

机械设备

署名人: 李勤

S0960200010107

010-63222909

liqin@cjis.cn

赛象科技

002337

推荐

载重、工程轮胎有望回暖

投资要点:

- **公司主营载重胎和工程胎的生产设备**, 是国内首屈一指的橡胶轮胎制造设备生产商。轮胎生产设计密炼, 压延, 覆胶、挤出, 截断、成型、硫化等工艺, 公司主要生产挤出、截断、成型设备。在载重胎和工程胎市场方面具有很高的声誉。
- **国内经济的快速发展带动载重胎和工程胎需求上升** 近几年来中国基础设施建设急剧拉动了重型卡车和工程机械的需求, 刺激了载重胎和工程胎的消费量上升, 重型卡车主要应用于工程和物流方面, 工程重卡占主要地位。可以预计在 4 万亿投资带动下, 重卡轮胎和工程轮胎还将继续保持较为稳健的增长态势, 有利于公司的轮胎制造机械产品的销售。
- **公司各类轮胎机械产品需求有望复苏** 公司在 2010 年出口继续下降, 但国内市场的繁荣基本弥补了出口下降的损失, 公司销售的总台套数基本持平, 2011 年公司轮胎机械订单已经有所复苏。
- **产品毛利率逐渐趋于稳定** 2010 年公司产品价格 15-20% 的下降, 是造成公司 10 年销售收入下降的重要原因, 公司的产品需要根据用户要求订制, 因此并非完全标准产品, 目前毛利率已降至 30-35%, 价格已趋于稳定, 继续大幅下降空间不大, 有利于公司业绩的恢复。
- **公司有望重新发展轻卡和乘用车市场** 公司近年来主攻载重和工程轮胎市场, 由于乘用车和轻卡市场持续高速繁荣, 公司正在积极发展轻卡和乘用车轮胎技术, 希望在这一更大市场上获取新的成长空间
- **盈利预测与投资建议** 我们预计赛象科技 10, 11, 12 年每股收益可以达到 0.76, 0.84, 0.90 元, 按 11 年 35 倍 PE 估值, 合理价值 30.00 元左右, 推荐。

风险提示:

公司与基建相关的重卡、工程行业联系紧密, 如果基建投资下降, 将不可避免带动相关的轮胎机械行业萧条, 公司从政府获取的财政补贴不一定具有长期持续性。

6-12 个月目标价: 30.00 元

当前股价: 28.16 元

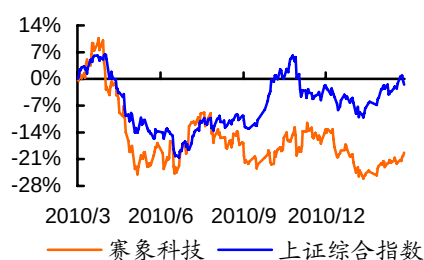
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2933.80
总股本(百万)	120
流通股本(百万)	30
流通市值(亿)	9
EPS (TTM)	0.74
每股净资产(元)	2.51
资产负债率	60.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
赛象科技	4.61	-3.69	-2.46
上证综合指数	3.77	3.26	10.16



相关报告

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	622	512	564	620
同比(%)	-7%	-18%	10%	10%
归属母公司净利润(百万元)	102	91	101	107
同比(%)	14%	-11%	11%	6%
毛利率(%)	31.2%	31.4%	31.4%	31.4%
ROE(%)	33.8%	22.7%	20.2%	17.7%
每股收益(元)	0.85	0.76	0.84	0.90
P/E	32.92	36.92	33.14	31.20
P/B	11.14	8.40	6.70	5.52
EV/EBITDA	29	36	28	25

资料来源: 中投证券研究所

一、赛象科技国内橡胶轮胎机械的重要企业

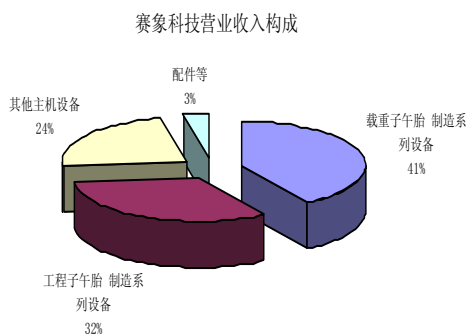
赛象科技主要生产橡胶轮胎机械的部分设备，橡胶轮胎生产流程包括密炼、压延、覆胶、挤出、截断、成型、硫化等过程。公司主要生产其中的挤出、截断、钢丝圈缠绕、成型等设备，是轮胎生产过程中不可缺少的重要一环。

公司各项设备用于客户的轮胎生产线，基本保持一定的配比，在客户生产线更新改造过程中，可能有某些设备增添，但一般变化不大。公司已经和国内三角、双钱、风神和法国、印度、欧洲轮胎公司等众多国内外优质客户建立了战略合作关系。公司客户集中度较高，前5名客户占公司收入比超过50%。

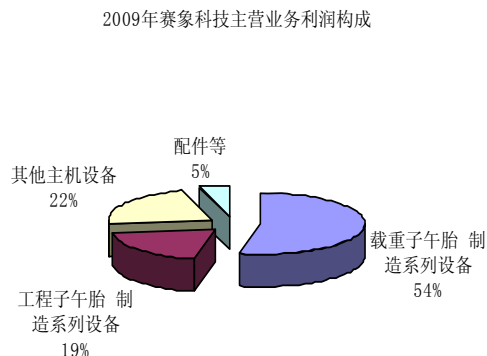
公司具有轿车/轻卡、载重、工程三大系列子午线轮胎成套装备的研制能力，目前主要致力于中、高端的工程胎、载重胎等大型橡胶机械成套设备的生产，在载重胎、工程胎产品的多样性及技术水准在国内同行业中居于领先地位。

2009年公司载重子午胎收入占比41%，主营业务利润占比54%，工程子午胎收入占比32%，主营业务利润占比19%。

图表 1、2009 年赛象科技营业收入构成



图表 2、2009 年赛象科技主营业务利润构成



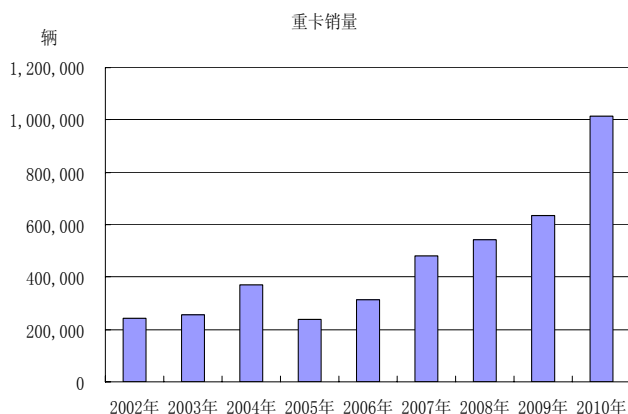
资料来源：公司公告

国内橡胶机械厂销售收入约为 90 亿元左右，其中销售上亿的不超过 10 个，赛象科技的主要竞争对手是桂林橡胶机械厂、益阳橡胶机械厂、福建三明橡胶机械厂，大连橡胶机械厂等。

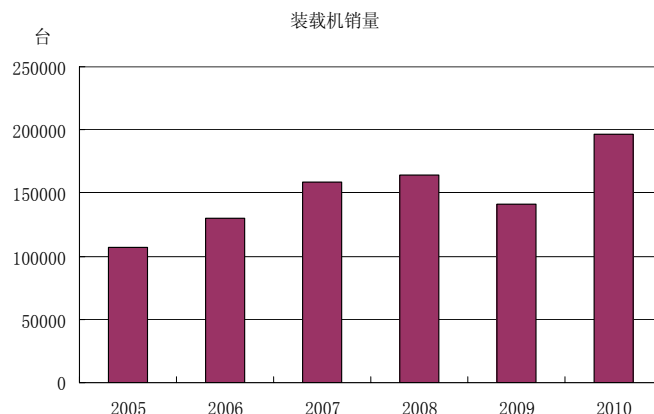
二、橡胶轮胎机械市场仍然处在上升期

国内各类汽车销量持续超预期上升，必然刺激轮胎及轮胎机械需求量的上升，2010 年国内汽车销量已经上升到 1800 万辆，重卡超过 100 万辆，装载机达到 20 万台，对于轻卡、重卡、工程用轮胎的需求持续上升，2010 年各类轮胎的销量已经达到 7.7 亿条，市场是广大的，而且还在持续地上升。

图表 3、2009 年重卡销量



图表 4、2009 年装载机销量



资料来源：中投证券研究所

从 2005 年到 2010 年重卡销量复合增长率达到 33.7%，装载机销量符合增长达到了 12.6%。与公司密切相关的载重和轮胎市场未来将持续地扩张。

针对近年来乘用车超高速增长现状，公司最近致力于发展括乘用车/轻卡子午线轮胎全自动一次法成型机、工程胎面仿型缠绕生产线、工程胎平缠绕生产线和四鼓式 B 型全钢工程子午胎线轮胎一次法成型机等，希望在乘用车和轿车市场获得较大的发展空间。

目前国内载重轮胎、工程轮胎子午化率 70%左右，在预计十二五期间我国载重、工程子午化率将达到 85%。仍然有一些上升空间，但我们认为这已经不是轮胎需求增长的最主要因素，我国载重、工程胎的子午化率将随着新的重卡、工程机械销量的上升而自然上升。

2009 年以来国内，国际多家知名企业掀起了在中国轮胎扩产的高潮，将进一步刺激轮胎机械的需求。

图表 5、09 年底以来主要内外资轮胎企业在国内市场投资计划一览

公司	地区	投资额	投资内容
米其林	沈阳	10 亿美元	1000 万条半钢、180万条全钢轮胎项目
普利司通	天津	2 亿美元	新建一个乘用车胎工厂
普利司通	无锡	增资9800 万美元	将产能由8000 条/日扩至12000 条/日
固特异	大连	7.47 亿美元	扩建640 万条半钢胎、100万条全钢胎项目
德国大陆	合肥	6 亿欧元	新建1600 万条半钢、200万条全钢轮胎工厂
日本住友	长沙	267 亿日元	新建1000 万条半钢胎项目
正新	重庆	10 亿美元	新建800 万条半钢胎、200万条全钢胎项目
韩国耐克森	青岛	2.6 亿美元	新建1000 万条半钢胎项目
香港永裕	文登	40 亿港元	1200 万条全钢胎（包括飞机胎、矿山机械等特种轮胎）
青岛森麒麟	青岛	6.5 亿美元	新建1200 万条半钢、400万条全钢轮胎工厂
杭州中策	杭州		扩建100 万条全钢、1380万条半钢项目
杭州中策	桐乡	50 亿人民币	新建一个轮胎生产基地
中化	桂林	50 亿人民币	新建1000 万条半钢、300 万条全钢项目

延长石油	咸阳	48 亿人民币	新建1600 万条半钢、400万条全钢轮胎项目
风神	焦作	10 亿元人民币	扩建500 万条半钢、15万条全钢工程胎项目
好友	焦作	19.2 亿人民币	新建1000 万条半钢项目
德瑞宝	广饶县	23 亿元人民币	新建600 万条全钢项目
黄海	青岛	5 亿元人民币	扩建500 万条半钢项目
沃森橡胶	东营	75 亿元人民币	分三期建轮胎生产基地，一期350 万条全钢项目

资料来源：《中国橡胶》，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011	2012
流动资产	532	457	492	530	营业收入	622	512	564	620
现金	110	110	110	110	营业成本	428	352	387	425
应收账款	181	149	164	180	营业税金及附加	7	3	4	5
其它应收款	7	6	6	7	营业费用	23	21	23	25
预付账款	21	17	19	21	管理费用	49	57	51	57
存货	153	126	138	152	财务费用	4	3	6	8
其他	61	50	55	60	资产减值损失	12	-1	-1	-1
非流动资产	221	354	481	603	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	176	275	373	468	营业利润	98	77	93	100
无形资产	39	64	88	113	营业外收入	16	28	22	22
其他	5	15	20	23	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	754	812	974	1133	利润总额	114	105	114	121
流动负债	428	412	472	525	所得税	12	14	13	14
短期借款	80	122	155	178	净利润	102	91	101	107
应付账款	142	116	128	141	少数股东损益	0	0	0	0
其他	207	174	189	206	归属母公司净利润	102	91	101	107
非流动负债	24	0	1	0	EBITDA	116	93	117	132
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.13	0.76	0.84	0.90
其他	24	0	1	0					
负债合计	453	412	473	525	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010	2011	2012
股本	90	120	120	120	成长能力				
资本公积	0	0	0	0	营业收入	-6.8%	-17.6	10.0	10.0
留存收益	211	279	380	487	营业利润	15.9	-20.9	20.6	7.4%
归属母公司股东权益	301	399	500	608	归属于母公司净利润	13.8	-10.8	11.4%	6.2%
负债和股东权益	754	812	974	1133	获利能力				
					毛利率	31.2	31.4	31.4	31.4
					净利率	16.4	17.7	17.9	17.3
					ROE	33.8	22.7	20.2	17.7
					ROIC	31.5	17.2	16.2	14.2
					偿债能力				
					资产负债率	60.1	50.8	48.6	46.4
					净负债比率	17.67	29.60	32.77	33.96
					流动比率	1.24	1.11	1.04	1.01
					速动比率	0.87	0.79	0.74	0.71
					营运能力				
					总资产周转率	0.80	0.65	0.63	0.59
					应收账款周转率	4	3	3	3
					应付账款周转率	2.87	2.72	3.16	3.16
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.85	0.76	0.84	0.90
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.82	0.98	1.08
					每股净资产(最新摊薄)	2.51	3.33	4.17	5.06
					估值比率				
					P/E	32.92	36.92	33.14	31.20
					P/B	11.14	8.40	6.70	5.52
					EV/EBITDA	29	36	28	25

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李勤, 中投证券研究所机械行业分析师, 工学学士、经济学硕士, 9 年证券行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434