

公司研究

汽车零部件-轮胎
评级：买入

信达证券股份有限公司
北京市西城区南闹市口大街
9号院1号楼6层

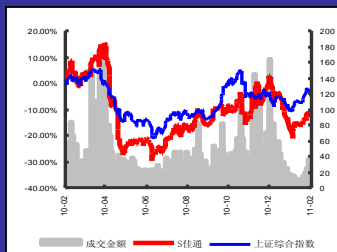
分析师：邢海芝

投资咨询执业证书编号：

S1500510120007

010-63081259
xinghaizhi@cindasc.com

近一年股价走势



相关报告

请务必阅读最后一页重要的
免责声明及信息披露

S 佳通 (600182)

多年来首次分红意义重大

2011年2月22日

事件

- 近日公布 2010 年年报，报告显示上年公司实现营业收入、归属于母公司净利润分别为 36.11 亿元、0.54 亿元，同比分别增长 36.44%、-63.81%；实现经营活动现金净额-0.29 亿元，同比下降-144.35%；公司决定以总股本为基数，向全体股东每 10 股派送现金红利 1 元（税前），共计现金分红 0.34 亿元。

主要观点

尽管 10 年，公司由于原材料成本大幅上升导致公司业绩周期性下滑，但公司相对份额增长以及国内市场增长方面都有所突破；估值方面，公司目前静态估值水平有所偏高，但考虑未来原材料成本恢复性下降以及未股改的因素，当前估值水平基本合理；而中长期来看，资产注入以及再融资预期使其估值具有较大想象空间；另外，11 年来首次分红具有重大意义，我们认为，这标志着公司对未来发展所抱有的信心以及为解决问题所采取的实际性姿态。

风险在于公司资产、公司治理都具有一定“黑箱”因素，不确定性风险较大，但基于公司中长期改善和发展的良好预期，建议关注

- 原材料成本大幅上升导致公司业绩周期性下滑，但公司相对份额增长以及国内市场增长方面都有所突破

由于公司轮胎业务成本中约 50%来自于天然橡胶和合成橡胶，而自去年特别是下半年以来，主要原材料的天然橡胶价格从 2 万元一直上升到目前的 4 万元以上，上升幅度平均接近 100%，这使得尽管公司 10 年营业收入达到 36.11 亿元，同比增长 36.44%，但营业成本增幅达到 54.13%，因此，公司 10 年业务的盈利能力大幅下降，轮胎毛利率水平从 09 年的 21.72%大幅下降到 10 年的 11.60%。最终，公司 10 年实现净利润只有 0.54 亿元，相对 09 年的 1.45 亿元同比下降了 63.81%。

尽管公司净利润同比下降较大，但从业务规模及营业收入上看，公司依然保持了

良好的增长态势，主要表现在公司收入增长超过主要下游用户销量增长，10年汽车行业国内销量同比增长为32.4%，国外市场（不含中国）增长约20%左右，而同期，公司营收增长达到36.4%。

另外，公司10年国内收入部分达到9.45亿元，同比增长49.21%，其在总收入中的比重由09年的24.6%左右提高到10年的26.9%，如果说国际市场是公司做大业务规模的基础的话，那么，国内市场的份额的相对增加将支撑公司未来的持续增长态势。

■ 公司目前静态估值水平有所偏高，但考虑未来原材料成本恢复性下降以及未股改的因素，当前估值水平基本合理

当前，公司总市值约为31.11亿元（2月21日），对应公司净资产5.56亿元，归母净利润0.54亿元，营业收入为18.42亿元（36.11亿元*51%股权），因此，PB、PE分别为5.6倍、57.6倍，PS为1.69倍。如此估值水平从静态来看显然有所偏高，如果按汽车优秀零配件上市公司经验均值（正常ROE水平20%，PE20倍）估算，实际上，S佳通合理的静态市值约为22.2亿元（5.56*20%*20）。

另外，我们还可以从另外一个参照来考量公司的价值，即04年公司实施资产置换时对置入资产（即目前公司持有的福建佳通51%股权）的评估价格。截止到04年3月，公司置入资产对应账面价值为4.96亿元，对应营业收入为8.62亿元，基于收益法的评估价格为10.10亿元，增值100%，PS指标为1.17。如果我们认为这一评估价格能够相对公平反映公司这一资产价格的合理价值的话，那么经过近年来的留存收益累加（04年以来累计为6.3亿元），不考虑欠大股东与其资产置换时交易差价约4亿元产生的负债因素（这部分负债采取了无息挂账的方式，未来偿还主要通过债转股、定向增发等方式处理），实际公司账面净资产已经达到10亿元，目前对应资产实现的营业收入也达到18.42亿元，同样按04年的收益法以及PS指标评估现在的账面资产，实际评估价格也应当在21亿元以上。实际上经过多年的积累发展，目前福建佳通的资产盈利能力只能比04年时更好。

综上，显然就静态来看，市场给予公司的估值水平偏高，大约溢价50%左右。但如果考虑到以下两个方面的因素，我们认为，公司当前股价还是基本合理的。

一是公司还属于未股改公司，依据先前的股改经验，非流通股股东如果获得流通权，（目前还包括再融资权、重组权等），需要向流动股东支付对价一般为非流通股价值的30%，按此估算，那么显然公司股票的隐形价格约为21亿元左右（31.11*0.7），实际上与上述我们基于公司目前资产价格的讨论相一致。实际上，按最初大股东非正式提出的豁免上市公司约4亿元债务的对价水平（相当于对价13%）来看，隐性价值也约为27亿元，但这一对价方案也因过低被不认可。

二是，公司尽管业务呈现一定的成长性公司特征，但由于公司上游原材料特别是橡胶价格的波动来看，公司本质上还应属于周期性公司，即阶段性机会要远大于长期持有机会。另外，公司的自身的生产特性以及业务下游的汽车行业的周期性特征也都

决定了这一点。因此，如果我们认为当前橡胶价格特别是天胶价格是处于历史高点的话，那么公司未来的业绩恢复能力将会很大，即毛利润率水平和 ROE 水平将随着天胶价格的回落而重新回到接近 09 年或者是 04 年的高点水平，即分别接近和达到 18% 和 27%，公司业绩和动态估值也将重新上一个台阶。

■ 中长期资产注入以及再融资预期使其估值有较大想象空间

公司大股东所属的佳通轮胎集团除拥有上市公司所属的福建佳通外，还拥有安徽佳通、重庆佳通、银川佳同等优质资产，根据 09 年公开数据，佳通集团整体轮胎收入约为 150 亿元，是福建佳通的近 6 倍。另外，作为佳通集团核心资源的轮胎销售渠道也具有重要价值。

由于在 04 年的资产置换协议中，大股东包括佳通集团都已作出承诺，即在适当时候将上述资产装入上市公司，这不仅将解决困扰公司的同业竞争、关联交易等问题，也将给上市公司带来盈利能力的进一步提升和更大的发展空间，但目前唯一不确定的就是这一进程的时间问题。我们认为随着公司股改问题的最后解决，这一承诺兑现的日期将越来越接近。

■ 11 年来首次分红具有重大意义

尽管公司也预期，2011 年轮胎行业仍将面临严重的成本压力，但基于未来中长期的行业向好，米其林、大陆、韩泰等世界巨头都开始了在中国新一轮的产能扩张计划，其也面临着抓住机遇，继续加快投资发展的问题。因此，即使在经营性现金流大幅减少，账面资金下降（10 年 0.66 亿元，下降 40%）的情况下，公司还是首次推出了利润分配计划，这也是 11 年来的首次利润分配计划。公司决定以总股本为基数，向全体股东每 10 股派送现金红利 1 元（税前），共计现金分红 0.34 亿元。我们认为，这标志着公司对未来发展所抱有的信心以及为解决问题所采取的实际性姿态。

■ 风险在于公司资产、公司治理都具有一定“黑箱”因素，不确定性风险较大

由于目前公司核心资产就是持有的福建佳通 51% 股权，母公司并无其它赢利性资产，且存在大量的关联交易以及托管行为，因此，公司的资产和公司治理都存在较大的不确定性风险。

■ 基于公司中长期改善和发展的良好预期，建议关注

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102