

投资评级：强烈推荐（维持）
分析师

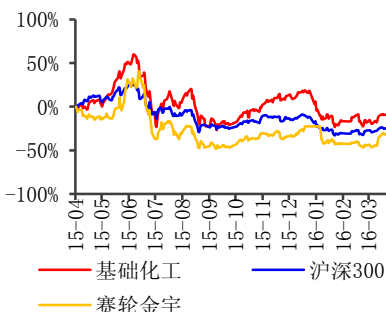
杨超 0755-83663214
 Email:yichao@cgws.com
 执业证书编号:S1070512070001
 余嫫嫫 021-61680360
 Email:yuyy@cgws.com
 执业证书编号:S1070512120001

市场数据

目前股价	8.22
总市值(亿元)	85.71
流通市值(亿元)	75.19
总股本(万股)	104,270
流通股本(万股)	91,473
12个月最高/最低	17.28/5.86

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	10746	12036	13480
(+/-%)	10.0%	12.0%	12.0%
净利润(百万)	318	465	675
(+/-%)	64.7%	46.2%	45.2%
摊薄EPS	0.31	0.45	0.65
PE	26.9	18.4	12.7

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<不悲观、不消极、不放弃>> 2016-03-14
 <<管理层大比例参与增发，新华联等同举牌>> 2016-01-12

2016年业绩反转

——赛轮金宇(601058)公司动态点评

投资建议

公司发布 2015 年年报，归属于上市公司股东的净利润为 1.93 亿元，同比下降 42.04%；实现基本每股收益 0.19 元。2015 年由于美国双反等多方面负面因素影响导致业绩下滑，但 2016 年将会迎来业绩拐点，预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.31, 0.45, 0.65 元，维持“强烈推荐”评级。

投资要点

- **事件：**公司公布 2015 年年报，报告期内，公司实现营业收入 97.69 亿元，同比下降 12.21%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.93 亿元，同比下降 42.04%；实现基本每股收益 0.19 元。公司利润分配预案为：每 10 股派发现金红利 1 元（含税），并每 10 股转增 12 股。
- **2015 年业绩大幅下滑，但股价已经反映：**公司公布 2015 年年报，报告期内，公司实现营业收入 97.69 亿元，同比下降 12.21%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.93 亿元，同比下降 42.04%；实现基本每股收益 0.19 元。公司同时披露利润分配预案为：每 10 股派发现金红利 1 元（含税），并每 10 股转增 12 股。虽然 2015 年营收与净利润对出现了显著下滑，但在中报，3 季报已经充分体现，股价已经反映预期。
- **4 季度毛利已经出现改善迹象：**4 季度单季度来看，实现营业收入 25.77 亿，归母净利润 3807 万，环比仍然是下滑的。但从销售毛利来看，4 季度单季度销售毛利达到 5.2 亿，环比增长 6%。但净利润环比显著下滑主要因为管理费用、财务费用，尤其是资产减值等因素导致的。
- **2015 年业绩大幅下滑主要受双反影响：**国内半钢胎对出口依赖度较高，但 2015 年由于美国双反冲击，半钢胎整体出口下降超过 9%。同时，受国内经济增速放缓的影响，全钢胎行业景气也显著下滑。而公司布局越南工厂，效益尚未完全发挥，导致业绩大幅度下滑。具体分析来看，报告期内，公司轮胎销量 2539 万条，同比下降 4.63%。轮胎主要原材料天然橡胶均价下降 16%，拉动公司轮胎产品单价下降约 7%。量价因素导致公司营业收入下降 12.21%。由于天胶成本降幅较大，公司整体毛利率提升 0.35 个百分点。公司持续拓张销售网络，推进金宇实业二期、轮胎试验场、赛轮越南等重大项目，期间费用率增加 1.64 个百分点。此外，公司营业外收支较 2014 年减少 2950 万。以上因素综合导致公司归属于上市公司净利润同比下降 42.04%。
- **提前布局越南，2016 年业绩将反转：**2016 年 1 季度来看，越南工厂已经开工正常。按照公司越南基地的生产能力，可以完全承接公司对美国的半钢胎出口订单，规避双反的影响。此外，由于公司在越南还享受税

<<中越关系稳定，公司布局越南工厂受益
TPP>> 2015-11-04

收优惠（15年内企业所得税率为10%，自产生应税收入之日起4年内免缴企业所得税，以后9年减按50%税率征收企业所得税，即税率为5%），因此越南工厂在产能完全发挥之后，盈利能力将会非常强。如果越南工厂2016年满产，销售收入有望达到15亿元，预计净利率将达到10%，2016年仅越南公司的增量利润贡献就有望达到1亿元。这将是公司2016年反转的最重要驱动因素。此外，今年1季度，国内全钢胎行业也出现了触底回升的迹象，一季度国内全钢胎企业开工率较去年同期提升两个百分点。近期部分轮胎企业已小幅提高轮胎售价。因此预计公司一季度业绩有望明显改善。

- **公司机制灵活，成长迅速，将受益于行业兼并整合：**国内汽车保有量高达1.72亿辆，未来几年仍将保持双位数的增长。国内汽车轮胎替换需求至少会有4-5年的高增长。赛轮金宇作为唯一民营上市轮胎企业，机制灵活，过去10年，收入规模从6亿增长到100亿元。目前轮胎行业处于底部，公司将通过兼并收购继续享受行业带来的高成长。
- **公司管理层大比例参与增发，并多次二级市场增持：**公司今年1月披露增发方案，募集资金不超过15亿元，大股东及高管认购5亿元。今年以来，几乎每次市场出现大幅调整，公司高管及亲属都会出手增持，仅1-2月就有11个交易日在出手增持。公司管理层与股东利益诉求一致，对公司长期发展充满信心。
- **风险提示：**汽车销量增速不及预期；国际贸易壁垒加深；天胶价格大幅波动。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	11,128.23	9,769.45	10,746.39	12,035.96	13,480.28	成长性					
营业成本	9,076.86	7,911.34	8,685.19	9,643.72	10,695.38	营业收入增长	38.7%	-12.2%	10.0%	12.0%	12.0%
销售费用	767.26	694.67	762.99	830.48	876.22	营业成本增长	29.9%	-12.8%	9.8%	11.0%	10.9%
管理费用	545.44	562.65	591.27	630.17	690.35	营业利润增长	63.3%	-44.6%	68.8%	48.5%	46.7%
财务费用	265.91	288.57	273.27	304.91	309.53	利润总额增长	67.5%	-46.0%	62.1%	46.2%	45.2%
投资净收益	84.98	0.00	0.00	5.00	5.00	净利润增长	36.1%	-42.0%	64.7%	46.2%	45.2%
营业利润	429.86	238.10	401.80	596.58	875.09	盈利能力					
营业外收支	51.61	22.11	20.00	20.00	20.00	毛利率	18.4%	19.0%	19.2%	19.9%	20.7%
利润总额	481.47	260.21	421.80	616.58	895.09	销售净利率	3.0%	2.0%	3.0%	3.9%	5.0%
所得税	137.44	62.94	97.01	141.81	205.87	ROE	7.6%	4.4%	7.0%	9.7%	13.2%
少数股东损益	10.71	4.07	6.60	9.65	14.01	ROIC	6.8%	4.6%	5.3%	6.6%	8.0%
净利润	333.32	193.20	318.18	465.11	675.21	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	6.9%	7.1%	7.1%	6.9%	6.5%
						管理费用/营业收入	4.9%	5.8%	5.5%	5.2%	5.1%
						财务费用/营业收入	2.4%	3.0%	2.5%	2.5%	2.3%
						投资收益/营业利润	19.8%	0.0%	0.0%	0.8%	0.6%
						所得税/利润总额	28.5%	24.2%	23.0%	23.0%	23.0%
						应收帐款周转率	8.44	7.05	8.59	8.57	8.57
						存货周转率	6.97	5.00	5.78	6.24	6.25
						流动资产周转率	2.02	1.57	1.87	1.90	1.86
						总资产周转率	1.00	0.73	0.80	0.84	0.87
						偿债能力					
						资产负债率	68.5%	66.3%	67.5%	67.8%	68.3%
						流动比率	0.78	0.81	0.79	0.81	0.85
						速动比率	0.60	0.58	0.60	0.61	0.65
						每股指标 (元)					
						EPS	0.32	0.19	0.31	0.45	0.65
						每股净资产	4.19	4.20	4.35	4.58	4.91
						每股经营现金流	1.29	1.19	0.76	1.17	1.38
						每股经营现金/EPS	4.05	6.41	2.48	2.61	2.13
						估值					
						PE	25.71	44.36	26.94	18.43	12.69
						PEG	(11.20)	0.80	0.58	0.41	-
						PB	1.96	1.96	1.89	1.79	1.67
						EV/EBITDA	12.33	16.24	15.30	12.69	10.78
						EV/SALES	1.33	13.19	21.11	16.38	13.07
						EV/IC	1.43	1.44	1.41	1.37	1.31
						ROIC/WACC	0.56	0.37	0.43	0.54	0.66
						REP	2.57	3.85	3.28	2.53	1.99

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺

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。

余嫒嫒: 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
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@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
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@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, xujl@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>