



Research and
Development Center

前途光明的优质民营轮胎上市企业

——赛轮金宇（601058.sh）首次覆盖报告

2016年04月29日

郭荆璞 化工行业首席分析师

张燕生 研究助理

刘 栋 研究助理

前途光明的优质民营轮胎上市企业

2016年04月29日

本期内容提要:

- ◆ **公司作为行业领先者，将受益于轮胎行业供给侧改革。**目前国内有几百家中国轮胎厂商，在失去增量的市场中搏杀，竞争惨烈。从去年开始，轮胎企业破产热潮出现。国家开始重视轮胎行业供给侧改革，工信部于2016年3月2日，公布了首批23家符合《轮胎行业准入条件》的企业名单，公司位列其中。公司作为国内领先的民营乘用车轮胎、载重轮胎制造商，具备行业内领先的区位、成本和管理优势，必将受益于行业供给侧改革。
- ◆ **公司重视研发投入，未来有望率先实现技术突破。**公司始终关注技术研发与创新，现已形成了具有自主知识产权的、具备持续创新能力的技术研发体系。公司非常重视研发投入，在同行业上市轮胎企业中，研发投入金额及占营业收入比例仅次于风神股份和双钱股份，接近3%，在民营企业中非常少见。软控股份(002073.SZ)目前持有公司2.58%的股份，软控股份深耕轮胎机械制造和新材料研发，可与公司形成良好的科研和业务协同。
- ◆ **公司海外布局超前且稳健，有力应对美国“双反”。**从2015年开始，美国对中国进口的乘用车胎和轻卡轮胎征收高昂关税，为应对于此，公司于2012年便在越南建厂。越南作为与中国接壤的邻国，其天然橡胶的产量居世界第五位，对外来投资的政策和环境相对优越，公司在越南的生产线，取得了较高的投资回报率。目前，公司决定通过赛轮越南建设年产120万条全钢子午线轮胎和3万吨非公路轮胎项目，同时有消息称公司正在筹划在土耳其组建一个新的轮胎工厂，这些对于公司产品拓展欧洲市场和完善海外布局意义重大。
- ◆ **公司重视市场建设，在品牌和营销上动作频频。**公司与2015年环塔(国际)拉力赛的参赛队伍--郑州日产锐骐皮卡车队在青岛签订战略合作协议。环塔拉力赛是目前亚洲第一、国内最大的权威品牌国际越野赛事，公司此举让更多的消费者了解赛轮轮胎，提高公司的品牌知名度。2015年赛轮轮胎在京东首发上线，公司与京东正式拉开了战略合作的序幕。双方通过在产品、服务、渠道等方面展开深入合作，实现线上与线下的良好互动，让消费者真正获得实惠，创造轮胎行业的全新发展生态。
- ◆ **盈利预测与投资评级:**我们预计公司2016-2018年营业收入分别达到103.91、115.37、129.56亿元，归属母公司股东的净利润分别为2.20、3.15、4.58亿元，EPS分别为0.21元、0.30元和0.44元，对应2016年4月27日收盘价(8.01元/股)的动态PE分别为38倍、26倍和18倍。我们采用市盈率进行相对估值，取轮胎板块P/E历史均值49，给予公司目标价为10.29元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险因素:**宏观经济波动、出口反倾销、行业去产能。

证券研究报告

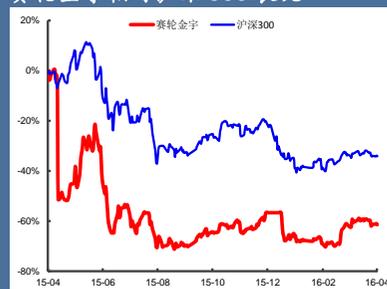
公司研究——首次覆盖

赛轮金宇 (601058.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

赛轮金宇相对沪深300表现



资料来源: 信达证券研发中心

郭荆璞 行业首席分析师
 执业编号: S1500510120013
 联系电话: +86 10 63081257
 邮箱: guojingpu@cindasc.com

张燕生 研究助理
 联系电话: +86 10 63081089
 邮箱: zhangyansheng@cindasc.com

刘 栋 研究助理
 联系电话: +86 10 83326796
 邮箱: liudong@cindasc.com

公司主要数据 (2016.4.27)

收盘价(元)	8.01
52周内股价波动区间(元)	5.86-21.2
最近一月涨跌幅(%)	-3.14
总股本(亿股)	10.43
流通A股比例(%)	96.64
总市值(亿元)	83.52

相关研究

《供给侧改革专题: 化工行业之轮胎去产能、补短板》2016.03
 《风神股份: 承受宏观经济压力考验, 站稳橡胶行业领先地位》2015.03

信达证券股份有限公司研发中心
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	11,128.23	9,769.45	10,390.80	11,536.76	12,956.08
增长率 YoY %	38.72%	-12.21%	6.36%	11.03%	12.30%
归属母公司净利润(百万元)	333.32	193.20	219.61	315.27	458.32
增长率 YoY%	36.13%	-42.04%	13.67%	43.56%	45.37%
毛利率%	18.43%	19.02%	18.27%	18.96%	19.88%
净资产收益率 ROE%	9.44%	4.56%	5.04%	6.82%	9.15%
每股收益 EPS(元)	0.64	0.19	0.21	0.30	0.44
市盈率 P/E(倍)	25	43	38	26	18
市净率 P/B(倍)	1.98	1.97	1.87	1.75	1.59

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2016 年 04 月 27 日收盘价

目 录

投资聚焦.....	1
一、公司概况.....	3
1、公司简介.....	3
2、股本结构.....	5
二、轮胎行业处于底部.....	5
1、轮胎行业特点.....	5
2、轮胎需求.....	7
3、行业竞争格局.....	9
4、“双反”影响.....	11
三、推荐逻辑.....	12
1、公司作为行业领先者，将受益于轮胎行业供给侧改革.....	12
2、公司重视研发投入，未来有望实现技术突破.....	13
3、公司海外布局超前且稳健，有力应对美国“双反”.....	14
4、公司重视市场建设，在品牌和营销上动作频频.....	15
四、盈利预测、估值与投资评级.....	17
1、盈利假设.....	17
2、公司估值及评级.....	19
风险因素.....	21

表 目 录

表 1: 公司前十大股东持股比例 (截止 2015-12-31)	5
表 2: 轮胎分产品盈利预测.....	18
表 3: 主要业务盈利预测.....	19
表 4: 轮胎上市公司市场估值情况.....	20

图 目 录

图 1: 公司营业收入 (亿元) 及增长情况.....	3
图 2: 公司归母净利润 (亿元) 及增长情况.....	3
图 3: 公司员工组成情况.....	4
图 5: 公司及同行业公司资产负债率 (%).....	4
图 6: 公司及同行业公司销售毛利率 (%).....	4
图 7: 轮胎行业特点.....	6
图 8: 我国乘用车产量 (万辆).....	7
图 9: 我国商用车产量 (万辆).....	7
图 10: 我国汽车保有量 (万辆).....	8
图 11: 我国公路货物周转量增长情况 (亿吨公里).....	8
图 12: 我国轮胎产量 (万条).....	8
图 13: 2014 年全球轮胎 75 强销售额 (亿美元).....	9
图 14: 全球轮胎行业竞争格局变化.....	10
图 15: 外资品牌轮胎在中国建厂分布.....	11
图 16: 中国出口美国轮胎当月值 (万吨).....	11
图 17: 公司注重研发投入.....	13
图 18: 公司历年研发投入.....	14
图 19: 2014 年同行业研发投入对比.....	14
图 20: 公司分地区营业收入 (亿元).....	14
图 21: 赛轮轮胎助阵环塔拉力赛.....	16
图 22: 公司电商平台.....	16
图 23: 轮胎板块 P/E TTM.....	20
图 24: 公司市盈率波动情况.....	21
图 25: 公司市净率波动情况.....	21

投资聚焦

核心观点/投资逻辑。

公司作为行业领先者，将受益于轮胎行业供给侧改革。目前国内有几百家中国轮胎厂商，在失去增量的市场中搏杀，竞争惨烈。从去年开始，轮胎企业破产热潮出现。国家开始重视轮胎行业供给侧改革，工信部于 2016 年 3 月 2 日，公布了首批 23 家符合《轮胎行业准入条件》的企业名单，公司位列其中。公司作为国内领先的民营乘用车轮胎、载重轮胎制造商，具备行业内领先的区位、成本和管理优势，必将受益于行业供给侧改革。

公司重视研发投入，未来有望率先实现技术突破。公司始终关注技术研发与创新，现已形成了具有自主知识产权的、具备持续创新能力的技术研发体系。公司非常重视研发投入，在同行业上市轮胎企业中，研发投入金额及占营业收入比例仅次于风神股份和双钱股份，接近 3%，在民营企业中非常少见。软控股份（002073.SZ）目前持有公司 2.58% 的股份，软控股份深耕轮胎机械制造和新材料研发，可与公司形成良好的科研和业务协同。

公司海外布局超前且稳健，有力应对美国“双反”。从 2015 年开始，美国对中国进口的乘用车胎和轻卡轮胎征收高昂关税，为应对于此，公司于 2012 年便在越南建厂。越南作为与中国接壤的邻国，其天然橡胶的产量居世界第五位，对外来投资的政策和环境相对优越，公司在越南的生产线，取得了较高的投资回报率。目前，公司决定通过赛轮越南建设年产 120 万条全钢子午线轮胎和 3 万吨非公路轮胎项目，同时有消息称公司正在筹划在土耳其组建一个新的轮胎工厂，这些对于公司产品拓展欧洲市场和完善海外布局意义重大。

公司重视市场建设，在品牌和营销上动作频频。公司与 2015 年环塔（国际）拉力赛的参赛队伍--郑州日产锐骐皮卡车队在青岛签订战略合作协议。环塔拉力赛是目前亚洲第一、国内最大的权威品牌国际越野赛事，公司此举让更多的消费者了解赛轮轮胎，提高公司的品牌知名度。2015 年赛轮轮胎在京东首发上线，公司与京东正式拉开了战略合作的序幕。双方通过在产品、服务、渠道等方面展开深度合作，实现线上与线下的良好互动，让消费者真正获得实惠，创造轮胎行业的全新发展生态。

与市场不同之处。轮胎行业目前处于市场底部，国内有几百家轮胎厂商，能挺过此次低潮的必将是行业翘楚。轮胎为千亿级美元的市场，完全没有替代品。公司作为国内领先的民营乘用车轮胎、载重轮胎制造商，具备行业内领先的区位、成本和管理优势，必将受益于行业供给侧改革。

盈利预测与投资评级：综合考虑各种因素，我们预计公司 16、17、18 年 EPS 分别为 0.21、0.30、0.44 元，给予“买入”评级，目标价格 10.29 元/股，对应的 PE 为 49。

风险因素

1、宏观经济形势波动，导致新车销售、运输需求持续下行。

- 2、中国轮胎出口持续遭遇国际反倾销打压的风险。
- 3、去产能过程中，轮胎企业的破产风险。

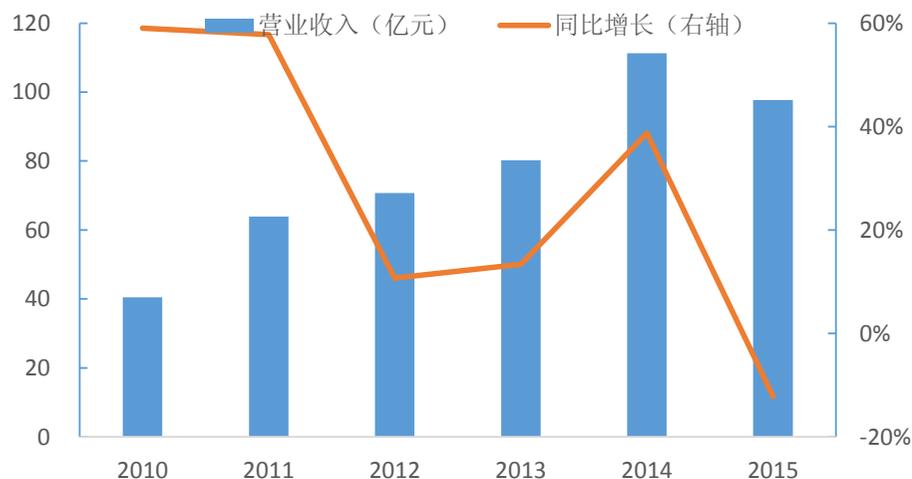
一、公司概况

1、公司简介

赛轮金宇集团股份有限公司（简称“赛轮金宇”），是一家主营全钢载重子午胎、半钢子午胎和工程子午胎的研发、制造和销售的民营轮胎上市企业，中国首家轮胎资源循环利用示范基地。公司在中国青岛、东营、沈阳及越南西宁建有现代化轮胎制造工厂，在泰国建有天然橡胶深加工基地，在加拿大、英国等地设有服务于美洲和欧洲等区域的销售网络与物流中心。公司定位为橡胶轮胎研发制造企业，致力于为全球用户提供优质的轮胎产品和服务。目前已拥有全钢子午线轮胎超 420 万条、半钢子午线轮胎逾 3200 万条、非公路轮胎 4 万吨以上的年生产能力。产品销往欧、美、亚、非等一百多个国家和地区，“SAILUN”牌全钢子午线轮胎获得“中国名牌产品”称号，“SAILUN”商标被认定为“山东省著名商标”。

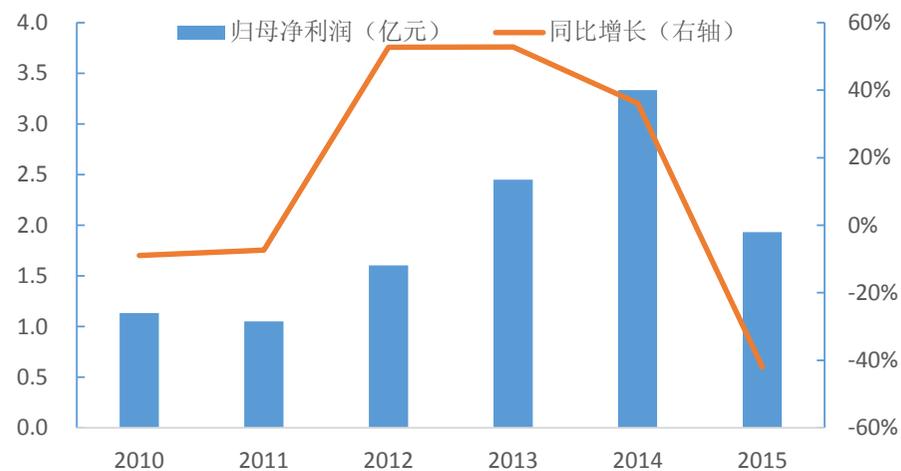
自 2011 年上市以来，公司营业收入由 63.90 亿元增长到 97.69 亿元，年复合增长率 11.2%，归母净利润由 1.05 亿元增长到 1.93 亿元，年复合增长率 16.5%。公司毛利率受上游原材料价格尤其是天然橡胶的波动影响较大，近年稳定在 20%左右。2015 年，公司实现营业收入 97.69 亿元，同比降低 12.21%（主要原因是原材料价格大幅下降导致产成品价格降低），实现归母净利润 1.93 亿元，同比降低 42.04%，销售毛利率与净利率分别为 19.02%和 2.02%，实现 EPS 0.19 元。2015 年分红为每 10 股派送现金红利 1 元（含税），同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 12 股。

图 1：公司营业收入（亿元）及增长情况

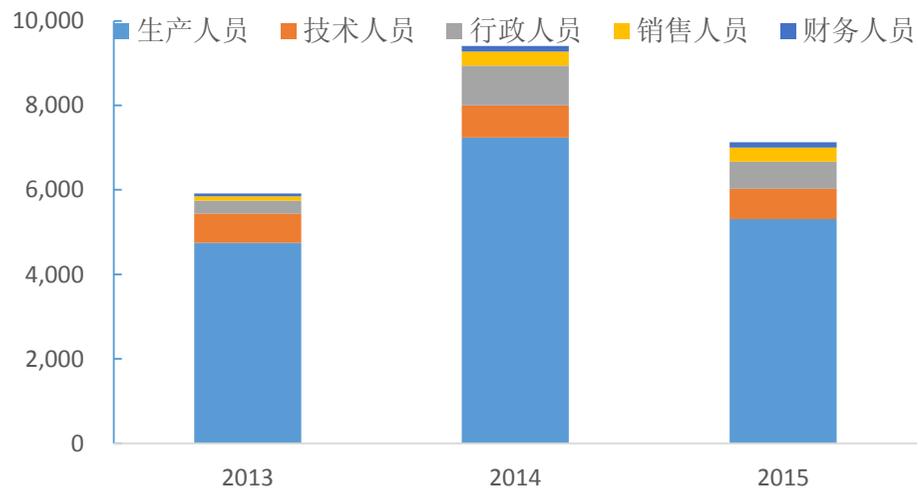


资料来源：wind，信达证券研发中心

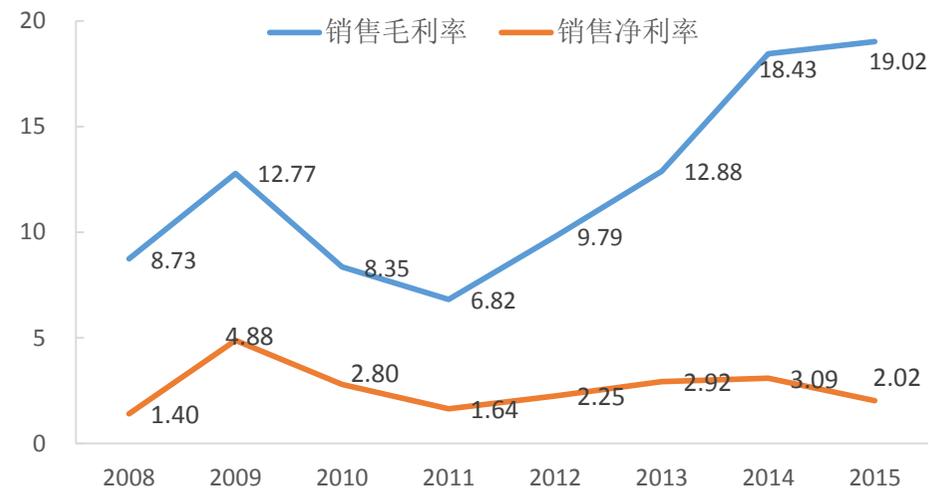
图 2：公司归母净利润（亿元）及增长情况



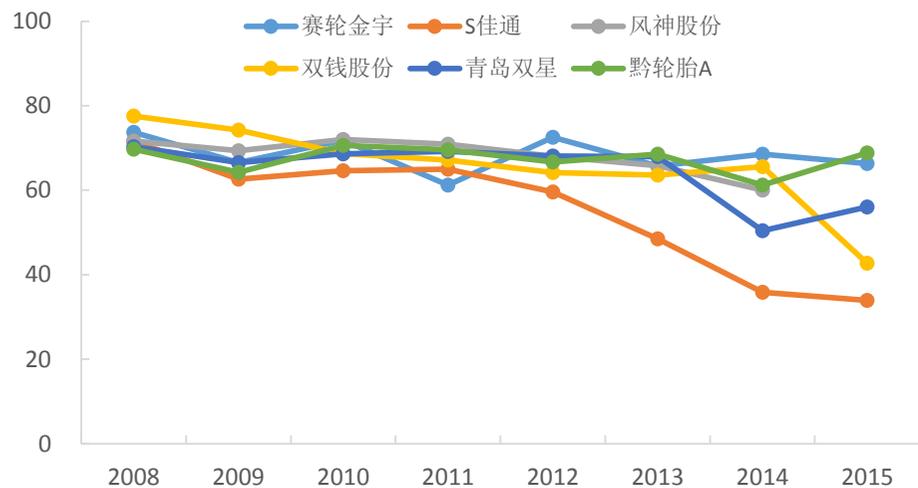
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 3: 公司员工组成情况


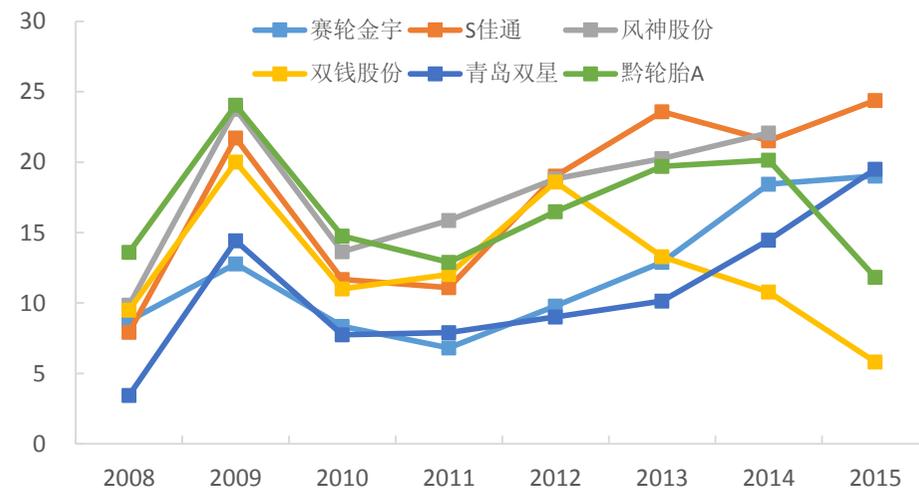
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 4: 公司销售毛利率和净利率 (%)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 5: 公司及同行业公司资产负债率 (%)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 6: 公司及同行业公司销售毛利率 (%)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

2、股本结构

截止 2015 年 12 月 31 日，公司总股本 10.43 亿股，第一大股东为公司董事长及实际控制人杜玉岱，持股比例 6.45%。公司股权结构非常分散，前十大股东持股比例合计 28.27%。目前，公司正在筹划非公开发行股票，发行价格 7.25 元/股，募集资金不超过 15 亿元，主要用于赛轮越南年产 120 万套全钢子午线轮胎和 3 万吨非公路轮胎项目及补充流动资金项目。

大股东及高管认购 5 亿元，新华联控股认购 6 亿元，锁定期 3 年。发行完毕后，公司总股本不超过 12.5 亿股，其中第一大股东杜玉岱持股比例增至 9.25%，而新华联持股比例达到 6.62%，等同于举牌。这反映了公司管理层及产业资本（新华联）对公司长期价值的认可及信心。

表 1：公司前十大股东持股比例（截止 2015-12-31）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	杜玉岱	67254850	6.45
2	天弘基金-民生银行-天弘定增 39 号资产管理计划	36200000	3.47
3	青岛煜明投资中心(有限合伙)	35190000	3.37
4	延金芬	30583560	2.93
5	软控股份有限公司	26945118	2.58
6	中国电力财务有限公司	25000000	2.4
7	延万华	20055838	1.92
8	宏源证券股份有限公司	20000399	1.92
9	民生加银基金-民生银行-民生加银鑫牛定向增发 35 号资产管理计划	18000000	1.73
10	兴业全球基金-工商银行-兴全定增 93 号分级特定多客户资产管理计划	15600000	1.5

资料来源：wind，信达证券研发中心

二、轮胎行业处于底部

1、轮胎行业特点

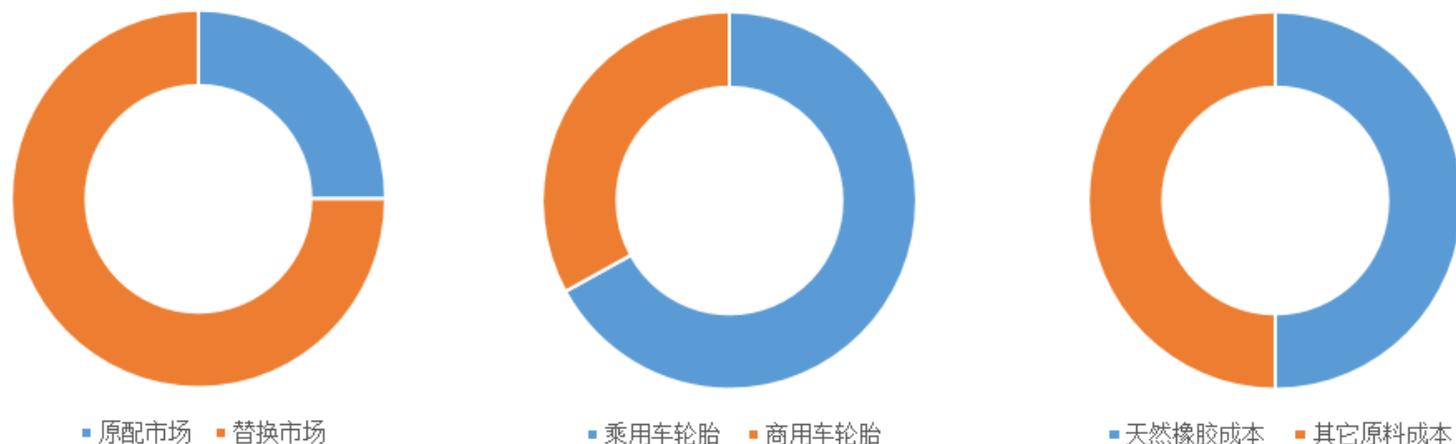
轮胎是橡胶工业中占比接近一半的重要板块，是汽车最重要的零配件之一。在其原料端，主要是天然橡胶、合成橡胶、炭黑等补强材料和钢丝、尼龙帘线等骨架材料；在其生产端是资本和劳动力密集型制造业，具有经济规模门槛；在其消费端，同时具有消费品和工业品的双重特性。

轮胎行业特点：

- (1) 轮胎按市场渠道分，可分为原配市场和替换市场。原配市场为汽车和工程机械主机厂配套轮胎，约占轮胎销售额的 1/4；

替换市场为使用中汽车和工程机械更换轮胎，约占轮胎销售额的 3/4。车辆的保有量远大于每年增量，替换市场大于原配市场，即使在经济低迷新车销量锐减的时候，替换市场并不会有很大变动，因此轮胎行业的需求弹性低，抗周期性较强。

图 7: 轮胎行业特点



资料来源: 信达证券研发中心整理

- (2) 轮胎按用途分，可分为乘用车轮胎和商用车轮胎，商用车轮胎主要包括卡客车轮胎、工程机械轮胎、农用轮胎、航空轮胎等，乘用车轮胎占总市场份额的 2/3，商用车轮胎占 1/3，卡客车轮胎约占总市场份额的 1/4。商用车轮胎主要作为生产资料使用，而乘用车轮胎主要面对个人消费者，具有典型的消费品属性，品牌成为影响购买决策的关键因素。目前我国的中高端乘用车轮胎市场几乎完全被国际领先的外资品牌占据，国内轮胎生产商主要集中在低端乘用车轮胎和商用车轮胎市场。
- (3) 在我国轮胎企业的生产中，原材料成本约占总成本的 70%~80%，天然橡胶占原材料成本的约一半。因此，天然橡胶价格对轮胎企业盈利有重要影响。天然橡胶属农产品，种植成熟需 6~7 年，产量受气候灾害影响，主产区在东南亚，海上运输耗时长，这些特点催生了天然橡胶期货交易，伴随大量中间商和投资者的参与。天然橡胶的生产者和消费者都不能够掌握定价权，在近十年中天然橡胶价格经历了剧烈的波动。在汽车工业从诞生至今的百余年中，橡胶轮胎始终没有替代品，需求具有刚性，因此即使在天然橡胶价格波动的情况下，轮胎生产商也一直能保有原材料和产成品之间的价差。
- (4) 轮胎行业是劳动力密集型制造业，劳动力成本也是轮胎公司竞争力的关键。国际领先的轮胎公司在其本土欧美地区的

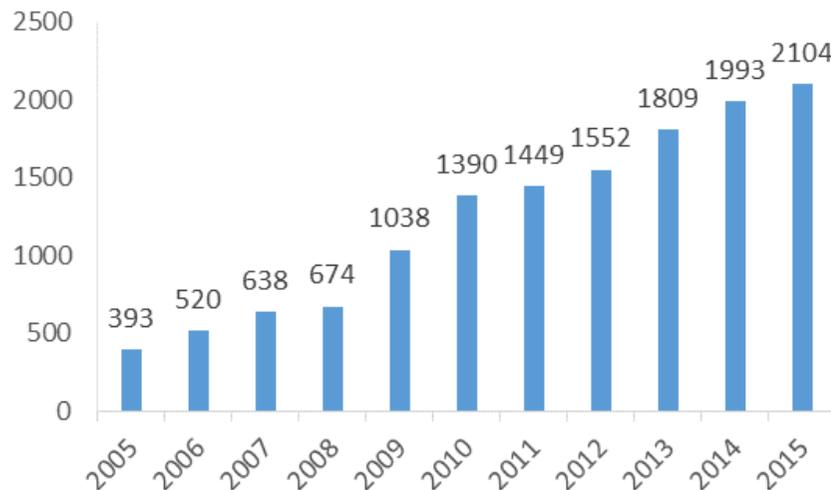
工厂，人工成本占到生产成本的 20%~30%，而在低成本国家，只占不足 10%。因此，和许多其它制造业一样，轮胎生产向低成本地区转移是国际轮胎行业重要的发展趋势。而中国劳动力成本低，政局稳定，产业工人素质高，加上潜在的巨大市场，成为了转移趋势中首选的目标地区。2011 年德国大陆在合肥的工厂投产后，中国成为了世界上唯一一个行业前十名生产商均有设厂的国家。

2、轮胎需求

在汽车增量部分，2005 年至 2015 年，我国乘用车产量从 393 万辆增长到 2104 万辆，年复合增长 18%；商用车产量从 177 万辆增长到 342 万辆，在经历了经济危机后的快速投资后，商用车产量近年在下滑。在存量部分，我国汽车保有量在 2006 年至 2015 年间，从 4985 万辆增长到 1.72 亿辆。从 2009 年开始，我国汽车产销量超过美国，成为世界第一大汽车生产国，但时至今日我国的人均汽车拥有量仍远低于发达国家水平。虽然我国的人口基数决定了人均汽车保有量不太可能达到发达国家接近人均 1 辆的水平，但差距仍很大，增长前景仍未到担心饱和的时候。因此，轮胎需求无论在原配胎市场还是在售后替换胎市场，需求增长仍有稳定的支撑。

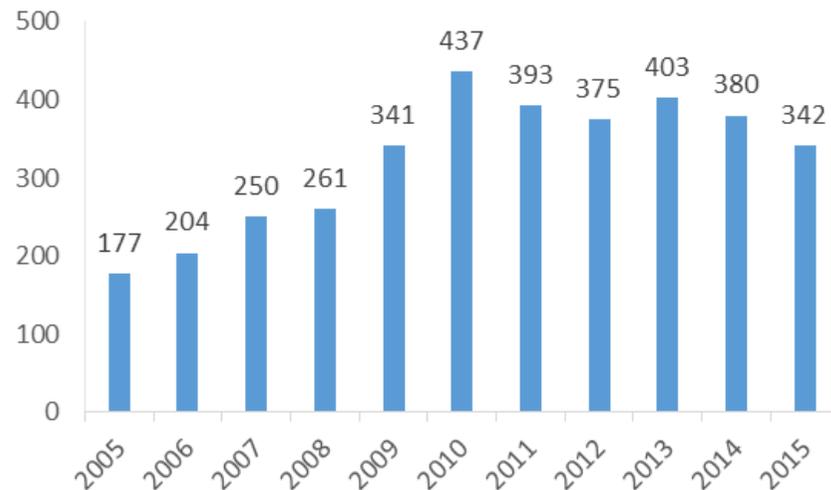
在物流运输方面，2005 年至 2015 年公路货物周转量增长了 6 倍，年复合增长率 21%。随着近年互联网电商的兴起和高速发展，极大的带动了消费需求的释放和消费模式的改变，推动了物流运输的快速增长。因此，物流运输所需求的载重卡车轮胎，得到了稳定增长的需求支撑。

图 8：我国乘用车产量（万辆）

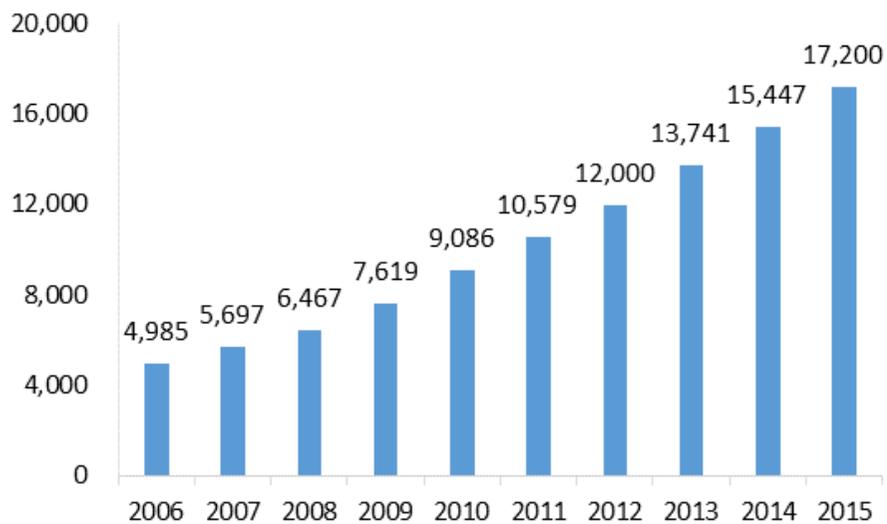


资料来源：wind，信达证券研发中心

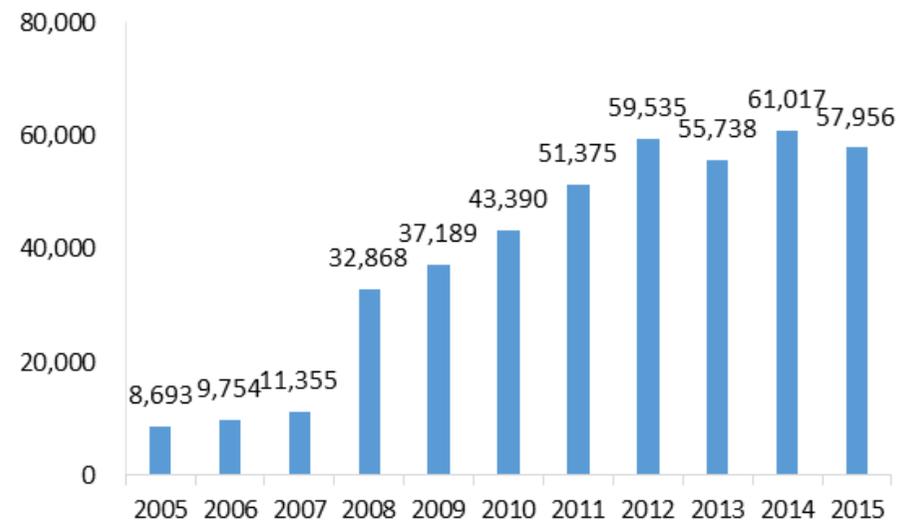
图 9：我国商用车产量（万辆）



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 10: 我国汽车保有量 (万辆)


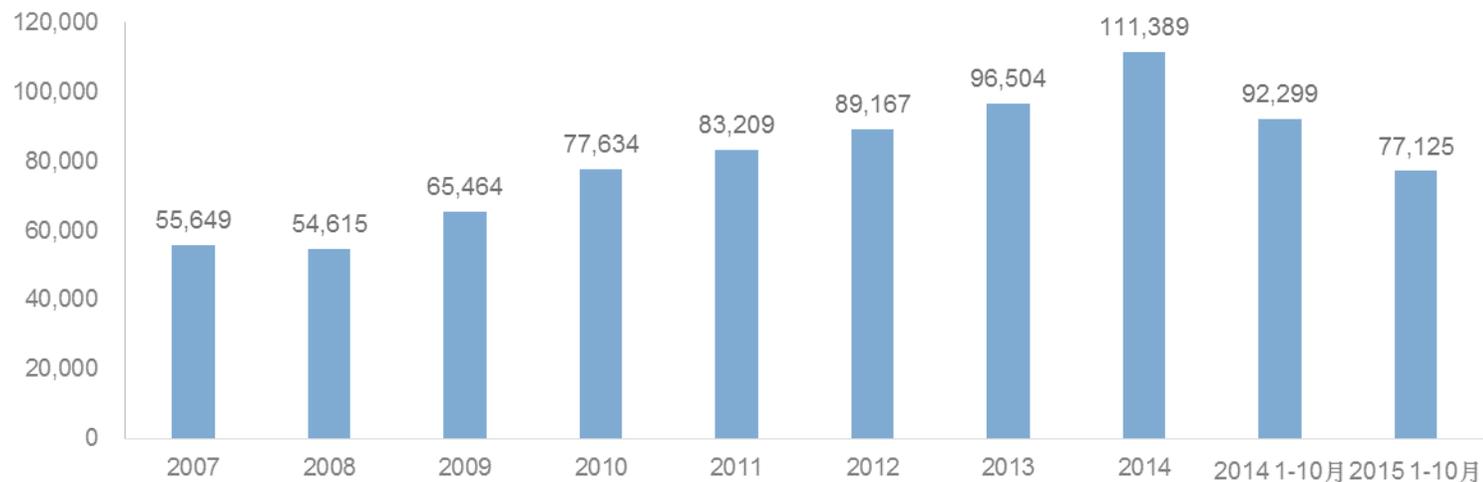
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 11: 我国公路货物周转量增长情况 (亿吨公里)


资料来源: wind, 信达证券研发中心

2007 年至 2015 年, 我国轮胎市场销量由 5.6 亿条增长到 11.1 亿条。但随着 2015 年我国宏观经济发展降速, 以及轮胎出口市场不断遭遇各种反倾销制裁, 2015 年 1 至 10 月全国轮胎产量只有 7.7 亿条, 比 2014 年同期降低了 16.4%。如果再考虑到产品均价的降低, 2015 年我国轮胎全行业的产值出现了大幅负增长。

图 12: 我国轮胎产量 (万条)

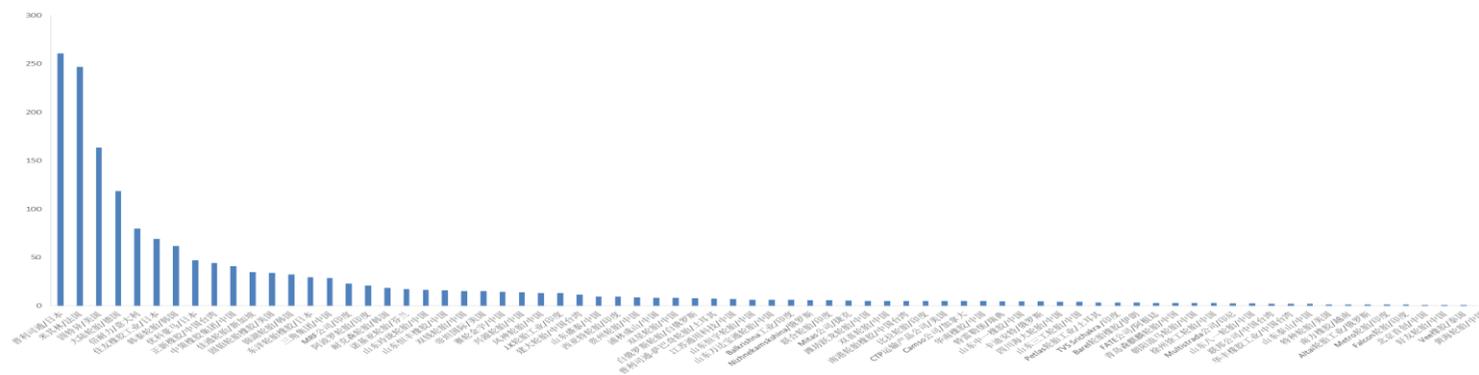


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心整理

3、行业竞争格局

静态来看，2014 年全球轮胎销售约为 1799 亿美元，全球前三名是普利司通、米其林和固特异。台湾正新轮胎和杭州中策轮胎分别排在第 9 和第 10 位。

图 13: 2014 年全球轮胎 75 强销售额 (亿美元)

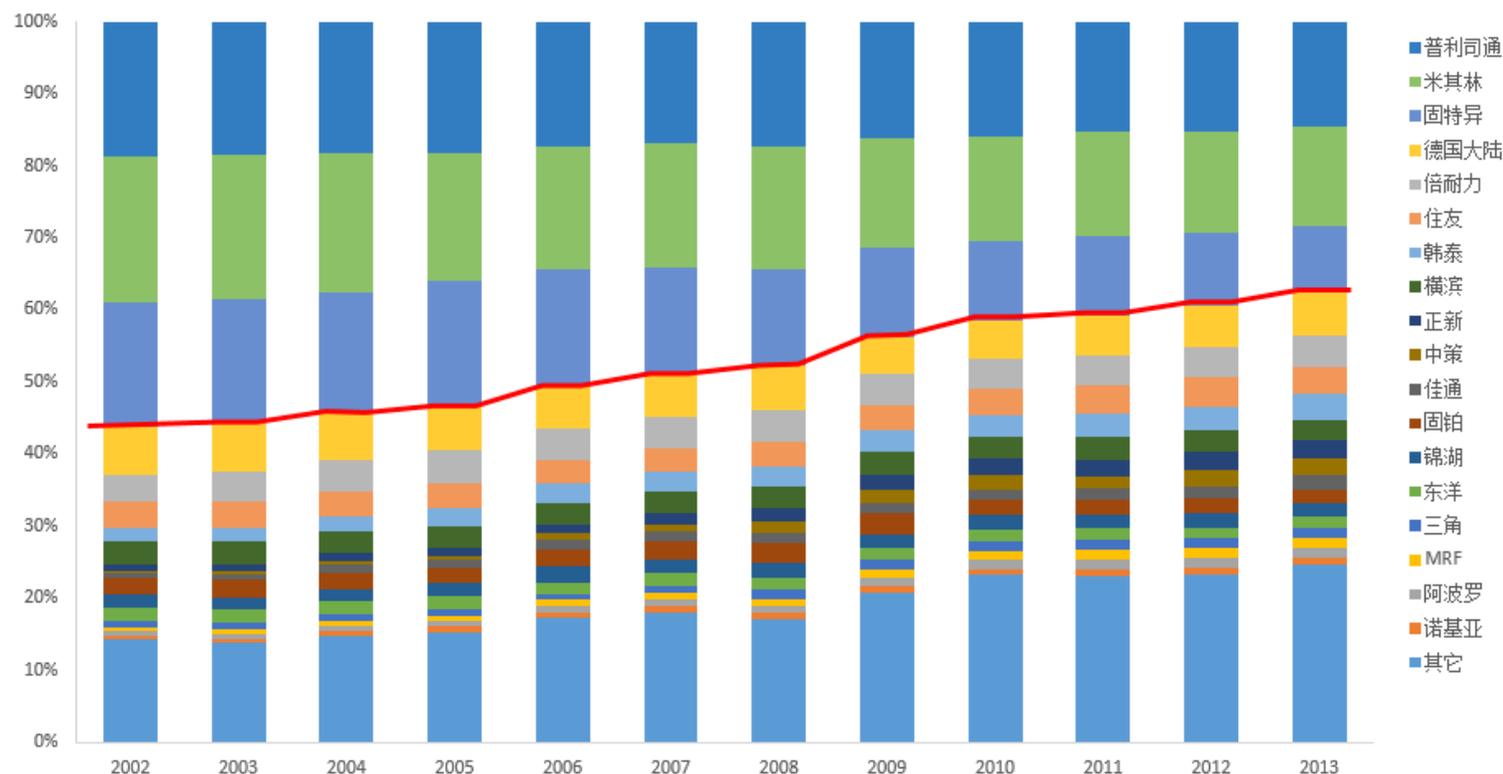


资料来源：TireBusiness，信达证券研发中心

动态来看，传统轮胎三巨头（普利司通、米其林、固特异）虽然今天仍占有全球市场份额的 37%，远超后面企业，但与 10

年前合计占有全球轮胎约 55% 市场份额相比，地位已经显著下降。原因是新兴市场制造商，尤其是中国轮胎制造商规模增长迅速。

图 14: 全球轮胎行业竞争格局变化



资料来源: TireBusiness, 信达证券研发中心整理

中国轮胎企业靠低成本生产优势快速扩大规模；国际领先轮胎企业份额降低，但却依然能占据市场空间最大、利率率最高的乘用车胎市场。中国轮胎企业短期仍难改变产品竞争格局。在其他消费品制造行业，例如家电行业，中国企业增长并没有受到很大阻碍，而轮胎因其事关生命财产安全的特点，中国轮胎企业难以短期内通过内生积累突破品牌瓶颈。品牌影响力和低成本生产成为衡量轮胎企业竞争力的重要元素，国际领先企业靠向低成本地区转移产能占有这两个元素；而中国轮胎企业，如果能够通过并购获取品牌，将可以给竞争格局带来质变。

轮胎生产是劳动密集型企业，在外资品牌的欧美生产基地中，劳动力成本在总成本中占比很高，因此向低成本地区转移产能是轮胎行业发展的趋势。中国劳动力成本低，产业工人素质高，并且本身就是轮胎消费的重要市场，因此国际领先的外资企

业纷纷在中国建立工厂。目前中国是全球唯一一个轮胎前十品牌制造商全部设厂的国家。

图 15: 外资品牌轮胎在中国建厂分布



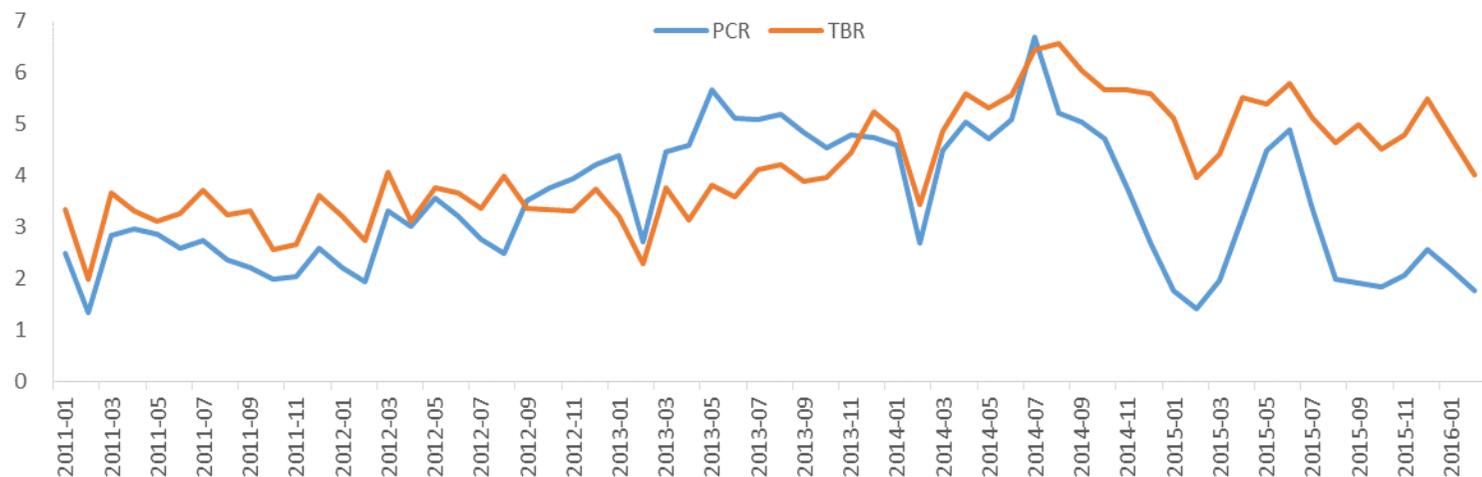
资料来源: 信达证券研发中心

4、“双反”影响

美国从 2007 年对中国非公路轮胎（工程机械轮胎）双反，2009 年对乘用及轻卡轮胎启动特保调查，2015 年对乘用及轻卡轮胎双反终裁，到 2016 年 1 月 9 日对非公路轮胎发起第二次双反调查，2016 年 1 月 29 日对卡客车轮胎提起双反，近 10 年来不间断地对我国轮胎实施各种贸易制裁，步步紧逼，使我国轮胎行业遭受重大打击。仅 2015 年由于美国对我国乘用及轻卡轮胎双反，我国轿车轮胎出口量整体下降 8.6%，其中出口美国的涉案产品数量下降 42.7%。

据中橡协轮胎分会测算，2015 年中国卡客车子午胎产量约 1.1 亿条。美国是我国卡客车轮胎第一大出口国，2015 年出口美国新的客运或货运机动车轮胎为 59 万吨，占该类轮胎总出口量的 19%。

图 16: 中国出口美国轮胎当月值（万吨）



资料来源: wind, 信达证券研发中心

三、推荐逻辑

1、公司作为行业领先者，将受益于轮胎行业供给侧改革

目前国内有几百家中国轮胎厂商，在失去增量的市场中搏杀，竞争惨烈。从去年开始，轮胎企业破产开始出现：2月，山东民营轮胎企业德瑞宝轮胎宣布破产，公司曾入围全球轮胎 75 强名单，其商用车轮胎产能 600 万套/年，乘用车轮胎产能 2400 万套/年；7月，山东民营轮胎企业福泰尔轮胎被查封，其商用车轮胎产能 300 万套/年；10月，国营轮胎企业北京首创轮胎破产，公司曾入围全球轮胎 75 强名单，其乘用车轮胎产能 1600 万套/年。12月，山东民营轮胎企业沃森橡胶资金链断裂，等待重组，其商用车轮胎产能 350 万套/年，乘用车轮胎产能 2500 万套/年；2016年1月，山东民营轮胎企业恒宇轮胎破产，等待重组，其乘用车轮胎产能 1000 万套/年。

此外，因资金问题停建的轮胎项目 5 个，全部为民营企业，合计减少计划年产能商用车胎 880 万套、乘用车胎 2200 万套；因环保未通过停建的轮胎项目 3 个，全部为民营企业，合计减少计划年产能商用车胎 640 万套、乘用车胎 2400 万套；另有 1 个轮胎项目停建原因为土地证问题，其计划年产能为 120 万套商用车胎。

国家开始重视轮胎行业供给侧改革，工信部于 2016 年 3 月 2 日，公布了首批 23 家符合《轮胎行业准入条件》的企业名单，公司位列其中。我们猜测未来将会配套出台其他政策，限制不在名单中的企业生产，行业将迎来重组兼并热潮。公司作为国内领先的民营乘用车轮胎、载重轮胎制造商，具备行业内领先的区位、成本和管理优势，必将受益于行业供给侧改革。

2、公司重视研发投入，未来有望实现技术突破

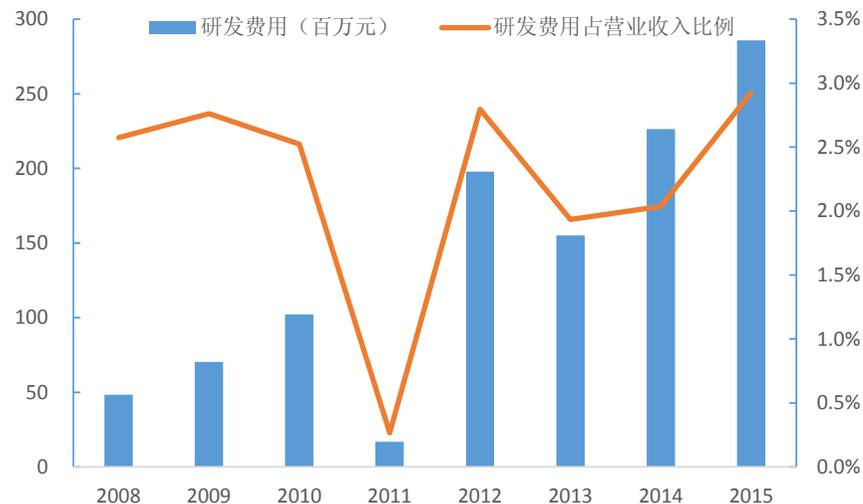
公司始终关注技术研发与创新，与高校、科研院所及国内外高端实验室广泛开展技术交流合作，引进了一大批国际国内技术专家，现已形成了具有自主知识产权的、具备持续创新能力的技术研发体系，搭建起了“产学研深度融合的开放式技术创新平台”。公司目前承担“轮胎先进装备与关键材料国家工程实验室项目”的建设，同时拥有博士后科研工作站。截至 2015 年底，公司已拥有专利 140 余项，主导、参与制定、修订国家、行业标准 70 余项，并努力推动行业的健康持续发展。公司非常重视研发投入，在同行业上市轮胎企业中，研发投入金额及占营业收入比例仅次于风神股份和双钱股份，接近 3%，在民营企业中非常少见。2015 年，公司还投资 7000 万元用于建设轮胎试验场项目。

A 股上市公司软控股份（002073.SZ）目前持有公司 2.58% 的股份。软控股份是依托青岛科技大学发展起来的集团化上市民营企业，产品覆盖了轮胎制造的几乎全部环节，能够实现轮胎制造 80% 的设备数字化，100% 整个工艺流程的自动化物流，同时公司致力于橡胶新材料的研发与创新。赛轮金宇与软控股份都座落于青岛橡胶谷，方便实现研发和产品协同。橡胶谷位于中国青岛市市北区，是一个以行业协会、大学、科研结构、知名橡胶企业和相关中介服务为支撑的高端产业集聚区。橡胶谷具备了科研教育、创业孵化、文化博览、会展商务、信息平台、中介融通六大功能。入驻企业彼此之间为上下游、供需方关系，相融共生，资源共享，形成了一个贸易、技术、人才、信息、文化、服务高度聚集的橡胶行业生态圈。

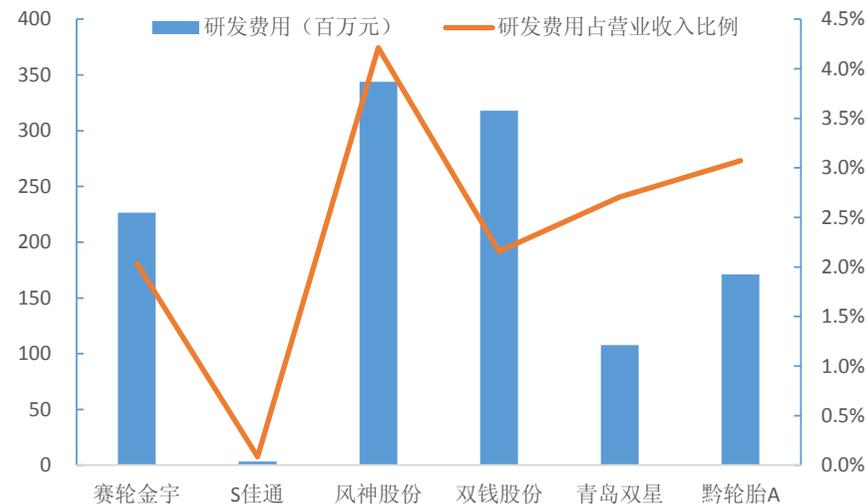
图 17：公司注重研发投入



资料来源：公司网站，信达证券研发中心

图 18: 公司历年研发投入


资料来源: wind, 信达证券研发中心

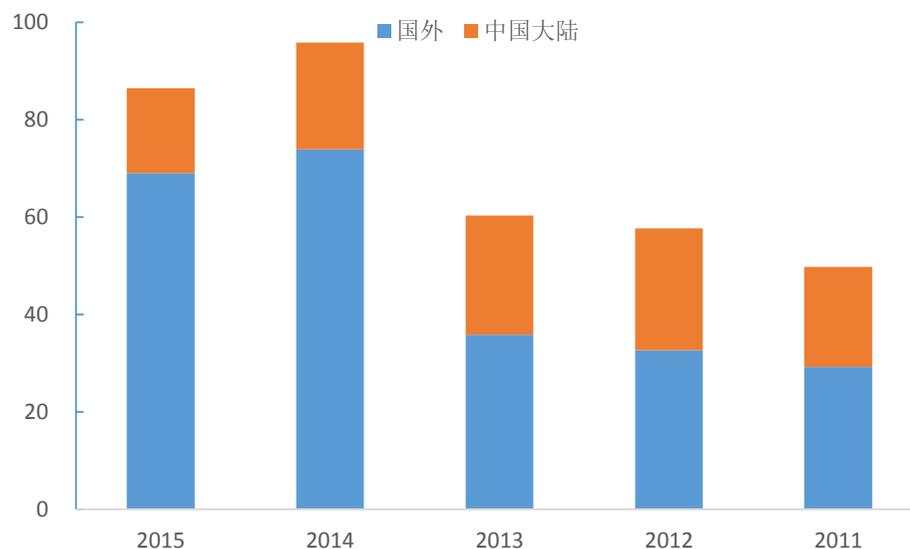
图 19: 2014 年同行业研发投入对比


资料来源: wind, 信达证券研发中心

3、公司海外布局超前且稳健，有力应对美国“双反”

从 2015 年开始，美国对中国进口的乘用车胎和轻卡轮胎征收高昂关税，效果显著，数据显示从中国的进口量下滑了 53.2%，但是这个缺口几乎全部被来自于其他亚洲低成本国家的轮胎进口所取代。赛轮金宇的营业收入主要以国外销售为主，公司于 2012 年便在越南建厂，目前产能为 780 万条半钢子午线轮胎，产品除在越南当地销售外，在国际市场主要以北美、欧洲等对中国实行贸易保护政策国家和地区为主。

图 20: 公司分地区营业收入 (亿元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

中国作为轮胎的生产制造和出口大国,行业竞争非常激烈,同时考虑到贸易壁垒、汇率风险、原材料采购等因素,寻求综合条件相对优越的周边国家独资或合资建设轮胎生产基地,已经成为国内轮胎企业必须考虑的重要问题。越南作为与中国接壤的邻国,其天然橡胶的产量居世界第五位,政治体制与中国相似,其文化风俗与中国相同,且尚处在经济发展的初始阶段,对外来投资的政策和环境相对优越,公司在越南的生产线,取得了较高的投资回报率。目前,公司决定通过赛轮越南建设年产 120 万条全钢子午线轮胎和 3 万吨非公路轮胎项目,以完善公司轮胎产品的海外布局,进一步稳固公司轮胎产品在海外的市场地位,保持企业尤其是出口贸易的健康发展。

据中国轮胎商务网 2016 年 4 月 7 日报道,公司正筹划在土耳其组建一个新的轮胎工厂,该项目将与当地经销商 Yeslas 合资建设,规划年产轮胎 100 万-150 万条。该项目将在未来 2 年内进行新工厂建设,在未来 4 年内,开始生产轮胎产品。土耳其汽车工业和交通运输业比较发达,轮胎市场需求潜力很大。目前,土耳其有 7 家轮胎厂,其中本土企业 3 家,外企 4 家,分别是日本普利司通、住友、美国固特异和意大利倍耐力。土耳其作为欧盟国家,在土耳其建厂对于公司拓展欧洲市场有着非常重要的意义。

4、公司重视市场建设,在品牌和营销上动作频频

(1) 品牌建设

2015 年 6 月 10 日,赛轮金宇与 2015 年环塔(国际)拉力赛的参赛队伍--郑州日产锐骐皮卡车队在青岛签订战略合作协议,

双方将携手征战 2015 环塔（国际）拉力赛。公司为日产车队提供全路况高性能 SUV 轮胎 SV12，该款轮胎具备高速过弯稳定、抓地力超强等特点。环塔（国际）拉力赛是目前亚洲第一、国内最大的权威品牌国际越野赛事，公司通过借助环塔和郑州日产的品牌与市场影响力，可以让更多的消费者了解赛轮轮胎，提高公司的品牌知名度。

图 21：赛轮轮胎助阵环塔拉力赛



资料来源：公司网站，信达证券研发中心

(2) 电商营销

2015 年 4 月 28 日，赛轮轮胎在京东首发上线，公司与京东正式拉开了战略合作的序幕。双方将全面围绕用户，同时携手轮胎经销商和零售商，在产品、服务、渠道等方面展开深入合作，优势互补，实现线上与线下的良好互动，让消费者真正获得实惠，创造轮胎行业的全新发展生态，共同推进轮胎产业的升级进步。

图 22：公司电商平台



资料来源：京东，信达证券研发中心

四、盈利预测、估值与投资评级

1、盈利假设

- (1) 2016 年公司乘用车子午胎产能 4480 万条，2017、2018 年保持不变，16-18 年产能利用率分别达到 60%、63%、65%。
- (2) 2016 年公司卡车子午胎产能 420 万条，2017、2018 年分别提高到 480 万条、540 万条，16-18 年产能利用率分别达到 50%、52%、54%。
- (3) 2016 年公司全钢工程机械轮胎尚处于建设期，2017、2018 年产能分别达到 1.5 万吨、3 万吨，17-18 年产能利用率分别达到 50%、60%。
- (4) 2016 年公司巨胎产能 2000 条，2017、2018 年提高到 4000 条，16-18 年产能利用率分别达到 30%、30%、40%。
- (5) 主要原材料价格保持稳定，产成品价格保持稳定。
- (6) 循环利用收入水平保持稳定，2016-2018 年每年 3800 万，毛利率 5%。
- (7) 2016-2018 年轮胎贸易收入每年递增 5%，毛利率 20%。
- (8) 2016-2018 年橡胶贸易收入每年递增 3%，毛利率 5%。
- (9) 汇率保持稳定。

表 2: 轮胎分产品盈利预测

		2016E	2017E	2018E
产能	TBR (万条)	420	480	540
	PCR (万条)	4480	4480	4480
	OTR (吨)		15000	30000
	巨胎 (条)	2000	4000	4000
利用率	TBR	0.5	0.52	0.54
	PCR	0.6	0.63	0.65
	OTR	0	0.5	0.6
	巨胎	0.3	0.3	0.4
产销量	TBR (万条)	210	249.6	291.6
	PCR (万条)	2688	2822.4	2912
	OTR (吨)	0	7500	18000
	巨胎 (条)	600	1200	1600
价格	TBR (元/条)	1200	1200	1250
	PCR (元/条)	185	190	200
	OTR (元/公斤)	14	14	14
	巨胎 (元/条)	100000	100000	100000
收入	TBR (万元)	252000	299520	364500
	PCR (万元)	497280	536256	582400
	OTR (万元)	0	10500	25200
	巨胎 (万元)	6000	12000	16000
	合计	755280	858276	988100
毛利率	TBR	20%	20%	21%
	PCR	20%	21%	22%
	OTR	25%	25%	25%
	巨胎	30%	30%	30%
成本	TBR (万元)	201600	239616	287955
	PCR (万元)	397824	423642.24	454272
	OTR (万元)	0	7875	18900

巨胎 (万元)	4200	8400	11200
合计	603624	679533.24	772327

资料来源: 信达证券研发中心

表 3: 主要业务盈利预测

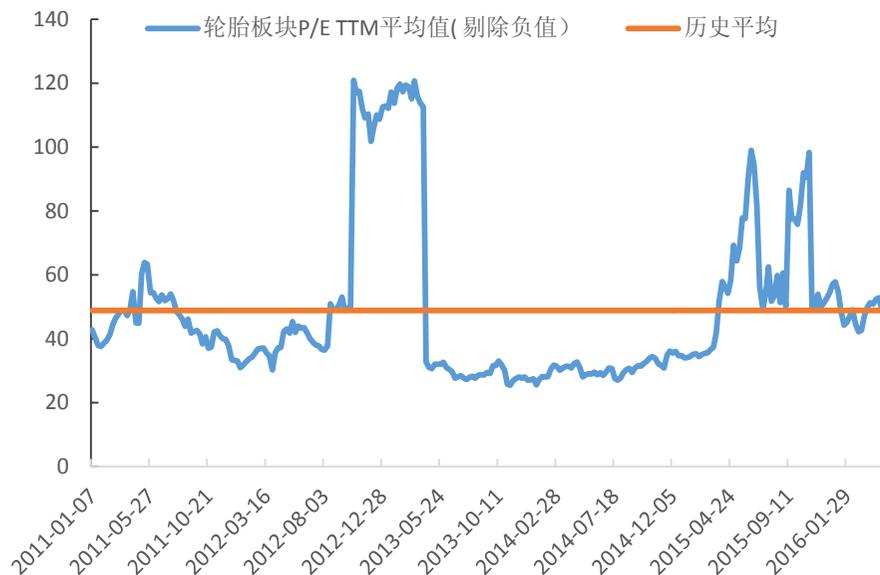
			2016E	2017E	2018E
轮胎产品	收入	万元	755280	858276	988100
	毛利		20%	21%	22%
	成本	万元	603624	679533.24	772327
循环利用	收入	万元	3800	3800	3800
	毛利		5%	5%	5%
	成本	万元	3610	3610	3610
轮胎贸易	收入	万元	160000	168000	176400
	毛利		20%	20%	20%
	成本	万元	128000	134400	141120
橡胶贸易	收入	万元	120000	123600	127308
	毛利		5%	5%	5%
	成本	万元	114000	117420	120942.6
合计	收入	万元	1039080	1153676	1295608
	毛利率		18%	19%	20%
	成本	万元	849234	934963.24	1037999.6

资料来源: 信达证券研发中心

根据以上假设条件, 我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别达到 103.91、115.37、129.56 亿元, 同比增长 6.36%、11.03%、12.30%, 归属母公司股东的净利润分别为 2.20、3.15、4.58 亿元, 同比增长 13.67%、43.56%、45.37%, 2016-2018 年 EPS 分别达到 0.21 元、0.30 元和 0.44 元, 对应 2016 年 4 月 27 日收盘价 (8.01 元/股) 的动态 PE 分别为 38 倍、26 倍和 18 倍。

2、公司估值及评级

沿用上述盈利假设, 并参照 A 股市场轮胎上市公司, 我们采用市盈率对公司股价进行相对估值, 取近五年来轮胎板块 P/E TTM 平均值 49, 计算可得公司股价相对估值为 10.29 元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图 23: 轮胎板块 P/E TTM


资料来源: wind, 信达证券研发中心

表 4: 轮胎上市公司市场估值情况

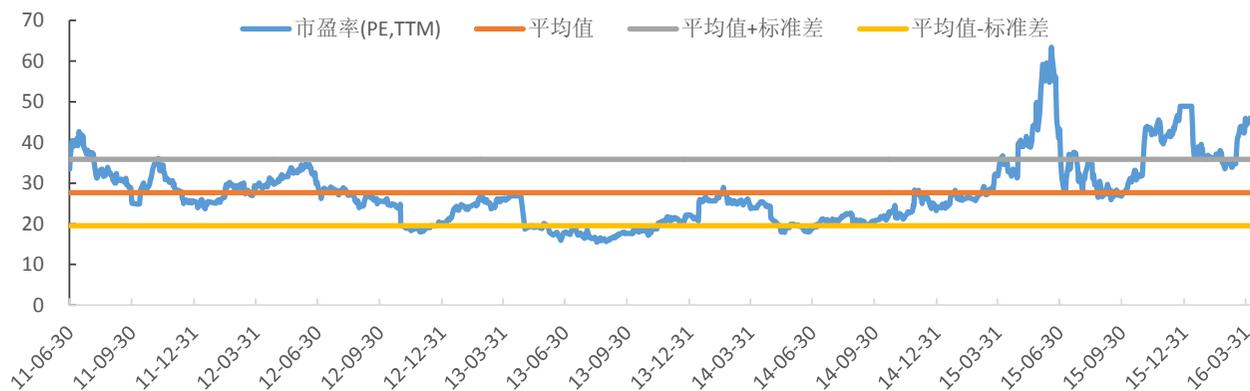
代码	公司简称	股价(元)	EPS			P/E		
			15A	16E	17E	15A	16E	17E
600182.SH	S 佳通	18.54	0.595			31		
600469.SH	风神股份*	17.19	0.92	1.27	1.77	19	14	10
600623.SH	双钱股份	26.15	0.38			69		
000599.SZ	青岛双星	7.59	0.09	0.21	0.33	84	36	23
000589.SZ	黔轮胎 A	6.13	-0.33					
平均值						51		

资料来源: wind, 信达证券研发中心 注: 公司股价为 2016 年 4 月 27 日收盘价, 风神股份为我们覆盖公司, 青岛双星未来两年 EPS 取 wind 一致预测

风险因素

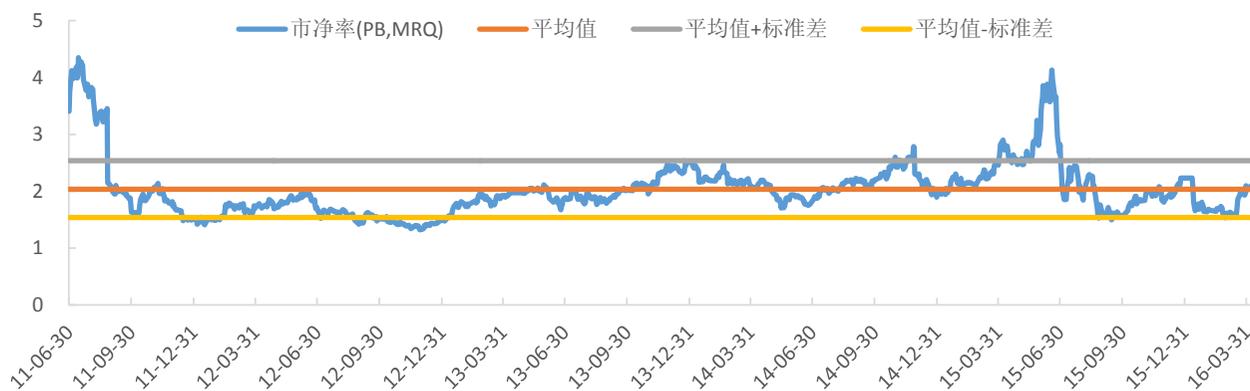
- 1、宏观经济形势波动，导致新车销售、运输需求持续下行。
- 2、中国轮胎出口持续遭遇国际反倾销打压的风险。
- 3、去产能过程中，轮胎企业的破产风险。

图 24: 公司市盈率波动情况



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 25: 公司市净率波动情况



资料来源: wind, 信达证券研发中心

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	6,990.61	5,464.57	5,952.42	6,540.55	7,305.15
货币资金	2,704.36	1,989.30	2,251.96	2,473.95	2,792.29
应收票据	128.48	266.92	283.90	315.21	353.99
应收账款	1,595.60	1,176.64	1,251.48	1,389.50	1,560.44
预付账款	442.07	275.81	296.07	325.96	361.88
存货	1,626.45	1,540.40	1,653.52	1,820.45	2,021.07
其他	493.64	215.49	215.49	215.49	215.49
非流动资产	6,877.35	7,533.03	7,451.96	7,458.82	7,491.52
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5,089.96	5,569.03	5,701.54	6,063.48	6,117.17
无形资产	493.86	490.15	445.29	395.09	351.07
其他	1,293.53	1,473.84	1,305.12	1,000.24	1,023.28
资产总计	13,867.96	12,997.59	13,404.38	13,999.37	14,796.67
流动负债	8,953.10	6,769.33	6,950.68	7,222.01	7,548.81
短期借款	4,607.45	3,657.04	3,657.04	3,657.04	3,657.04
应付账款	1,799.39	1,443.59	1,549.60	1,706.04	1,894.05
其他	2,546.26	1,668.70	1,744.03	1,858.94	1,997.73
非流动负债	550.16	1,850.16	1,850.16	1,850.16	1,850.16
长期借款	399.77	1,026.68	1,026.68	1,026.68	1,026.68
其他	150.40	823.48	823.48	823.48	823.48
负债合计	9,503.26	8,619.49	8,800.83	9,072.17	9,398.97
少数股东权益	139.36	132.54	138.37	146.75	158.94
归属母公司股东权益	4,225.34	4,245.57	4,465.18	4,780.44	5,238.76
负债和股东权益	13867.96	12997.59	13404.38	13999.37	14796.67

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	11,128.23	9,769.45	10,390.80	11,536.76	12,956.08
同比(%)	38.72%	-12.21%	6.36%	11.03%	12.30%
归属母公司净利润	333.32	193.20	219.61	315.27	458.32
同比(%)	36.13%	-42.04%	13.67%	43.56%	45.37%
毛利率(%)	18.43%	19.02%	18.27%	18.96%	19.88%
ROE(%)	9.44%	4.56%	5.04%	6.82%	9.15%
每股收益(元)	0.64	0.19	0.21	0.30	0.44
P/E	25	43	38	26	18
P/B	1.98	1.97	1.87	1.75	1.59
EV/EBITDA	7.84	12.16	13.02	11.21	9.45

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	11,128.23	9,769.45	10,390.80	11,536.76	12,956.08
营业成本	9,076.86	7,911.34	8,492.34	9,349.63	10,380.00
营业税金及附加	11.73	22.29	20.77	23.06	25.90
营业费用	767.26	694.67	738.85	820.34	921.26
管理费用	545.44	562.65	598.44	664.44	746.18
财务费用	265.91	288.57	235.41	233.39	232.60
资产减值损失	35.20	51.83	37.07	46.61	55.09
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.01	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	429.86	238.10	267.92	399.29	595.06
营业外收入	60.78	30.81	40.79	40.79	40.79
营业外支出	9.17	8.70	8.12	8.55	8.51
利润总额	481.47	260.21	300.59	431.53	627.34
所得税	137.44	62.94	75.15	107.88	156.83
净利润	344.03	197.27	225.44	323.65	470.50
少数股东损益	10.71	4.07	5.84	8.38	12.18
归属母公司净利润	333.32	193.20	219.61	315.27	458.32
EBITDA	1,292.82	1,149.31	1,073.19	1,246.45	1,479.39
EPS (摊薄)	0.32	0.19	0.21	0.30	0.44

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	1,348.49	1,239.35	949.79	1,037.40	1,194.59
净利润	344.03	197.27	225.44	323.65	470.50
折旧摊销	537.14	569.72	525.35	567.67	604.81
财务费用	274.21	319.38	247.24	247.24	247.24
投资损失	-25.77	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	217.00	148.71	-80.91	-141.41	-174.55
其它	1.88	4.27	32.67	40.25	46.58
投资活动现金流	-1,816.40	-1,088.92	-439.89	-568.17	-629.00
资本支出	-1,197.55	-1,258.74	-439.89	-568.17	-629.00
长期投资	-298.85	3.60	0.00	0.00	0.00
其他	-320.00	166.23	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,291.40	-1,055.60	-247.24	-247.24	-247.24
吸收投资	1,172.77	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	1,178.32	-1,084.70	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	345.73	382.08	247.24	247.24	247.24
现金净增加额	816.54	-904.12	262.66	221.99	318.34

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心副总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经验。2015 年 3 月正式加入信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

刘栋，清华大学工学博士，人民大学经济学硕士，民航咨询行业两年从业经验，2015 年 4 月正式加入信达证券研究开发中心，从事能源化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。