

战略布局日趋明晰，发展动力足

2014年7月15日

强烈推荐/维持

赛轮股份

调研报告

——赛轮股份（601058）调研报告

梁博

基础化工行业分析师

执业证书编号：S1480512060006

010-66554046

Email: liangbo@dxzq.net.cn

事件：

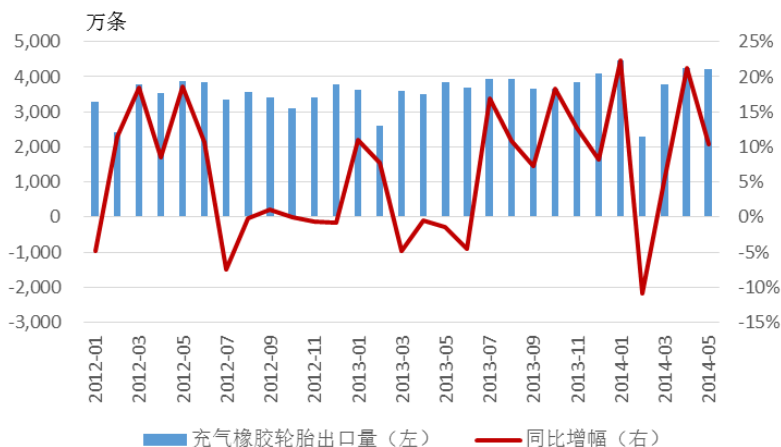
近日我们实地参观了赛轮股份位于青岛的生产基地，与公司高管探讨了轮胎行业的发展现状、公司的发展战略以及经营情况。

观点：

1、轮胎出口量温和增长，胶价回落利好盈利上升。

今年轮胎行业延续了去年以来的良好发展势头，下游需求继续温和增长。随着欧美经济复苏，海外市场对轮胎需求增长。海关总署的数据显示，今年1-5月我国充气橡胶轮胎出口量约1.9亿条（包括力车胎等），较去年同期增加约1800万条，增幅约10%。赛轮股份半钢胎出口比例在80%-85%之间，全钢胎出口比例在45%左右。目前公司海外订单充足，设备开工率保持在90%以上。

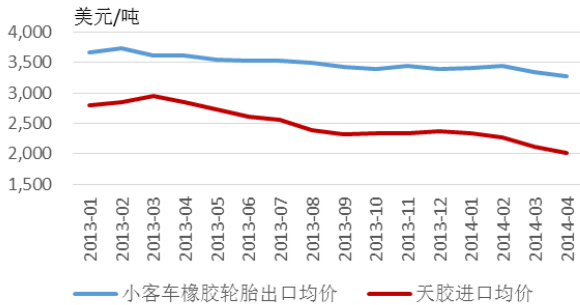
图 1：欧美市场需求增长，1-5 月轮胎出口量同比增长约 10%



资料来源：海关总署

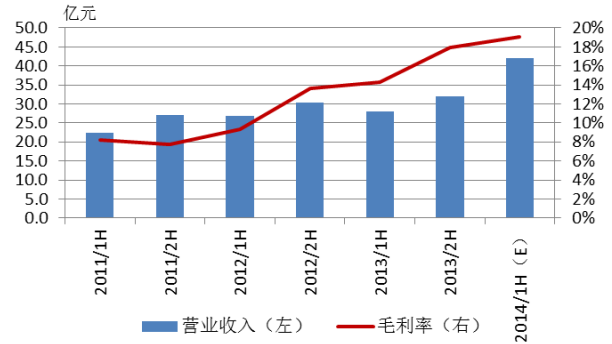
2011年开始天然橡胶的价格就进入下跌周期，天胶期货价格从年初的17500元/吨下跌至目前的13750元/吨，跌幅21.4%。今年1月至5月，进口天胶橡胶的均价从2334美元/吨下跌至1904美元/吨，跌幅18.4%。与此同时，我国轮胎出口均价从3408美元/吨回落至3266美元/吨，跌幅为4.2%。据我们测算，天胶价格下跌20%可使轮胎的生产成本下降约6%。综合而言，我们判断上半年轮胎企业将受益于原材料成本的下降，轮胎的毛利率同比上升的概率较大。

图 2：天胶价格下跌，轮胎毛利率有望提升



资料来源：海关总署

图 3：赛轮股份收入和毛利率水平将继续增长



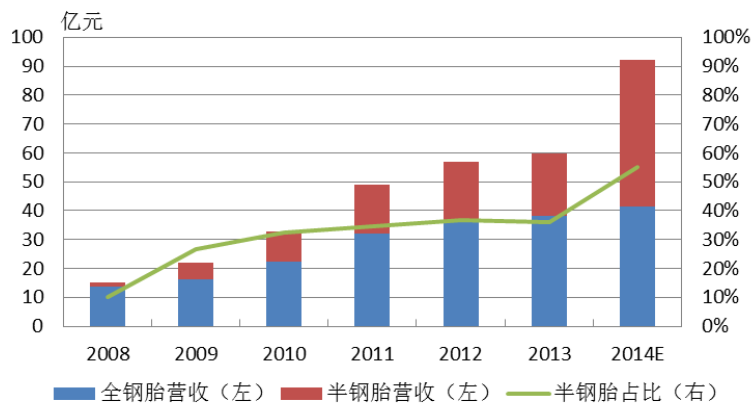
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

2、金宇实业并表、越南项目一期投产，公司将延续快速增长势头。

今年一季度公司完成收购金宇实业51%股权，金宇实业具备年产1200万条半钢胎产能，2013年净利润约1.53亿元。预计并表后可使公司全年收入增加24亿元，净利润增加约6000-8000万元。此外公司在越南投资建设的300万条半钢胎项目已经投产，预计越南项目全年能贡献200-300万条半钢胎产量，贡献约5-6亿元收入。由于越南项目仍处于产能爬坡期，今年出现亏损的可能性较大，预计2015年开始可给公司贡献利润，成为公司未来重要的增长点。

考虑金宇实业的并表和越南项目的投产，公司2014年有望实现半钢胎产销2500万条，全钢胎产销400万条，其中半钢胎权益产量较去年增加约920万条。从全球范围看，半钢胎比全钢胎需求增长更快、利润空间更大。因此公司半钢胎收入占比的提升符合行业的发展方向，有利于公司提升产品的利润空间。

图 4：公司半钢胎收入占比有望超过 50%



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表1: 公司产能一览

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
全钢子午胎 (万条)	200	220	250	370	400	400
半钢子午胎 (万条)	510	690	1000	1490	1490	2500
总产能 (万条)	710	910	1250	1860	1980	2900

资料来源: 东兴证券研究所

3、收购英国KRT、加拿大GOMA、发展工程巨胎、扩大在越南投资，提升综合竞争力。

赛轮股份管理层具备长远的战略眼光，通过收购英国与北美经销商网络、开发工程巨胎以及扩大在越南投资等措施提升公司的综合竞争能力。今年1月公司收购英国KRT100%股权，4月公司公告增持加拿大GOMA公司股权至85%，完成了公司在英国和北美的经销商渠道的布局。KRT公司主要从事轮胎销售及业务；GOMA公司主要从事轮胎销售、翻新轮胎生产和特种轮胎研发等业务，去年销售收入约34亿元人民币，净利润约6700万元。此次股权收购及增持将为公司持续拓展国外市场打下基础，也为未来新增产能的消化提供重要支持。

同时，公司在工程巨胎项目上投入数亿资金，已经具备了生产49寸、51寸和57寸等各规格工程巨胎的能力。预计今年产量约1000条，未来将形成年产约2万条工程巨胎的能力。工程巨胎毛利率较普通胎高出10个百分点以上，该项目将有效提升公司的盈利能力。

另外，公司已经决定在越南投资建设二期项目，使公司在越南的总投资规模增加至2.6亿美元。在越南建设轮胎产能不仅能够利用当地廉价的劳动力、充足的天胶资源，还能够有效的规避美国对国内轮胎企业的反倾销、反补贴调查。如果美国对中国生产的半钢胎实施双反，公司可以将越南基地生产的半钢胎出口至美国来规避风险。由于国内大多数轮胎企业都没有海外产能，从这个角度看赛轮已经在与同行的竞争中取得了一定的优势。

4、依托资本市场便利的融资渠道，公司有望在激烈的竞争中脱引而出。

轮胎制造业具有资本密集型、劳动密集型和技术密集型的特点，在经营过程中大部分轮胎企业都面临资金紧张的问题，目前我国轮胎行业的平均负债率在60%左右。而目前我国轮胎行业仍处于小而散的局面，参加轮胎协会的45家企业占全国轮胎总产量的比例仅70%左右。内资企业中规模最大的杭州中策，其在国内的市场份额也不足10%。

随着行业的发展，近年来轮胎行业的兼并重组不断加快。中小企业由于融资渠道狭窄、融资成本高企，往往受制于资金匮乏而失去了扩张的机会。这种局面有利于已经上市的轮胎企业借助资本市场顺畅的融资渠道，获得资金优势做大做强。赛轮的高速发展正是借助了资本市场的融资优势，上市以来，公司通过发债、增发等方式直接融资21.2亿元。2011年上市至今，赛轮的产能规模增加约130%。公司2013年收入约80亿元，较2010年实现了翻番，今年的收入规模更有望突破100亿元。

为了保持高速增长，公司决定通过金宇实业新建产能1500万条/年，越南二期建设半钢胎产能480万条/年、工程胎产能1万吨/年。为此公司拟非公开发行股票募集资金不超过12亿元。我们认为公司成功募集资金的可能性较大，借助这笔资金公司的产销规模将更上一步台阶，并跻身国内轮胎行业的第一集团。

结论：

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6000-8000万元。近期公司高管不断增持公司股票，显示了高管对赛轮未来发展的强烈信心。预计公司2014-2015年EPS分别为0.83元和1.15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	14546
货币资金	533	1160	1204	737	483	营业成本	5954	6382	6989	9972	12197
应收账款	1259	1524	1838	2316	2232	营业税金及附加	2	13	21	29	36
其他应收款	13	14	32	35	38	营业费用	117	229	444	655	815
预付款项	233	511	499	606	650	管理费用	130	173	195	287	407
存货	817	999	1107	1496	1389	财务费用	60	108	181	292	436
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	2218	3096	4205	5211	营业利润	116	171	263	484	684
无形资产	88	305	338	356	340	营业外收入	14.48	13.64	30.77	30.77	30.77
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	494	685
流动负债合计	2804	4382	4162	5049	4872	所得税	24	25	53	89	123
短期借款	1669	2656	2554	2554	2554	净利润	105	159	234	405	562
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	368	512
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	BPS (元)	0.28	0.42	0.65	0.83	1.15
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%	24.3%
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%	41.5%
资本公积	1076	1076	1713	2770	3225	归属于母公司净利润	92.7%	152.7%	152.8%	150.4%	138.9%
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%	16%
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(%)					
	2011A	2012A	2013	2014E	2015E	ROE(%)	6%	8%	9%	11%	14%
经营活动现金流	-211	604	239	527	693	偿债能力					
净利润	105	160	245	368	512	资产负债率(%)	61%	73%	66%	67%	66%
折旧摊销	158.52	152.22	186.24	252.32	312.68	流动比率					
财务费用	63	112	181	292	436	速动比率					
应付帐款的变化	-87	-493	-414	932	556	营运能力					
预收帐款的变化	-332	373	-113	-478	-370	总资产周转率	1.35	0.98	0.96	1.19	1.29
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	0.83	1.15
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	-1.13	-0.80
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	7.24	8.39
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	15.92	11.46
资本公积增加	525	0	638	368	512	P/B	2.71	2.54	2.05	1.82	1.57
现金净增加额	-27	627	44	-502	-358	EV/EBITDA	20.26	18.69	14.17	10.51	8.46

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，有三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

基础化工行业小组组长，6 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

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。