

证券研究报告
平安基础化工

推荐(首次)

证券分析师

蒲强

投资咨询资格编号: S0490513120001
联系电话: 021-38662845
邮箱 puqiang587@pingan.com.cn

郭哲

投资咨询资格编号: S0500513080001
联系电话: 021-38662845
邮箱 guozhe307@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

赛轮金宇(601058)

2014年业绩大幅增长，未来仍值得期待

事项：

赛轮金宇 2015 年 1 月 24 日发布业绩预增公告，预计 2014 年实现归属于上市公司股东净利润同比增加 50%到 60%；同时，公司公告美国商务部认定中国输美有关轮胎存在倾销行为，公司双反税率合并后的实际执行的初裁税率为 41.04%。

平安观点：

■ **公司收购公司并表等因素带来公司 2014 年盈利大幅增长**：2013 年年底公司完成金宇实业剩余 51%股权的收购，同时公司收购福瑞特橡胶 52%股权等外延行为显著增厚了公司 2014 年业绩，同时公司积极开拓半钢胎市场，越南项目的投产以及海外销售渠道的积极拓展为半钢胎的放量打下了坚实基础。2014 年公司实现归属于上市公司股东的净利润为 3.675~3.92 亿元，对应 EPS 分别为 0.71~0.75。

■ **公司已成长为国内轮胎行业的翘楚**：作为国内轮胎行业领军企业，综合竞争优势显著。公司在 2013 年完成对金宇实业全部股权的收购之后，目前具备 2500 万套半钢胎，380 万套全钢胎以及 1 万套工程胎的生产能力，待之后定增募投项目陆续投产后，公司成为国内轮胎行业的翘楚。公司前身作为青岛子午线轮胎信息化生产示范基地，背靠青岛科技大学这一国内轮胎行业的黄埔军校，加上民营的灵活机制，带来公司在技术上的不断进步。

■ **一体化发展降低经营风险，海外布局可减少“双反”损失**：近些年公司不断完善产业一体化，提高原材料供应的稳定性，并积极扩充产品品类，提升国际竞争力；在越南投资建厂，可有效规避美国“双反”对国内生产基地带来的冲击，越南工厂到 2014 年年底将达到 780 万套的半钢胎产能，将成为公司未来提升美国市场份额的主要根据地（可完全弥补国内出口美国的损失）。

■ **我国轮胎行业进入大规模整合期，原材料价格处于低于利于公司盈利提升**：全球轮胎行业在 80 年代的大规模兼并重组之后，2012 年三大巨头集中度达到了近 40%，而国内前十大轮胎企业的集中度仅刚过 30%；我们认为在国内轮胎行业由以新增量为主进入到以替换胎为主的市场形态当中，行业集中度的提升不仅可以提高龙头企业的规模效应，也有助于品牌价值的提升。公司作为行业中机制最为灵活，质地最为优秀的企业之一，未来外延式的发展仍值得期待。同时原油价格的暴跌带来轮胎行业主要原材料合成橡胶、炭黑、帘子布等产品价格不断走低，天然橡胶也底部盘整，可以预期轮胎行业的整体盈利将不断攀升。

■ **投资建议**：公司是国内轮胎行业的龙头之一，无论从内部管理、外延收购均领先行业，我们认为国内广阔的轮胎市场必将诞生出国际化的一流企业，而赛轮最有潜质；2015~2016 年越南基地二期以及金宇实业新的募投产能将不断放量，公司之前销售渠道及品牌建设的铺垫将保证公司新增产能的消化，公司未来两年将进入业绩爆发期。同时随着公司规模不断扩张，规模效应凸显，净利润率仍有提升空间；我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.72、1.09 和 1.43 元，三年复合增长率为 48%；当前股价对应的 PE 分别为 25、16.6 和 12.7 倍；首次覆盖，给予“推荐”评级。

■ **风险提示**：原材料价格暴涨；国内品牌推广低于预期。

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	4019	5652	7267	8642
现金	1204	1728	2211	2630
应收账款	1041	1332	1772	2080
其他应收款	32	39	54	63
预付账款	499	707	903	1079
存货	978	1439	1815	2178
其他流动资产	266	408	511	612
非流动资产	4297	4357	4052	3729
长期投资	567	539	548	545
固定资产	3097	2947	2752	2536
无形资产	338	324	310	296
其他非流动资产	295	548	441	353
资产总计	8316	10009	11319	12371
流动负债	4162	5587	6495	7002
短期借款	2554	3389	3693	3694
应付账款	1185	1705	2214	2606
其他流动负债	423	494	587	701
非流动负债	1305	1183	1147	1146
长期借款	435	335	335	335
其他非流动负债	871	849	812	811
负债合计	5467	6770	7642	8148
少数股东权益	15	19	26	35
股本	445	521	521	521
资本公积	1713	1713	1713	1713
留存收益	696	985	1416	1954
归属母公司股东权益	2834	3220	3651	4189
负债和股东权益	8316	10009	11319	12371

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	239	456	591	884
净利润	234	382	574	752
折旧摊销	274	305	315	319
财务费用	181	195	213	206
投资损失	-85	-15	-12	-10
营运资金变动	-396	-428	-509	-388
其他经营现金流	30	17	10	5
投资活动现金流	-1040	-411	-64	-55
资本支出	995	0	0	0
长期投资	-9	-29	10	-3
其他投资现金流	-54	-440	-54	-59
筹资活动现金流	871	479	-44	-410
短期借款	-103	835	305	1
长期借款	390	-100	0	0
普通股增加	67	76	0	0
资本公积增加	638	0	0	0
其他筹资现金流	-122	-332	-349	-411
现金净增加额	44	524	483	418

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	8022	11172	14440	17115
营业成本	6989	9521	12321	14659
营业税金及附加	21	22	29	34
营业费用	444	581	693	770
管理费用	195	447	549	599
财务费用	181	195	213	206
资产减值损失	14	11	11	12
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	85	15	12	10
营业利润	263	409	636	845
营业外收入	31	45	45	45
营业外支出	6	5	5	5
利润总额	288	450	676	885
所得税	53	67	101	133
净利润	234	382	574	752
少数股东损益	-11	4	7	9
归属母公司净利润	245	378	568	743
EBITDA	718	909	1164	1370
EPS (元)	0.55	0.72	1.09	1.43

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)				
营业收入(%)	13.4	39.3	29.3	18.5
营业利润(%)	53.8	55.5	55.3	32.8
归属于母公司净利润(%)	52.8	54.3	50.2	30.9
获利能力				
毛利率(%)	12.9	14.8	14.7	14.3
净利率(%)	3.1	3.4	3.9	4.3
ROE(%)	8.6	11.7	15.5	17.7
ROIC(%)	7.2	9.3	12.7	15.5
偿债能力				
资产负债率(%)	65.7	67.6	67.5	65.9
净负债比率(%)	55.5	55.0	52.7	49.5
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.9
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.2	1.4	1.4
应收账款周转率	9.2	9.3	9.2	8.8
应付账款周转率	5.6	6.6	6.3	6.1
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.72	1.09	1.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	0.88	1.13	1.70
每股净资产(最新摊薄)	5.44	6.18	7.00	8.03
估值比率				
P/E	38.6	25.0	16.6	12.7
P/B	3.3	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	15.9	12.6	9.8	8.4

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号
荣超大厦 16 楼

邮编：518048

传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼

邮编：200120

传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金
融街中心北楼 15 层

邮编：100033