.4%           | 2.4%           | %总资产            | 41.1%        | 47.6%        | 51.7%        | 52.0%         | 53.8%         | 54.1%         |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>187</b>    | <b>277</b>    | <b>373</b>    | <b>692</b>     | <b>892</b>     | <b>1,129</b>   | <b>资产总计</b>     | <b>4,741</b> | <b>7,239</b> | <b>8,316</b> | <b>11,129</b> | <b>12,728</b> | <b>13,838</b> |
| %销售收入               | 2.9%          | 3.9%          | 4.6%          | 5.5%           | 6.1%           | 7.1%           | 短期借款            | 1,788        | 2,656        | 2,600        | 3,525         | 4,328         | 4,516         |
| <b>财务费用</b>         | <b>-60</b>    | <b>-108</b>   | <b>-181</b>   | <b>-207</b>    | <b>-268</b>    | <b>-302</b>    | 应付款项            | 1,123        | 1,757        | 1,598        | 2,470         | 2,828         | 3,073         |
| %销售收入               | 0.9%          | 1.5%          | 2.3%          | 1.6%           | 1.8%           | 1.9%           | 其他流动负债          | -107         | -32          | -36          | 11            | 13            | 14            |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>-11</b>    | <b>-12</b>    | <b>-14</b>    | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | 流动负债            | 2,804        | 4,382        | 4,162        | 6,006         | 7,168         | 7,603         |
| <b>公允价值变动收益</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | 长期贷款            | 90           | 45           | 435          | 435           | 435           | 436           |
| <b>投资收益</b>         | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>85</b>     | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | 其他长期负债          | 8            | 824          | 871          | 715           | 715           | 715           |
| %税前利润               | 0.0%          | 0.0%          | 29.6%         | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%           | <b>负债</b>       | <b>2,902</b> | <b>5,251</b> | <b>5,467</b> | <b>7,156</b>  | <b>8,318</b>  | <b>8,754</b>  |
| <b>营业利润</b>         | <b>116</b>    | <b>157</b>    | <b>263</b>    | <b>485</b>     | <b>624</b>     | <b>827</b>     | <b>普通股股东权益</b>  | <b>1,839</b> | <b>1,961</b> | <b>2,834</b> | <b>3,958</b>  | <b>4,396</b>  | <b>5,069</b>  |
| 营业利润率               | 1.8%          | 2.2%          | 3.3%          | 3.8%           | 4.3%           | 5.2%           | 少数股东权益          | 0            | 27           | 15           | 15            | 15            | 15            |
| <b>营业外收支</b>        | <b>13</b>     | <b>13</b>     | <b>24</b>     | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>负债股东权益合计</b> | <b>4,741</b> | <b>7,239</b> | <b>8,316</b> | <b>11,129</b> | <b>12,728</b> | <b>13,838</b> |
| <b>税前利润</b>         | <b>129</b>    | <b>170</b>    | <b>288</b>    | <b>485</b>     | <b>624</b>     | <b>827</b>     | <b>比率分析</b>     |              |              |              |               |               |               |
| 利润率                 | 2.0%          | 2.4%          | 3.6%          | 3.8%           | 4.3%           | 5.2%           |                 | 2011         | 2012         | 2013         | 2014E         | 2015E         | 2016E         |
| <b>所得税</b>          | <b>-24</b>    | <b>-25</b>    | <b>-53</b>    | <b>-90</b>     | <b>-115</b>    | <b>-153</b>    | <b>每股指标</b>     |              |              |              |               |               |               |
| 所得税率                | 18.8%         | 14.6%         | 18.5%         | 18.5%          | 18.5%          | 18.5%          | 每股收益            | 0.320        | 0.420        | 0.650        | 0.888         | 1.141         | 1.513         |
| <b>净利润</b>          | <b>105</b>    | <b>145</b>    | <b>234</b>    | <b>395</b>     | <b>508</b>     | <b>674</b>     | 每股净资产           | 4.865        | 5.188        | 6.364        | 7.719         | 8.572         | 9.886         |
| <b>少数股东损益</b>       | <b>0</b>      | <b>-1</b>     | <b>-11</b>    | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | 每股经营现金净流        | -0.557       | 1.597        | 0.537        | 1.048         | 2.209         | 2.932         |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>105</b>    | <b>146</b>    | <b>245</b>    | <b>395</b>     | <b>508</b>     | <b>674</b>     | 每股股利            | 0.100        | 0.150        | 0.000        | 0.000         | 0.000         | 0.000         |
| 净利率                 | 1.6%          | 2.1%          | 3.1%          | 3.1%           | 3.5%           | 4.2%           | <b>回报率</b>      |              |              |              |               |               |               |
|                     |               |               |               |                |                |                | 净资产收益率          | 5.71%        | 7.46%        | 8.64%        | 9.99%         | 11.56%        | 13.29%        |
|                     |               |               |               |                |                |                | 总资产收益率          | 2.21%        | 2.02%        | 2.94%        | 3.55%         | 3.99%         | 4.87%         |
|                     |               |               |               |                |                |                | 投入资本收益率         | 4.09%        | 4.36%        | 4.58%        | 6.52%         | 7.35%         | 8.56%         |
|                     |               |               |               |                |                |                | <b>增长率</b>      |              |              |              |               |               |               |
|                     |               |               |               |                |                |                | 主营业务收入增长率       | 57.76%       | 10.72%       | 13.39%       | 57.13%        | 15.31%        | 9.80%         |
|                     |               |               |               |                |                |                | EBIT增长率         | 22.15%       | 48.03%       | 34.55%       | 85.73%        | 28.86%        | 26.51%        |
|                     |               |               |               |                |                |                | 净利润增长率          | -7.24%       | 39.49%       | 67.25%       | 61.51%        | 28.53%        | 32.55%        |
|                     |               |               |               |                |                |                | 总资产增长率          | 20.12%       | 52.71%       | 14.88%       | 33.82%        | 14.37%        | 8.72%         |
|                     |               |               |               |                |                |                | <b>资产管理能力</b>   |              |              |              |               |               |               |
|                     |               |               |               |                |                |                | 应收账款周转天数        | 19.4         | 29.8         | 39.5         | 40.0          | 40.0          | 40.0          |
|                     |               |               |               |                |                |                | 存货周转天数          | 55.7         | 60.2         | 54.4         | 55.0          | 55.0          | 55.0          |
|                     |               |               |               |                |                |                | 应付账款周转天数        | 55.7         | 64.4         | 64.6         | 65.0          | 65.0          | 65.0          |
|                     |               |               |               |                |                |                | 固定资产周转天数        | 88.0         | 114.4        | 140.9        | 108.2         | 108.0         | 108.6         |
|                     |               |               |               |                |                |                | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |               |               |               |
|                     |               |               |               |                |                |                | 净负债/股东权益        | 73.16%       | 113.38%      | 89.39%       | 92.55%        | 103.77%       | 93.52%        |
|                     |               |               |               |                |                |                | EBIT利息保障倍数      | 3.1          | 2.6          | 2.1          | 3.3           | 3.3           | 3.7           |
|                     |               |               |               |                |                |                | 资产负债率           | 61.21%       | 72.54%       | 65.74%       | 64.30%        | 65.35%        | 63.26%        |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|-----|------|------|------|------|
| 买入 | 0   | 4    | 10   | 10   | 10   |
| 增持 | 0   | 2    | 9    | 9    | 11   |
| 中性 | 0   | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0   | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0   | 1.33 | 1.44 | 1.45 | 1.48 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期           | 评级 | 市价    | 目标价           |
|--------------|----|-------|---------------|
| 1 2013-05-21 | 买入 | 10.89 | 13.60 ~ 13.60 |
| 2 2013-08-05 | 买入 | 10.28 | N/A           |
| 3 2013-10-31 | 买入 | 10.85 | N/A           |
| 4 2014-03-31 | 买入 | 13.03 | N/A           |
| 5 2014-05-05 | 买入 | 12.78 | N/A           |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4  
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD