

投资评级：推荐（维持）
分析师

施伟锋 0755-83665774

Email: shiwf@cgws.com

执业证书编号: S1070515080002

杨超 0755-83663214

Email: ychao@cgws.com

执业证书编号: S1070512070001

余嫒嫒 021-61680360

Email: yuyy@cgws.com

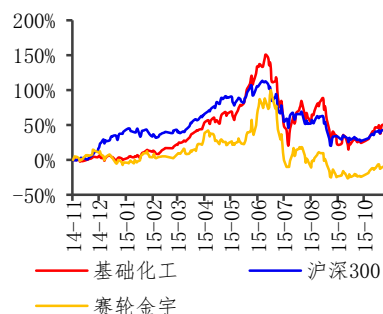
执业证书编号: S1070512120001

市场数据

| | |
|-----------|------------|
| 目前股价 | 7.36 |
| 总市值(亿元) | 76.74 |
| 流通市值(亿元) | 64.09 |
| 总股本(万股) | 104,270 |
| 流通股本(万股) | 87,080 |
| 12个月最高/最低 | 17.28/5.86 |

盈利预测

| | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 10,238 | 11,794 | 13,740 |
| (+/-%) | -8.0% | 15.2% | 16.5% |
| 净利润 | 185 | 304 | 440 |
| (+/-%) | -44.6% | 64.9% | 44.5% |
| 摊薄 EPS | 0.18 | 0.29 | 0.42 |
| PE | 41.6 | 25.2 | 17.4 |

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<业绩低于预期，长期成长逻辑未变>>

底部确立，明年重回高增长

——赛轮金宇（601058）公司动态点评

投资建议

受行业整体环境影响，公司营收和净利润均下滑，业绩略低于预期。我们认为，15 年是公司业绩的底部，未来随着越南工厂的正式投产，业绩有望重回高增长。公司作为最坚定发展半钢胎的民营轮胎企业，机制灵活，狠抓替换市场，进军配套市场，致力于打造具有国际竞争力的国产轮胎品牌。预计 15-17 年 EPS 分别为 0.18 元、0.29 元和 0.42 元，当前股价对应 PE 分别是 42 倍、25 倍和 17 倍，维持“推荐”评级。

投资要点

- **事件：**公司发布三季报，前三季度实现营收 71.92 亿元，同比下滑 11.22%；归属于上市公司股东的净利润 1.55 亿元，同比下滑 47.69%。EPS 为 0.15 元。
- **业绩略低于预期：**公司发布三季报，前三季度实现营收 71.92 亿元，同比下滑 11.22%；归属于上市公司股东的净利润 1.55 亿元，同比下滑 47.69%。三季度单季度实现营收 26.46 亿元，同比下滑 17.05%；归属于上市公司股东的净利润为 5018 万元，同比下滑 49.33%。业绩低于预期的主要原因有：（1）国内轮胎产业结构性产能过剩，低端恶性竞争严重，加之“双反”对出口的影响，导致出口被迫转内销，加剧国内竞争压力。（2）收入同比的下滑，还与主要原材料橡胶价格的下滑相关。（3）越南工厂进展低于之前预期，也是业绩不达预期的原因之一。整体上看，毛利率为 18.62%，同比有所提升。但是由于销售费用率和管理费用率同比分别增加了 1.6 和 1.07 个百分点，而净利率本身仅为两三个百分点，因此期间费用率的变化对最后净利率即能够产生较大影响。
- **越南工厂明年将为公司贡献高增长：**随着双反落地，赛轮通过布局越南工厂，能够有效规避目前甚至是未来出现的贸易摩擦。但由于上半年越南工厂开工率较低，效益并未体现，甚至是亏损的。越南工厂 15 年低预期是造成公司业绩出现下滑的重要原因之一，但到 3 季度，尤其是 8-9 月份，开工率稳步提升。赛轮（越南）的半钢产能已经达到 700 万条/年产能。预计明年产能能够完全发挥，正常情况下，能够贡献 1 亿左右的净利润。这为公司明年业绩增长奠定了基础。
- **公司有望受益于国内中低端乘用车轮胎需求持续增长：**随着汽车保有量持续增长，尤其是平均车龄的增长，国内轮胎替换市场在未来十年将持续快速增长。国内乘用车轮胎企业进入合资品牌车企配套市场比较困难，但在替换市场大有可为，尤其是中低端市场。公司目前在线下渠道积极布局，也已经有积极进展，公司通过对经销商输出培训服务等手段，

2015-08-24

<<有望在汽车后市场竞争中占据优势地位>> 2015-06-05

>> 2015-06-05

<<会计政策调整致业绩略低于预期,不改长期推荐逻辑>> 2015-04-03

>> 2015-04-03

与经销商紧密捆绑在一起,获得经销商积极评价。内销市场今年预计增长 30%左右,超越行业增速。公司线上京东店已经开始销售。此外,公司在国内配套市场也取得积极突破,目前已经通过有 2 家以上国内车企乘用车轮胎认证,有望在乘用车上批量使用公司轮胎作为原配胎,2016 年有望实现快速增长。

- **“双反”倒逼行业整合:** 美国轮胎“双反”终裁显示,赛轮“双反”税率为 30.61%,佳通为 52.10%,固铂为 31.85%,获得分别税率的企业为 39.33%,获得全国税率的企业为 107.07%。赛轮税率仍然为行业最低,但是整个行业的税率均在 30%以上,对轮胎出口影响不容小觑。我国轮胎生产企业超过 500 家,行业非常分散,具有国际竞争力的企业非常少。对于中小产能,“双反”事件的打击可能是巨大的,但这对行业领导者而言是并购的好机遇。回顾公司过去成长的历程,我们认为公司继续通过兼并收购实现快速增长的可能性仍然存在。公司以往并购的方向主要分为两大类:第一类是轮胎企业,如金宇实业、沈阳和平,通过对轮胎企业的并购,公司能够实现产能和收入的快速增长。第二类是渠道公司,2014 年公司收购海外知名轮胎经销商 KRT 和国马公司。公司通过收购海外渠道,借助现有海外渠道的销售力量,能够提高公司半钢轮胎在美国以外的市场竞争力和销量。同时,海外渠道的并购有利于公司出口多元化发展,从而规避现有以及未来可能出现的贸易摩擦。目前国内轮胎生产企业数量众多,在行业底部的阶段进行兼并收购将会是最好的时机,公司属于民营企业,机制灵活,同时也具备上市公司平台,有望成为行业并购整合的领导者。
- **风险提示:** 天胶价格大幅反弹,国内市场开拓低于预期。

附：盈利预测表

| 利润表 (百万) | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | 主要财务指标 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入 | 8,021.86 | 11,128.23 | 10,237.98 | 11,794.15 | 13,740.18 | 成长性 | | | | | |
| 营业成本 | 6,988.56 | 9,076.86 | 8,323.47 | 9,565.05 | 11,129.55 | 营业收入增长 | 13.4% | 38.7% | -8.0% | 15.2% | 16.5% |
| 销售费用 | 444.37 | 767.26 | 767.85 | 810.26 | 893.11 | 营业成本增长 | 9.5% | 29.9% | -8.3% | 14.9% | 16.4% |
| 管理费用 | 194.86 | 545.44 | 600.03 | 676.93 | 772.17 | 营业利润增长 | 53.8% | 63.3% | -47.2% | 70.7% | 46.8% |
| 财务费用 | 180.78 | 265.91 | 289.18 | 325.26 | 342.53 | 利润总额增长 | 56.2% | 67.5% | -48.7% | 64.9% | 44.5% |
| 投资净收益 | 13.89 | 4.01 | 0.00 | 5.00 | 5.00 | 净利润增长 | 52.8% | 36.1% | -44.6% | 64.9% | 44.5% |
| 营业利润 | 263.25 | 429.86 | 226.85 | 387.15 | 568.47 | 盈利能力 | | | | | |
| 营业外收支 | 24.28 | 51.61 | 20.00 | 20.00 | 20.00 | 毛利率 | 12.9% | 18.4% | 18.7% | 18.9% | 19.0% |
| 利润总额 | 287.53 | 481.47 | 246.85 | 407.15 | 588.47 | 销售净利率 | 3.1% | 3.0% | 1.8% | 2.6% | 3.2% |
| 所得税 | 53.31 | 137.44 | 56.78 | 93.65 | 135.35 | ROE | 8.6% | 7.6% | 4.1% | 6.6% | 9.1% |
| 少数股东损益 | -10.63 | 10.71 | 5.49 | 9.06 | 13.09 | ROIC | 5.8% | 6.8% | 3.9% | 5.0% | 5.9% |
| 净利润 | 244.85 | 333.32 | 184.58 | 304.45 | 440.03 | 营运效率 | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | | 销售费用/营业收入 | 5.5% | 6.9% | 7.5% | 6.9% | 6.5% |
| | | | | | (百万) | 管理费用/营业收入 | 2.4% | 4.9% | 5.9% | 5.7% | 5.6% |
| 流动资产 | 4,019.05 | 6,990.61 | 5,363.58 | 6,174.64 | 7,561.99 | 财务费用/营业收入 | 2.3% | 2.4% | 2.8% | 2.8% | 2.5% |
| 货币资金 | 1,203.58 | 2,704.36 | 1,842.84 | 2,122.95 | 2,473.23 | 投资收益/营业利润 | 5.3% | 0.9% | 0.0% | 1.3% | 0.9% |
| 应收账款 | 1,041.17 | 1,595.60 | 1,065.87 | 1,227.88 | 1,430.48 | 所得税/利润总额 | 18.5% | 28.5% | 23.0% | 23.0% | 23.0% |
| 应收票据 | 266.23 | 128.48 | 337.85 | 389.21 | 824.41 | 应收账款周转率 | 9.25 | 8.44 | 7.69 | 10.28 | 10.34 |
| 存货 | 977.52 | 1,626.45 | 1,482.26 | 1,703.37 | 1,981.97 | 存货周转率 | 6.70 | 6.97 | 5.35 | 6.01 | 6.04 |
| 非流动资产 | 4,297.28 | 6,877.35 | 7,350.76 | 7,663.62 | 7,936.97 | 流动资产周转率 | 2.05 | 2.02 | 1.66 | 2.04 | 2.00 |
| 固定资产 | 3,256.64 | 5,440.08 | 5,929.96 | 6,259.28 | 6,549.09 | 总资产周转率 | 1.03 | 1.00 | 0.77 | 0.89 | 0.94 |
| 资产总计 | 8,316.33 | 13,867.96 | 12,714.34 | 13,838.26 | 15,498.96 | 偿债能力 | | | | | |
| 流动负债 | 4,161.88 | 8,953.10 | 7,112.73 | 8,079.89 | 9,514.03 | 资产负债率 | 65.7% | 68.5% | 64.9% | 66.6% | 68.8% |
| 短期借款 | 2,553.80 | 4,607.45 | 4,200.00 | 4,200.00 | 4,200.00 | 流动比率 | 0.97 | 0.78 | 0.75 | 0.76 | 0.79 |
| 应付款项 | 1,352.41 | 2,787.33 | 1,641.89 | 1,886.81 | 2,195.42 | 速动比率 | 0.73 | 0.60 | 0.55 | 0.55 | 0.59 |
| 非流动负债 | 1,305.46 | 550.16 | 1,141.88 | 1,141.88 | 1,141.88 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 长期借款 | 434.92 | 399.77 | 991.49 | 991.49 | 991.49 | EPS | 0.23 | 0.32 | 0.18 | 0.29 | 0.42 |
| 负债合计 | 5,467.34 | 9,503.26 | 8,254.61 | 9,221.78 | 10,655.91 | 每股净资产 | 2.73 | 4.19 | 4.28 | 4.43 | 4.64 |
| 股东权益 | 2,848.99 | 4,364.69 | 4,459.73 | 4,616.49 | 4,843.05 | 每股经营现金流 | 0.23 | 1.29 | (0.07) | 1.15 | 1.30 |
| 股本 | 445.40 | 521.35 | 1,042.70 | 1,042.70 | 1,042.70 | 每股经营现金/EPS | 0.98 | 4.05 | (0.41) | 3.95 | 3.08 |
| 留存收益 | 2,374.29 | 3,564.63 | 3,132.83 | 3,280.53 | 3,494.00 | 估值 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
| 少数股东权益 | 14.65 | 139.36 | 142.10 | 146.63 | 153.17 | PE | 31.34 | 23.02 | 41.58 | 25.21 | 17.44 |
| 负债和权益总计 | 8,316.33 | 13,867.96 | 12,714.34 | 13,838.26 | 15,498.96 | PEG | (2.38) | (5.20) | 0.64 | 0.57 | - |
| 现金流量表 | | | | | (百万) | PB | 2.69 | 1.76 | 1.72 | 1.66 | 1.58 |
| 经营活动现金流 | 239.06 | 1,348.49 | -75.43 | 1,201.48 | 1,353.32 | EV/EBITDA | 18.43 | 11.65 | 13.02 | 11.13 | 10.15 |
| 其中营运资本减少 | -344.27 | 1,825.91 | -667.41 | 436.21 | 397.07 | EV/SALES | 1.35 | 10.91 | 24.83 | 19.25 | 16.29 |
| 投资活动现金流 | -1,040.01 | -1,816.40 | -600.00 | -500.00 | -500.00 | EV/IC | 1.65 | 1.27 | 1.25 | 1.22 | 1.18 |
| 其中资本支出 | -994.81 | -1,198.91 | -600.00 | -500.00 | -500.00 | ROIC/WACC | 0.47 | 0.56 | 0.32 | 0.41 | 0.48 |
| 融资活动现金流 | 870.90 | 1,291.40 | 613.33 | -152.23 | -220.02 | REP | 3.60 | 2.26 | 3.86 | 2.93 | 2.45 |
| 净现金总变化 | 69.95 | 823.49 | -62.10 | 549.26 | 633.30 | | | | | | |

研究员介绍及承诺

施伟锋: 2007年至2013年就读于中山大学,获材料化学、会计学双学士学位,金融硕士学位。2013年加入长城证券,目前任化工行业分析师。

杨超: 2006-2012年任职于鹏华基金,从事化工行业研究。2012年加入长城证券,任化工行业分析师。

余媛媛: 2010-2012年任职于国金证券,2012年加入长城证券,任化工行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则,独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点,不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供,除非另有说明,所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布,亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据,不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发,需注明出处为长城证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易,或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;

推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;

中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com

李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com

王 涛: 0755-83516127, 13808859088, wangt@cgws.com

李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com

李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com

吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xuji@cgws.com

凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com

王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路1399号太平大厦3楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>