

苦练内功，期待再次成长

——赛轮金宇（601058）中报点评

2015年8月31日

推荐/维持

赛轮金宇

中报点评

梁博 基础化工行业分析师
021-65465597

执业证书编号：S1480512060006

Email: liangbo@dxzq.net.cn

事件：

赛轮金宇发布2015年度中期报告，上半年公司实现营业收入45.5亿元，同比下降7.4%。报告期内公司净利润为1.05亿元，同比下降46.9%，对应EPS为0.1元。

公司财务指标

指标	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2
营业收入（百万元）	1818	2390	2521	3190	3026	1983	2564
增长率（%）	-16.63%	31.5%	5.5%	26.5%	-5.1%	-34.5%	29.3%
毛利率（%）	15.84%	14.9%	17.2%	19.1%	21.5%	16.7%	20.2%
期间费用率（%）	14.52%	11.3%	11.9%	13.2%	19.5%	14.9%	16.0%
营业利润率（%）	2.64%	3.6%	5.4%	5.8%	0.8%	1.7%	3.2%
净利润（百万元）	46.0	96	101	99	37	32	73
增长率（%）	-32.67%	108.7%	5.2%	-2.0%	-62.6%	-13.5%	128.1%
每股盈利（季度，元）	0.04	0.09	0.10	0.09	0.04	0.03	0.07
资产负债率（%）	65.7%	72.2%	73.7%	75.8%	68.5%	68.8%	68.6%
净资产收益率（%）	1.62%	3.3%	3.4%	3.3%	0.9%	0.8%	1.7%
总资产收益率（%）	0.55%	0.9%	0.9%	0.8%	0.3%	0.2%	0.5%

评论：

业绩下滑原因：

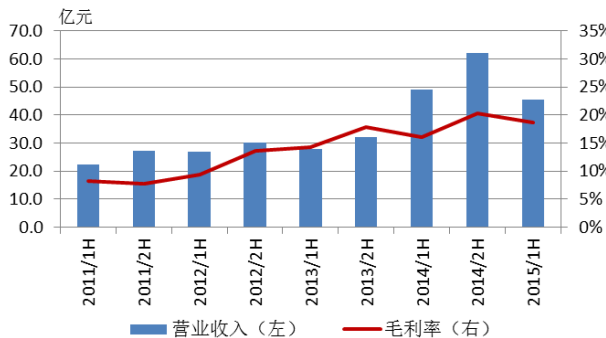
- 受宏观经济低迷影响，轮胎市场需求放缓。据国家统计局统计，2015年1-6月，轮胎产量45477.5万条，同比下降3.9%。由于天胶等原材料价格下滑，轮胎市场价格也大幅下降，目前行业平均开工率60%左右，比去年同期降低10个百分点，全行业出现了“量价齐跌”的局面。此外，美国对中国产轮胎产品实施“双反”，导致国内轮胎产品在美国市场的竞争力有所下降，加大了国内轮胎在美国市场的销售难度，加剧了行业的竞争。在这种大环境下，轮胎企业业绩普遍下滑。

- **销售和管理费用增加是公司业绩下滑的直接原因。**报告期内，公司销售费用3.1亿元，较去年同期增加约8000万元。管理费用约2.67亿元，较去年同期增加约5700万元。

销售费用增加主要源于人工费用、广告宣传费和代理佣金返利的增加，这表明当前轮胎市场竞争激烈，轮胎企业需要加大营销和返利的力度才能保证较高的市场份额。

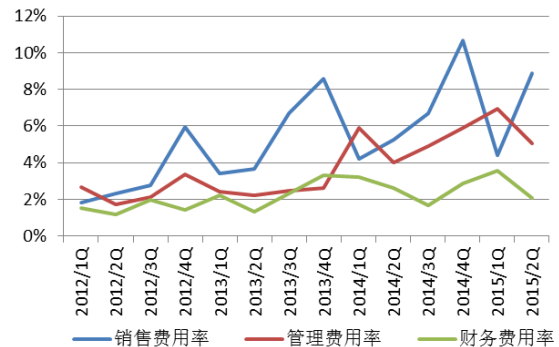
管理费用增加主要因为办公费用、中介费和研究开发费用的增长。上半年公司研究开发费用为8806万元，较去年同期增加约1500万元，表明公司在研发新产品、提升产品品质方面做了大量工作。2015年上半年，公司共申请专利18项，获得授权专利30项（其中发明专利9项），参与修订国家标准2项。我们认为持续的研发投入有利于公司在激烈的市场竞争中提升竞争力，提高产品的附加值。

图 1：2015 年收入同比下降，综合毛利率稳定在 20%



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 2：销售费用、管理费用走高



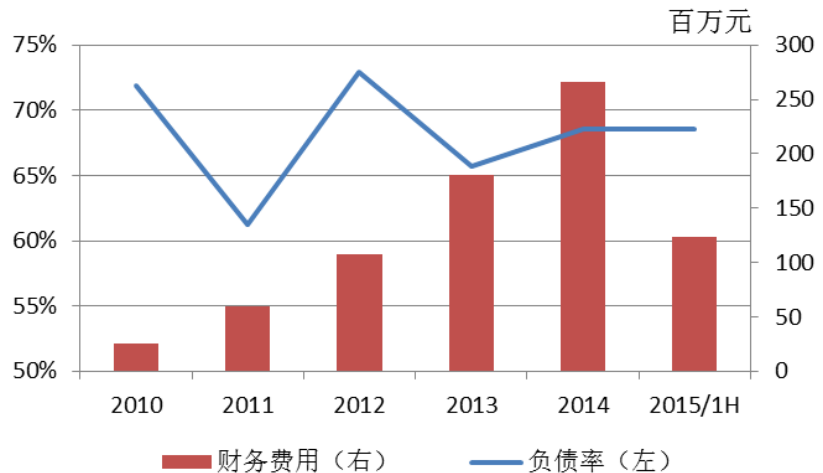
资料来源：Wind

积极因素：

- **越南基地初步建成，受“美国双反”影响低于同行。**公司“双反”税率合并计算后的终裁税率为30.61%，同为上市公司的S佳通税率为52.1%，部分国有轮胎企业的双反税率甚至高达100%，因此赛轮的双反税率水平在行业中处于中等偏下的水平。此外，赛轮已经在越南建成半钢胎产能700万套/年，预计今年可生产500-600万套，其中约400万套可出口美国市场，在一定程度上规避“美国双反”的高额税率。
- **公司在品牌营销和销售网络构建方面做了大量工作，为公司持续发展做好准备。**公司在海外已拥有两家销售公司，分别是英国KRT集团和加拿大国马集团，实现了海外市场的本土化销售，同时公司还在俄罗斯、澳洲、南美、非洲设立驻外销售机构，为海外市场的开拓打下良好的基础。今年以来公司加大了品牌宣传力度，公司携手郑州日产锐骐皮卡车队征战国内最大的越野赛事一环塔（国际）拉力赛，提升了公司的品牌与市场影响力。另外，公司还与京东商城展开合作，试水通过网络渠道销售轮胎。轮胎市场竞争日趋激烈，提升品牌知名度和完善销售网络成为轮胎企业占领市场的重要手段，通过对几家轮胎上市公司的比较，我们认为赛轮在这两方面做了比其他几家更大的努力，这将有助于赛轮在激烈的竞争中脱颖而出。
- **资产负债率68.6%，在利率下行的大环境下，公司融资成本将逐步降低。**轮胎是典型的资本密集型和技术

密集型行业，一般负债率较高，公司目前负债率为68.6%，有息负债约62亿元。从2014年下半年以来，我国货币政策逐步放松，基准利率多次下调，因此我们认为在利率下行周期中，公司的融资成本将明显下降。如果融资成本下降1个百分点，可减少利息支出约6200万元。

图 3：负债率水平偏高



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

- **高管持续增持，看好公司发展前景。**7月4日至8月25日，公司已经发布10次增持公告。公司董事长杜玉岱先生增持公司股份45万股，增持后持有公司股份6725万股，占总股本的6.45%，是公司第一大股东。公司副董事长、总裁延万华先生共计增持公司股份385万股。8月26日，公司又公告了新的增持计划，延万华先生拟在未来3个月内（自2015年8月26日起算）通过上海证券交易所交易系统允许的方式增持公司股份，累计增持不超过500万股（8月26日当天持122万股）。公司高管持续增持，显示了对公司未来发展的信心。

盈利预测和投资建议：

赛轮金宇上半年业绩同比下滑是轮胎需求增速放缓、美国双反等综合因素作用的结果。同时我们看到公司经过前两年快速扩张后主动放慢脚步，在提升公司内部经营管理效率、完善销售体系、加强技术积累方面做了大量工作。与A股同类公司相比，赛轮金宇对市场变化反应更加迅速、产业链布局更加完善、对未来的发展战略更加明晰。我们认为经过这一轮行业调整后，赛轮金宇在行业中的竞争力将得到加强。预计公司2015至2016年EPS分别为0.21元和0.38元，对应PE分别为31倍、17倍。当前股价已经反应对行业和公司的悲观预期，下行空间有限，继续给予公司“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				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	4019	6991	6371	7147	7842	营业收入	8022	11128	9716	11001	12052
货币资金	1204	2704	2526	2860	3134	营业成本	6989	9077	7890	8740	9630
应收账款	1041	1596	1331	1507	1651	营业税金及附加	21	12	10	12	13
其他应收款	32	85	74	84	92	营业费用	444	767	777	935	964
预付款项	499	442	521	608	705	管理费用	195	545	515	616	675
存货	978	1626	1405	1556	1715	财务费用	181	266	240	230	250
其他流动资产	0	409	381	381	381	资产减值损失	13.68	35.20	16.00	5.00	5.00
非流动资产合计	4297	6877	7677	7383	7208	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	567	0	0	0	0	投资净收益	84.98	4.01	0.00	0.00	0.00
固定资产	3096.65	5089.96	5235.52	5141.09	5010.66	营业利润	263	430	268	463	515
无形资产	338	494	444	395	346	营业外收入	30.77	60.78	16.00	28.00	20.00
其他非流动资产	0	188	155	150	150	营业外支出	6.49	9.17	15.00	8.00	8.00
资产总计	8316	13868	14048	14530	15050	利润总额	288	481	269	483	527
流动负债合计	4162	8953	7699	7694	7704	所得税	53	137	51	92	100
短期借款	2554	4607	3574	4380	4092	净利润	234	344	218	391	427
应付账款	1185	1799	1513	1676	1847	少数股东损益	-11	11	0	0	0
预收款项	66	67	91	118	148	归属母公司净利润	245	333	218	391	427
一年内到期的非流	46	945	945	0	0	EBITDA	968	1554	1161	1437	1545
非流动负债合计	1305	550	1786	1998	2209	BPS (元)	0.65	0.74	0.21	0.38	0.41
长期借款	435	400	1000	1200	1400	主要财务比率					
应付债券	715	3	800	800	800	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
负债合计	5467	9503	9484	9693	9913	成长能力					
少数股东权益	15	139	139	139	139	营业收入增长	-27.9%	38.7%	-12.69%	13.23%	9.55%
实收资本(或股本)	445	521	1043	1043	1043	营业利润增长	-40.3%	385.7%	-37.76%	73.16%	11.22%
资本公积	1713	2810	2289	2289	2289	归属于母公司净利润	-34.7%	244.7%	-34.74%	79.96%	9.10%
未分配利润	625	840	938	1114	1306	获利能力					
归属母公司股东权益	2834	4225	4424	4698	4997	毛利率(%)	13%	18%	19%	21%	20%
负债和所有者权益	8316	13868	14048	14530	15050	净利率(%)	3%	3%	2%	4%	4%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		
经营活动现金流	239	1348	1067	1212	1339	偿债能力					
净利润	234	344	218	391	427	资产负债率(%)	66%	69%	68%	67%	66%
折旧摊销	524.13	858.64	0.00	743.82	779.82	营运能力					
财务费用	181	266	240	230	250	总资产周转率	1.03	1.00	0.70	0.77	0.81
应付帐款的变化	0	0	-286	163	171	应收账款周转率	9	8	7	8	8
预收帐款的变化	0	0	24	28	30	应付账款周转率	6.48	7.46	5.87	6.90	6.84
投资活动现金流	-1040	-1816	-719	-605	-610	每股指标(元)					
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.65	0.74	0.21	0.38	0.41
长期股权投资减少	567	0	0	0	0	每股净现金流(最新)	0.16	1.58	-0.17	0.32	0.26
投资收益	85	4	0	0	0	每股净资产(最新摊)	6.36	8.10	4.24	4.51	4.79
筹资活动现金流	871	1291	-526	-273	-456	估值比率					
应付债券增加	2554	4607	3574	4380	4092	P/E	10.83	9.51	33.75	18.75	17.19
长期借款增加	435	400	1000	1200	1400	P/B	1.11	0.87	1.66	1.56	1.47
普通股增加	67	76	521	0	0	EV/EBITDA	5.87	4.45	9.59	7.56	6.80
资本公积增加	638	1097	-521	0	0						
现金净增加额	70	823	-178	334	273						

资料来源：公司财报，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，有四年石油化工研究经验。重点关注化纤、橡胶、精细化工等行业。

东兴证券基础化工小组获得“2014 年水晶球”基础化工行业第三名。

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。