

日期: 2014年12月16日

行业: 基础化工



杨彦

021-53519888-1991

yangyan@shzq.com

执业证书编号: S0870512110002

厚积薄发、加速崛起的民营轮胎巨头

基本数据 (2014Q3)

报告日股价 (元)	17.81
12mth A 股价格区间 (元)	10.8/19.29
总股本 (百万股)	521
无限售 A 股/总股本	72.5%
流通市值 (亿元)	67.3
每股净资产 (元)	8.07
PBR (X)	2.2

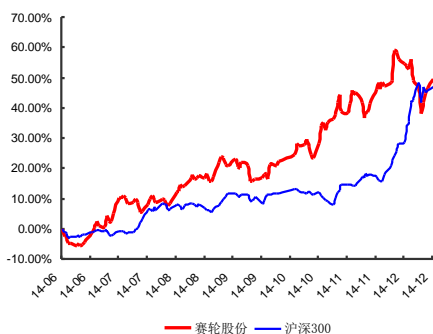
主要股东 (2014Q3)

杜玉岱	6.41%
软控股份有限公司	3.83%
创赢一期 37 号集合资金信托计	3.80%

收入结构 (2014H)

轮胎产品	99.53%
循环利用	0.47%
技术转让	0.00%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: YY14-CR02

首次报告日期: 2014年12月16日

相关报告:

投资摘要

估值与投资建议

在目前上市的六家轮胎企业中,赛轮股份的市值与重置成本比值为所有上市同类公司中最低,这也意味着,相对于当前股票市值,赛轮股份的生产线重置价值最为市场所低估。

我们预计公司 2014 年、2015 年每股收益 0.65 和 1.01 元,轮胎行业目前股票市值/重置成本的均值为 1.99,据此标准测算,公司的合理总市值应在 126 亿元左右,按股本折合约每股 24.2 元,对应 2015 年动态市盈率 23.9 倍,较现价 17.81 元仍有 35% 以上的上涨空间,具备足够的安全边际,故首次给予公司“增持”评级。

核心逻辑

从历史数据分析,轮胎行业的利润率与橡胶价格存在较为显著的负相关性,即当橡胶价格呈现趋势性下跌时,轮胎行业的销售利润率往往呈现趋势性的上升势头,且改善幅度较为明显。

我们判断,目前橡胶行业供需矛盾难以在短期内出现改善,橡胶价格将在低位徘徊,这也意味着未来一段时间,受益于上游原材料价格低迷,轮胎企业利润率仍将维持高位。

作为行业内具有代表性的民营龙头,赛轮股份近年来通过海外自建、全资收购等多种方式,实现了跨越式的规模扩张。展望 2015,随着子公司金宇实业 1500 万套子午胎项目的逐步投产以及越南赛轮产能的释放,公司将面对毛利率与销量齐升的绝佳局面。

主要风险

- 第一,行业竞争加剧可能导致产品销量不达预期
- 第二,新建项目建设进度低于预期

数据预测与估值

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	7075	8022	9405	12318
年增长率	10.72%	13.39%	17.24%	30.97%
归属于母公司的净利润	160	245	336	524
年增长率	52.73%	52.76%	37.37%	55.85%
每股收益 (元)	0.31	0.47	0.65	1.01
PER (X)	57.9	37.9	27.6	17.7

注:按最新股本计算

目 录

一、公司简介.....	3
二、行业分析.....	3
2.1 全球轮胎行业竞争格局.....	4
2.2 行业利润变化趋势——橡胶价格与行业盈利波动分析..	5
2.3 未来橡胶价格走势展望.....	7
三、公司分析.....	8
3.1 公司主营业务概况.....	8
3.2 公司成长性情况.....	9
3.3 展望 2015——毛利率上升+产能释放.....	9
四、盈利预测.....	10
五、同业比较及估值定价分析.....	11
六、投资建议.....	12
七、主要风险因素.....	13
行业竞争加剧可能导致产品销量不达预期.....	13
新增项目建设进度不达预期.....	13

表目录

表 1 公司十大股东.....	3
表 2 上市轮胎公司市盈率情况.....	11
表 3 上市轮胎公司股票市值与重置成本比值情况.....	12

图目录

图 1 轮胎基本结构示意图.....	4
图 2 2012 年全球轮胎市场份额.....	5
图 3 2007-2013 年我国轮胎总产量（亿条）.....	5
图 4 2006-2014 年天然橡胶（SCR5）价格走势.....	6
图 5 2009-2013 年载重子午胎与橡胶价格走势.....	6
图 6 2009-2013 年轿车子午胎与橡胶价格走势.....	6
图 7 2010 年以来轮胎行业销售利润率与天胶价格走势.....	7
图 8 2009 年以来半钢子午胎与橡胶价差情况.....	7
图 9 2011-2014 年主要产胶国库存与橡胶价格走势.....	8
图 10 2008-2014 年 WIT 原油价格与合成橡胶价格走势.....	8
图 11 公司产业链循环经济模式展示图.....	9
图 12 2010 年以来公司季度营收情况.....	9
图 13 2010 年以来公司季度盈利情况.....	9
图 14 公司上市以来季度毛利率与橡胶价格走势.....	10

一、公司简介

公司是目前在国内 A 股上市唯一一家轮胎行业民营上市公司，主营全钢载重子午胎、半钢子午胎和工程子午胎的研发、制造和销售。近年来，在不断完善体制与机制前提下，公司结合自身发展战略，完成了对金宇实业、沈阳和平等公司股权的收购，并在此基础上进行多方面统合，形成了新的集团化管控模式。

公司在上游通过控股子公司泰华罗勇进行天然橡胶相关业务的运营，在生产环节通过新建、扩建或股权收购等方式不断扩大产品种类及规模，在下游则通过收购英国 KRT 集团控股权及参股北美销售网络来搭建更有竞争力的专业轮胎销售渠道。

在生产规模上，公司已拥有 2200 万条半钢子午胎、400 万条全钢子午胎生产能力，且子公司金宇实业正在实施年产 1500 万条大轮胎高性能子午线轮胎项目，预计项目达产后公司半钢子午胎的产能将达到 4480 万条（包括赛轮越南 780 万条），整体规模继续稳居国内第一梯队。

公司股权结构较为分散，不存在单一控股股东及实际控制人，截止 2014 年 11 月，股权比例较高的为杜玉岱先生，持有公司股份 3340 万股，占公司总股本的 6.41%。

表 1： 公司十大股东（截止 2014 年 11 月）

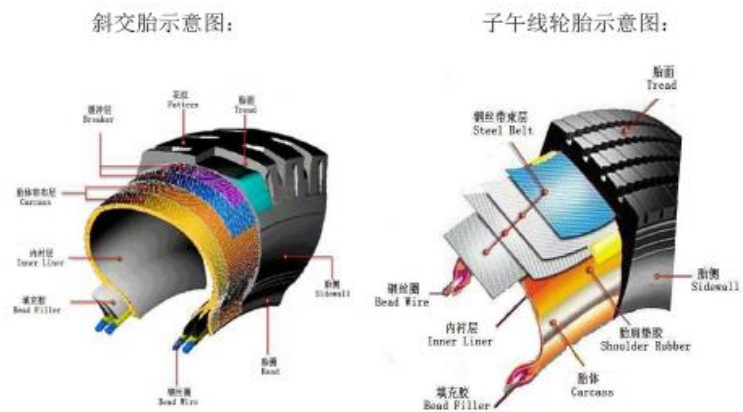
股东名称	持股数量	持股比例
杜玉岱	3340	6.41
软控股份有限公司	1997	3.83
创赢一期 37 号集合资金信托计划	1980	3.80
天弘定增 39 号资产管理计划	1810	3.47
青岛煜明投资中心(有限合伙)	1760	3.37
青岛雁山集团有限公司	1708	3.28
汇添富成长焦点股票型证券投资基金	1460	2.80
中国电力财务有限公司	1375	2.64
何东翰	1170	2.24
延金芬	1141	2.19
合计	17741	34.03

资料来源：公司年报，上海证券研究所整理

二、行业分析

轮胎是地面车辆最重要的一部分，用于减少不规则路面造成的震荡，保护车轮磨损，以及提供一个高摩擦带在地面和车辆间，以改善加速和驾驶性能。轮胎按结构可划分为斜交轮胎和子午线轮胎。

图 1 轮胎基本结构示意图



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

斜交结构的轮胎因其安全和性能较低，逐渐由主流产品萎缩到农用轮胎以及要求不高的车辆轮胎上；而子午线轮胎由于节能、安全、寿命长、舒适等优势，已经成为目前轮胎市场的主流产品。

子午线轮胎又可细分为全钢丝子午线轮胎和半钢丝子午线轮胎两大类。全钢丝子午线轮胎的胎体和带束层均由钢丝帘线构成，这种结构的轮胎主要用于大型客车和货车，一般通过经销商销售或直接销售给运输车队；半钢丝子午线轮胎的胎体由纤维帘布构成，带束层由钢丝帘线构成，这种结构的轮胎主要应用轿车及轻型卡车，由于这类车辆的使用者主要为私家车主，因此其销售主要通过经销商。

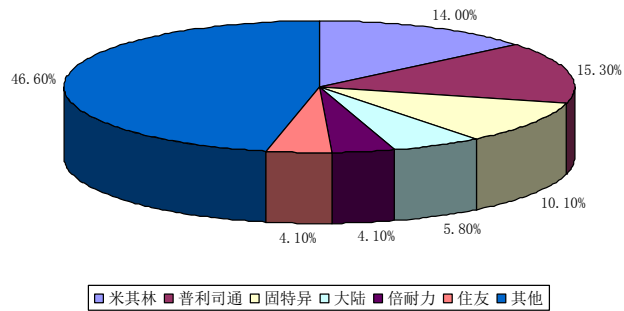
2.1 全球轮胎行业竞争格局

轮胎行业发展与汽车工业高度相关，汽车行业受宏观经济、下游需求景气周期的影响比较明显，但轮胎产品的特殊消费属性使得轮胎行业景气度又独立于汽车行业。

轮胎市场主要包括配套胎市场和替换胎市场。配套胎市场一般直接向整车厂商进行配套销售，因而与汽车的销量相关，而替换胎市场则主要通过经销商销售，与汽车的保有量相关，受经济波动影响更小。以上两个市场分别占轮胎销售总量的约 25-30%和 75-70%。显然，由于轮胎行业七成以上的需求由汽车保有量创造，因此即使未来全球汽车销量出现负增长，仍然会有可观规模的换胎需求。

从全球轮胎市场看，轮胎行业市场化程度和产业集中度很高，截止 2012 年底，行业排名前三的普利司通、米其林、固特异占据了约 40%左右的市场份额，轮胎行业的格局也较为稳定，从 1996 年至 2012 年间，行业排名前三的企业的市场份额一直保持在 40%以上，而行业 75 强的收入占比一直保持在 96%-98%之间。

图 2 2012 年全球轮胎市场份额

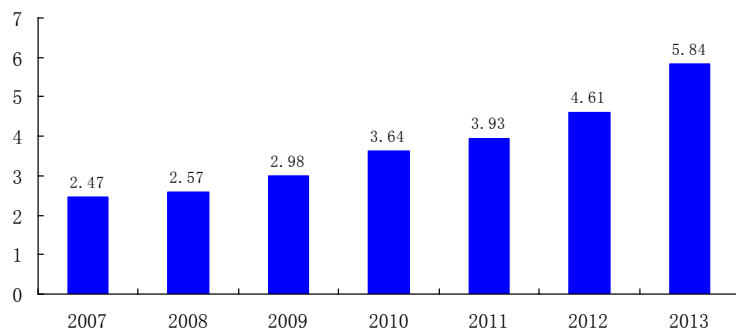


数据来源：上海证券研究所整理

由于跨国大型轮胎企业在资金和技术上仍占据绝对优势，因此半钢丝子午线轮胎领域占据了绝对统治地位。如在轿车轮胎中，跨国大企业占有 70% 的市场份额，中国轮胎企业仅占 30%，而且主要集中在替换胎市场，在原配轮胎市场则很少有中国企业进入。在全钢丝子午线轮胎领域，中国轮胎企业凭借性价比优势在本土已经取得了大部分市场份额。

中国轮胎行业起步虽晚，但发展迅速。我国自上世纪 90 年代初期开始子午线轮胎的工业化发展以来，经过 20 多年的吸收学习和自我创新发展，目前已成为全球增长最快的轮胎市场。2002~2004 年期间，由于中国汽车行业尤其是轿车市场的“井喷”式增长，直接促进了我国轮胎行业的快速增长。从 2005 年开始，中国轮胎产业逐渐进入结构调整期，但仍然保持了较快的增长速度，国内产量由 05 年初的 2.5 亿条增至 2013 年的 5.84 亿条，年均复合增长率达到 10.9%。

图 3 2007-2013 年我国轮胎总产量（亿条）



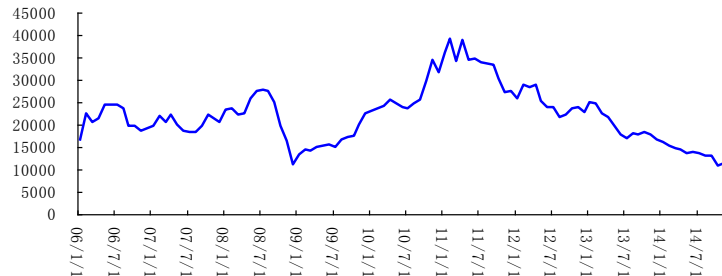
数据来源：WIND 上海证券研究所整理

2.2 行业利润变化趋势-----橡胶价格与行业盈利波动分析

橡胶作为轮胎生产的主要原材料，占轮胎产品生产成本的 40% 以上，近年来其价格受地理环境、气候、供需、贸易、汇率、资本、

政治、生产用原材料的周期性等因素的影响，呈大幅波动态势。以5号标SCR5为例，其2006-2014年间波动情况如下图所示，橡胶最低月均格为2014年10月的10700元/吨，最高价格为2011年2月的39300元/吨。

图 4 2006-2014 年天然橡胶 (SCR5) 价格走势

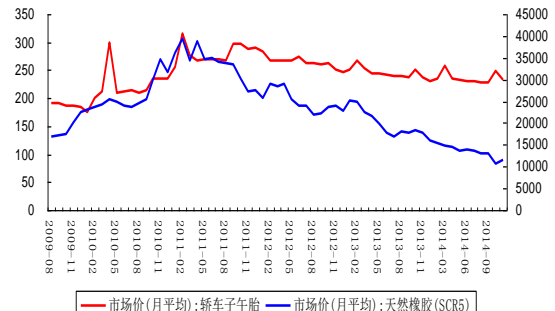
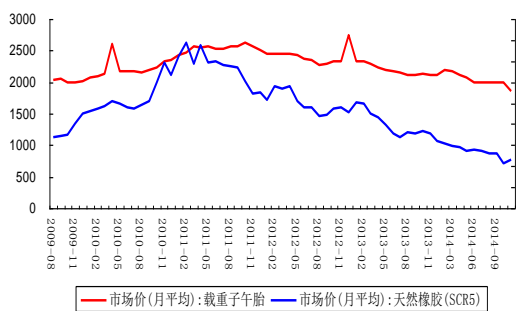


数据来源: WIND 上海证券研究所整理

由于橡胶占轮胎成本的比重很大，因此轮胎价格一般跟随上游原材料价格波动，从历史数据看，二者基本呈同向波动。但由于轮胎的终端销售价格和上游橡胶成本变化并非完全的等比变化，因此当上游原材料价格超预期下滑时，轮胎生产利润通常会出现阶段性的利差扩大和盈利改善的现象。

图 5 2009-2013 年载重子午胎与橡胶价格走势

图 6 2009-2013 年轿车子午胎与橡胶价格走势

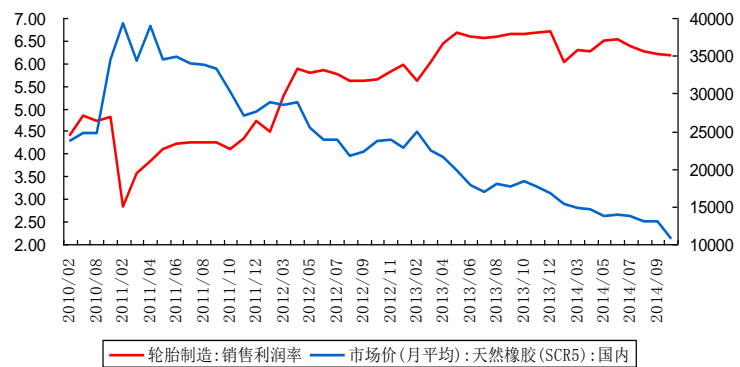


数据来源: WIND 上海证券研究所整理

数据来源: WIND 上海证券研究所整理

如果仔细观察 2010 年以来轮胎行业整体利润率与橡胶价格走势，可以很明显的发现，二者呈较为显著的负相关性，即当橡胶价格呈现趋势性下跌时，轮胎行业的销售利润率往往呈现趋势性的上升势头，且改善幅度较为明显，例如 2011 年 2 月当橡胶价格高达 39300 元/吨时，国内轮胎行业的平均销售利润率只有 2.4%，而当年 10 月橡胶价格跌至万元关口时，下游轮胎行业的利润率已经达到 6% 以上，四个点以上的盈利利差对于销售规模动辄几十亿甚至上百亿的轮胎制造企业而言，显然意味着巨大的盈利弹性。

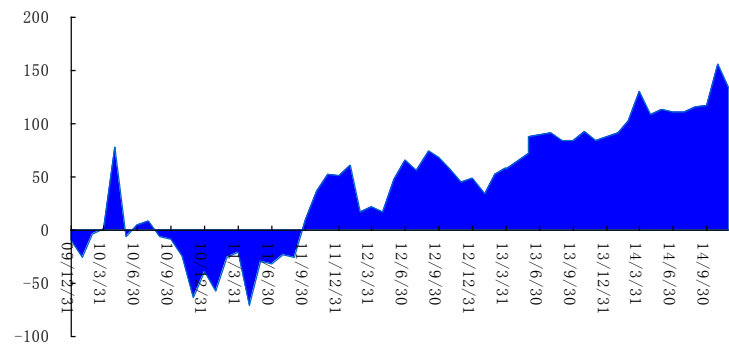
图 7 2010 年以来轮胎行业销售利润率与天胶价格走势



数据来源: WIND 上海证券研究所整理

事实上, 根据我们持续跟踪的数据, 截止 2014 年 11 月, 单条半钢子午胎与其所需的橡胶成本差价已经高达 130 元以上, 为过去五年的最高价差水平, 这也意味着目前轮胎行业的整体盈利状况正处于 2009 年以来的最好时期。

图 8 2009 年以来半钢子午胎与橡胶价差情况



数据来源: WIND 上海证券研究所整理

2.3 未来橡胶价格走势展望

既然橡胶价格对于下游轮胎制造业的盈利有着如此大的影响, 那么通过预判未来橡胶价格走势, 进而预测轮胎企业未来盈利空间也就具备相当的可行性。

一般而言, 影响橡胶价格走势的因素主要有两方面, 其一是天然橡胶自身的供求情况, 其二则是石油价格的波动, 由于石油可以通过化学法生成合成橡胶从而部分替代天然橡胶, 因此石油价格的波动会影响合成橡胶的价格进而影响天然橡胶的价格。

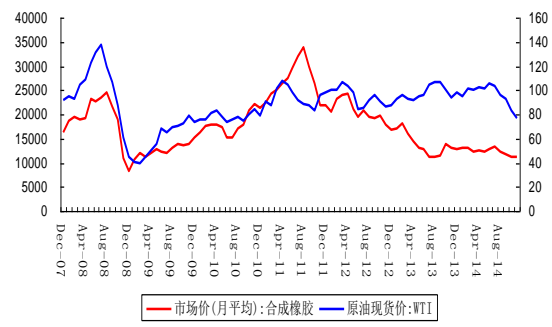
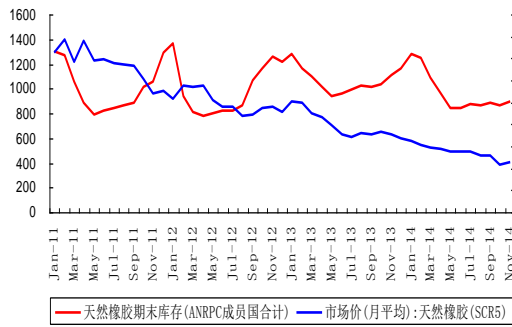
根据天然橡胶生产国协会(ANRPC)对全球新增种植面积统计, 2006 年开始, 天然橡胶价格上涨推动了越南、泰国、中国等国家大幅度增加天然橡胶的面积。国际橡胶研究组织(IRSIG)的数据显示, 2013 年全球橡胶需求量为 1132 万吨, 产量为 1204 万吨, 2014 年约有 300 万公顷新增面积开割, 对应近 50 万吨的新增产量, 在需求本

就不足的情况下,新增供给进一步强化了天然橡胶供过于求的矛盾。

与此同时,今年石油价格出现暴跌也导致以原油作为主要原料的合成橡胶价格大幅下挫。我们预计,由于页岩油等一系列石油替代品的兴起,以及电动车的普及,未来一段时间市场对石油不会新增太多需求,石油供求关系依然无法得到实质性的扭转,这也决定了合成橡胶价格难有大的反弹空间。

图 9 2011-2014 年主要产胶国库存与橡胶价格走势

图 10 2008-2014 年 WIT 原油价格与合成橡胶价格走势



数据来源: 公司历年定期公告 上海证券研究所

数据来源: 公司历年定期公告 上海证券研究所

在天然橡胶自身基本面与替代品合成橡胶价格亦难有起色的大环境下,我们判断,整个橡胶行业供大于求的局面难以在短期内出现改善,橡胶价格仍将在低位徘徊较长时间,这对于下游的轮胎制造企业显然是明显利多因素。

三、公司分析

3.1 公司主营业务概况

公司作为目前国内仅有的民营上市轮胎企业,拥有 2200 万条半钢子午胎、400 万条全钢子午胎生产能力,且正在实施年产 1500 万条高性能子午线轮胎项目。

在销售结构上,公司销售以出口为主,截止 2014 年 6 月,其出口业务收入已占当年营业收入的 72%,毛利贡献更是超过八成,外销出口已成为公司主要的收入和利润来源。2013 年,公司半钢子午胎在产量、出口量、销售额、出口交货值等方面均位列内资企业前三,且与排名靠前的竞争对手相差不大,整体生产规模已稳居国内第一梯队。

公司在国内率先创建了“产业链循环经济发展模式”(原材料基地建设--产学研结合的技术研发机制--技术研发及技术输出--信息化管理生产轮胎--市场营销网络建设--轮胎循环利用业务),并以轮胎为载体,紧紧围绕着轮胎产业链,在重要环节利用先进的技术进行突破。

图 11 公司产业链循环经济模式展示图



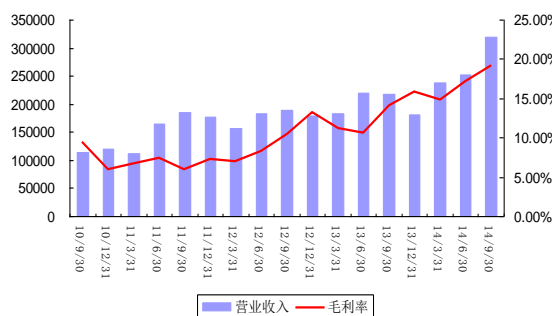
数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

3.2 公司成长性情况

公司上市以来结合自身发展战略，通过海外自建、全资收购等多种方式，规模提升迅猛，2010-2013 年公司营收和利润增速均超过 30%，远高于行业水平，显示出极佳的成长性。

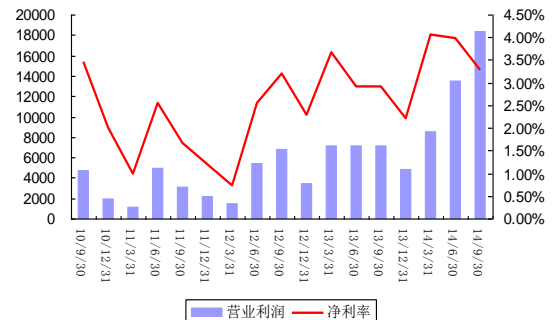
2014 年以来，橡胶价格大跌使得公司原材料成本大降，加之收购金宇实业后产能大幅扩张，业绩依然亮眼，截止 2014 年三季度，公司收入与利润增速均已超过 2013 年全年，高增长态势不减。

图 12 2010 年以来公司季度营收情况



数据来源：公司历年定期公告 上海证券研究所

图 13 2010 年以来公司季度盈利情况



数据来源：公司历年定期公告 上海证券研究所

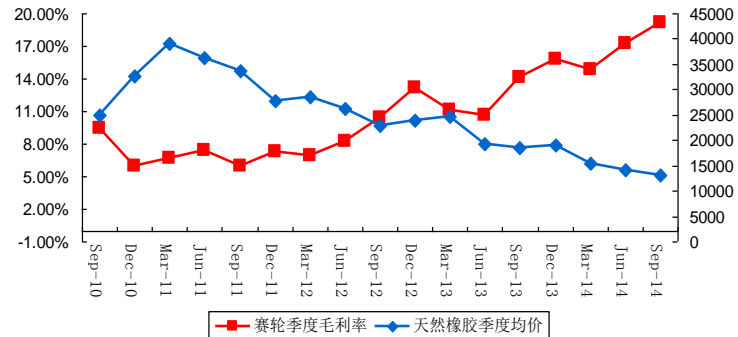
作为上市轮胎企业中产能扩张最为迅猛、管理机制最为有效的成长性公司，随着明年子公司金宇实业 1500 万条子午胎项目以及越南赛轮项目的投产，未来仍将延续高增长。

3.3 展望 2015---毛利率上升+产能释放

在之前的行业分析中，我们已经指出，近年来橡胶的持续低迷，使得下游的轮胎行业迎来了高景气周期，这一点在赛轮股份上体现

的尤为明显。通过追踪公司 2010 年每季的毛利率，我们发现随着橡胶价格由 2011 年高位滑落，公司盈利能力呈现明显的上升趋势，由 2011 年低位的 5.94% 一跃至 2014 年三季度末的 19.13%！

图 14 公司上市以来季度毛利率与橡胶价格走势



数据来源：公司历年定期公告 上海证券研究所

目前橡胶价格已经由三季度末的 13000 元/吨进一步下滑至 11000 元/吨，考虑到明年的橡胶价格难有提振，我们判断 2015 年公司毛利率有望维持今年三季度的水平，盈利能力较 2014 年全年仍有提升空间。

此外，鉴于公司在 2014 年完成增发融资之前已经先行投入资金建设增发项目（金宇 1500 万条子午胎扩产项目），预计明年项目产能就将部分释放。

展望 2015，面对盈利能力与收入齐升的良性局面，公司业绩再创辉煌是大概率事件，我们预计全年有望实现 50% 以上的利润增幅。

四、盈利预测

盈利预测主要假设：

根据我们分析，我们认为供大于求的产业格局将使橡胶价格未来仍处于一个较低的位置，考虑轮胎行业毛利率与橡胶价格的负相关性，整个轮胎制造行业都将受益于此，而作为行业龙头的赛轮股份受益程度更为显著。

我们判断未来一年，公司的高毛利率能够得以维持，且未来两年受益于子公司 1500 万套子午胎项目的逐步投产以及越南子公司产能的释放，中短期存在盈利能力与收入齐升的可能性。

我们预测 2014-2015 年公司的 EPS 为：0.65 和 1.01 元，预计 2015 净利润相较 2014 年同比增长 55.8%。

五、同业比较及估值定价分析

市场一般认为轮胎行业作为一个竞争激烈的行业，一方面在面对下游汽车企业时处于弱势地位，而另一方面又要面对上游原材料价格的剧烈波动，盈利能力容易受到挤压，因此缺乏必要的盈利壁垒。

不同于市场的观点，我们认为，本轮橡胶价格调整是其自身供需矛盾引发的，在可预见的未来并没有看到明显的利多因素，因此我们判断未来一年橡胶价格大概率低位徘徊，这使得整个轮胎行业目前处于一个相对较好的成本环境中。此外，轮胎市场中替代胎市场占据了70%的市场份额，因此即使在配套市场轮胎企业相对汽车企业而言处于弱势地位，但是在替代市场仍有较大的市场地位，截止2014年6月，仅我国的汽车保有量就已达1.47亿辆，在替代市场，每辆汽车每年需要更换1.5条轮胎，这意味着单单我国替代市场的轮胎需求就有2.2亿条，在这样的一个市场空间中，对于部分机制灵活、管理出色、又能利用资本市场进行并购扩张的企业而言，机遇也是存在的。

而在具体比较轮胎行业同类上市公司的投资价值时，我们可以关注两个指标：其一是市盈率，这是市场最习惯采用的相对估值指标，从表2可以看出，在目前上市的六家轮胎公司中，赛轮股份的动态市盈率仅高于风神股份，远低于行业平均水平。

表2：上市轮胎公司市盈率情况

	市值	前三季度净利润	前三季度销售额	市盈率(2014E)	市销率(2014E)
S 佳通	57.7	1.57	29.2	32.2	1.73
赛轮股份	90.92	2.96	81	26.9	0.98
双钱股份	129	2.19	103.5	51.5	1.09
风神股份	53.88	3.06	60.1	15.4	0.78
黔轮胎	55.6	1.29	42.3	37.7	1.15
青岛双星	42.5	0.41	32.1	90.7	1.16
	行业平均			42.4	1.10

资料来源：相关公司年报，上海证券研究所整理

其二是股票市值与重置成本的比值。我们更为倾向采用这一比值作为参考指标，就产业或者实业投资的角度而言，我们认为，重置成本是企业最根本的经营根基，传统制造业企业的生产线价值能够客观反映标的资产的重置成本，通过其与股票市值的比较，可以全面反映同类型上市公司核心价值的低估程度。

具体到轮胎行业，根据有关资料，每30万条全钢子午胎生产线，大致需要1.5亿资金投入；每100万条半钢子午胎生产线，则需要1亿资金的投入，我们分别统计了目前上市轮胎企业的全钢和半钢产能，并按照上述投资强度计算各家生产线的重置成本价值。

表 3: 上市轮胎公司股票市值与重置成本比值情况 (含在建产能)

	半钢胎产能	全钢胎产能	市值	重置成本价值	市值/重组成本
S 佳通	1800	0	57.7	18	3.21
赛轮股份	4400	390	90.92	63.5	1.43
双钱股份	1500	700	129	50	2.58
风神股份	500	600	53.88	35	1.54
黔轮胎	50	700	55.6	35.5	1.57
青岛双星	600	400	42.5	26	1.63
		行业平均值			1.99

资料来源: 相关公司年报, 上海证券研究所整理

从表 3 可以发现, 在目前上市的六家轮胎企业中, 赛轮股份的市值/重置成本比值为 1.43, 低于行业平均值, 为所有上市同类公司中最低, 这也意味着, 相对于当前股票市值, 赛轮股份的生产线重置价值最为市场所低估。

六、投资建议

从历史数据分析, 轮胎行业的利润率与橡胶价格存在较为显著的负相关性。我们判断, 目前橡胶行业供需矛盾难以在短期内出现改善, 橡胶价格将在低位徘徊, 这也意味着未来一段时间, 受益于上游原材料价格低迷, 轮胎企业利润率仍将维持高位。

作为行业内具有代表性的民营龙头, 公司近年来通过海外自建、全资收购等多种方式, 实现了跨越式的规模扩张。展望 2015, 随着子公司金宇实业 1500 万套子午胎项目的逐步投产以及越南赛轮产能的释放, 公司将面对毛利率与销量齐升的绝佳局面, 业绩再创辉煌是大概率事件。

赛轮股份目前重置成本价值约为 63.5 亿元, 考虑到公司在管理机制、产能规模、产品质量上均位于行业前列, 其估值水平不应低于行业平均水平。而鉴于轮胎行业目前股票市值/重置成本的均值为 1.99, 据此标准测算, 公司的合理总市值应在 126 亿元左右, 按股本折合约每股 24.2 元, 对应 2015 年动态市盈率 23.9 倍, 较现价 17.81 元仍有 35% 以上的上涨空间, 具备足够的安全边际, 故首次给予公司“增持”评级。

七、主要风险因素

行业竞争加剧可能导致产品销量不达预期

新增项目建设进度不达预期

■ 附表

附表 1 赛轮股份损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
一、营业总收入	6390	7075	8022	9405	12318
二、营业总成本	6274	6918	7844	8956	11606
营业成本	5954	6382	6989	7787	10075
营业税金及附加	2	13	21	12	16
销售费用	117	229	444	516	676
管理费用	130	173	195	425	556
财务费用	60	108	181	207	272
资产减值损失	11	12	14	8	11
三、其他经营收益	0	14	85	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0	0
四、营业利润	116	171	263	450	711
加：营业外收入	14	14	31	45	60
减：营业外支出	1	1	6	3	4
五、利润总额	129	184	288	492	767
减：所得税	24	25	53	156	243
加：未确认的投资损失	0	0	0	0	0
六、净利润	105	159	234	336	524
减：少数股东损益	0	(1)	(11)	0	0
归属于母公司所有者的净利润	105	160	245	336	524
七、总股本（万股）	52134	52134	52134	52134	52134
八、摊薄每股收益（元）	0.20	0.31	0.47	0.65	1.01

资料来源：Wind 上海证券研究所

附表 2 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 百万元人民币)

分业务收入测算	2012A	2013E	2014E	2015E
轮胎产品	5728	5986	9361	12268
循环利用	36	38	44	50
技术转让	0	7	0	0
合计	5764	6031	9405	12318
分业务成本测算	2012A	2013E	2014E	2015E
轮胎产品	5072	5019	7745	10030
循环利用	42	37	42	45
技术转让	0	3		
合计	5113	5059	7787	10075
分业务增速	2012A	2013E	2014E	2015E
轮胎产品	10.72%	13.39%	17.24%	30.97%
循环利用	0.50%	6.92%	14.60%	13.64%
技术转让	/	/	/	/
分业务毛利率	2012A	2013E	2014E	2015E
轮胎产品	11.46%	16.14%	17.27%	18.24%
循环利用	-16.22%	4.86%	4.55%	10.00%
技术转让	/	/	/	/

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 杨彦

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。