

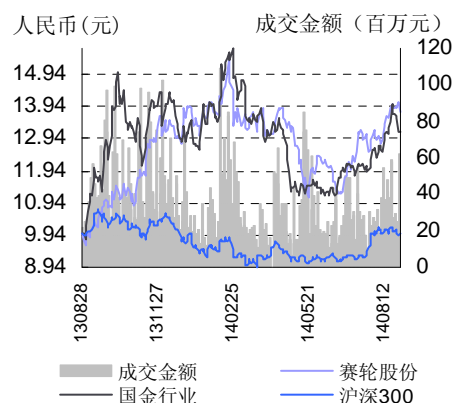
**赛轮股份 (601058.SH) 橡胶行业**
**评级: 买入 维持评级**
**业绩点评**

市价 (人民币): 13.77 元

## 优势逐渐显现, 公司稳步发展

**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)	378.00
总市值(百万元)	6,133.16
年内股价最高最低(元)	15.43/9.64
沪深 300 指数	2311.28
上证指数	2195.82


**相关报告**

- 《越南暴乱不影响公司长期投资价值》，2014.5.20
- 《业绩超预期, 公司经营持续发力》，2014.5.5
- 《打造以品质和效率为核心的国际化胎企》，2014.3.31

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

**业绩简评**

- 赛轮股份 28 日晚发布 2014 年中报, 公司实现收入 49 亿元, 同比增长 22%; 归属于上市公司股东净利润 2.0 亿元, 同比增长 52%; EPS0.44, 增长 29.4%, 符合预期。

**投资逻辑**

- **行业景气度下滑, 公司唯一民营上市公司的优势逐渐显露:** 2014 年上半年, 轮胎行业整体景气度开始下滑。橡胶价格连续下跌的 3 年来, 轮胎企业充分享受了产品价格下滑滞后于原材料价格下滑的“剪刀差”, 乐观情绪抬头, 扩产冲动再次爆发, 今明两年的产能增速都在 15% 左右, 上半年全国橡胶轮胎外胎产量增速为 9.2%, 创 2011 年以来新高。然而, 上半年天然橡胶价格结束了持续 3 年的单边下行趋势, 在 1.4 万元/吨左右振荡, 而轮胎价格延续了下滑的势头, 上半年轮胎价格总体降幅达 20%。我们认为, 随着近年轮胎产能的持续投放, 一方面行业竞争会加剧, 轮胎降价趋势不会停止; 另一方面天胶需求上升, 胶价存在反转可能。因此我们对行业前景持谨慎态度, 行业或将迎来新一轮冬天。然而, 公司作为行业唯一的上市民营企业, 在行业低迷期, 有望利用资本优势获得更多的收购机会。公司在中报中也明确表示, 公司积极寻找产业链各环节涉及的可整合的优势资源, 以灵活多变的合作模式, 实现公司规模化发展。
- **渠道拓展和海外市场是公司亮点, 期待后续项目投产:** 上半年公司收入、利润均稳步增长, 净利润增速明显超过收入增幅, 表明了公司优秀的经营能力。由于美国发起新一轮针对中国的“双反”, 公司率先建成越南项目和收购欧美销售渠道的优势将逐渐得到体现。
- **在重点项目建设方面, 赛轮越南项目已正式投产, 目前半钢子午胎产能约为 350 万条/年; 金宇二期年产 1500 万条大轮辋高性能子午线轮胎项目正在建设, 预计将于 2014 年 10 月份投产; 巨胎项目相关工作也正稳步推进。随着上述项目的建成并达产, 公司规模效益和行业话语权进一步增强, 将获得发展的坚实基础。**

**投资建议**

- 维持公司 2014~16 年盈利预测 0.888、1.141、1.513 元/股, “买入”评级。

**风险提示**

- 国际市场反倾销; 行业景气程度持续降低; 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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	6,390	7,075	8,022	12,605	14,535	15,960
增长率		10.7%	13.4%	57.1%	15.3%	9.8%
主营业务成本	-5,954	-6,382	-6,989	-10,955	-12,538	-13,619
%销售收入	93.2%	90.2%	87.1%	86.9%	86.3%	85.3%
毛利	436	693	1,033	1,650	1,997	2,342
%销售收入	6.8%	9.8%	12.9%	13.1%	13.7%	14.7%
营业税金及附加	-2	-13	-21	-25	-29	-32
%销售收入	0.0%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-117	-229	-444	-630	-727	-798
%销售收入	1.8%	3.2%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-130	-173	-195	-303	-349	-383
%销售收入	2.0%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	187	277	373	692	892	1,129
%销售收入	2.9%	3.9%	4.6%	5.5%	6.1%	7.1%
财务费用	-60	-108	-181	-207	-268	-302
%销售收入	0.9%	1.5%	2.3%	1.6%	1.8%	1.9%
资产减值损失	-11	-12	-14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	85	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	29.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	116	157	263	485	624	827
营业利润率	1.8%	2.2%	3.3%	3.8%	4.3%	5.2%
营业外收支	13	13	24	0	0	0
税前利润	129	170	288	485	624	827
利润率	2.0%	2.4%	3.6%	3.8%	4.3%	5.2%
所得税	-24	-25	-53	-90	-115	-153
所得税率	18.8%	14.6%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%
净利润	105	145	234	395	508	674
少数股东损益	0	-1	-11	0	0	0
归属于母公司的净利润	105	146	245	395	508	674
净利率	1.6%	2.1%	3.1%	3.1%	3.5%	4.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	105	159	234	395	508	674
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	231	238	276	525	620	718
非经营收益	63	93	124	221	288	321
营运资金变动	-610	113	-396	-604	-284	-209
经营活动现金净流	-211	604	239	537	1,133	1,504
资本开支	-599	-655	-986	-2,038	-1,673	-1,361
投资	0	-345	-54	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-599	-1,000	-1,040	-2,039	-1,673	-1,361
股权募资	633	0	705	708	-71	0
债权募资	262	1,161	327	798	802	189
筹资活动现金净流	916	781	1,029	1,296	443	-132
现金净流量	48	-27	627	-206	-97	11

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	533	1,160	1,204	998	901	912
应收款项	1,025	1,013	1,339	1,920	2,214	2,431
存货	999	1,107	978	1,651	1,889	2,052
其他流动资产	233	511	499	769	880	955
流动资产	2,790	3,791	4,019	5,338	5,884	6,351
%总资产	58.9%	52.4%	48.3%	48.0%	46.2%	45.9%
长期投资	60	481	567	568	567	567
固定资产	1,689	2,470	3,257	4,898	5,961	6,609
%总资产	35.6%	34.1%	39.2%	44.0%	46.8%	47.8%
无形资产	197	451	453	323	314	308
非流动资产	1,950	3,449	4,297	5,791	6,844	7,487
%总资产	41.1%	47.6%	51.7%	52.0%	53.8%	54.1%
资产总计	4,741	7,239	8,316	11,129	12,728	13,838
短期借款	1,788	2,656	2,600	3,525	4,328	4,516
应付款项	1,123	1,757	1,598	2,470	2,828	3,073
其他流动负债	-107	-32	-36	11	13	14
流动负债	2,804	4,382	4,162	6,006	7,168	7,603
长期贷款	90	45	435	435	435	436
其他长期负债	8	824	871	715	715	715
负债	2,902	5,251	5,467	7,156	8,318	8,754
普通股股东权益	1,839	1,961	2,834	3,958	4,396	5,069
少数股东权益	0	27	15	15	15	15
负债股东权益合计	4,741	7,239	8,316	11,129	12,728	13,838

**比率分析**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.320	0.420	0.650	0.888	1.141	1.513
每股净资产	4.865	5.188	6.364	7.719	8.572	9.886
每股经营现金净流	-0.557	1.597	0.537	1.048	2.209	2.932
每股股利	0.100	0.150	0.000	0.000	0.000	0.000
<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%

**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	0	2	2	15
增持	0	1	1	1	10
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.50	1.43	1.41

来源：朝阳永续

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

**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	11.01	13.60 ~ 13.60
2	2013-08-05	买入	10.25	N/A
3	2013-10-31	买入	10.83	N/A

来源：国金证券研究所

历史推荐与股价

**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为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