

国内胎圈钢丝龙头，新业务新市场打开成长空间

——大业股份（603278）深度报告

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2020年03月05日

汽车——汽车零部件

证券分析师

郑连声

022-28451904

zhengls@bhq.com

助理分析师

陈兰芳

SAC No: S1150118080005

chenlf@bhq.com

首次评级:

增持

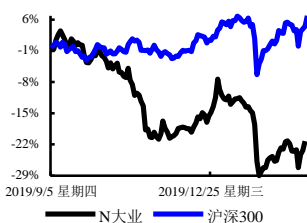
目标价格:

10.64

最新收盘价:

8.65

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点:

● 国内优质胎圈钢丝龙头公司

1) 公司成立于2003年，主营产品为胎圈钢丝、钢帘线以及胶管钢丝，主要应用于乘用车轮胎、载重轮胎、工程轮胎以及航空轮胎等各种轮胎制品。2) 公司客户包括中策、风神、赛轮、双星、三角等国内知名胎企以及住友、普利司通、固铂、韩泰、锦湖等国际知名胎企。3) 公司是国内规模最大的胎圈钢丝供应商，2017年国内产量市占率达28.35%；而钢帘线市占率仍不足3%，未来潜力大。

● 钢帘线产品与海外市场成为增长点

1) 胎圈钢丝业务预计将保持稳健较快增长，市场份额稳步小幅提升。随着公司加大高性能钢帘线产品研发及产能扩建，同时持续开拓中高端轮胎市场及客户，钢帘线业务预计将持续快速增长，成为新的持续增长点。2) 2013-18年公司海外收入年复合增速明显高于同期整体营收增速，海外营收占比由2015年的7.08%持续提升至2018年的15.94%。未来随着公司加大对国际胎企以及国内胎企海外业务的市场开发，依靠性价比优势提升海外市场份额，公司海外收入预计仍将会保持快速增长。3) 盈利能力预计将改善。随着高性能项目相继投产，产品结构改善，规模效应显现，公司钢帘线与胎圈钢丝业务毛利率预计将持续稳步提升，其中，钢帘线业务有望接近国内龙头兴达国际的水平。同时，随着高附加值的产品出口持续增长，未来出口毛利率预计将持续提升。

● 公司中小胎企占比较低，坏账影响可控

最新2019年中报披露公司计提坏账准备为6664.57万元，当期没有形成坏账损失，2017年以来公司的坏账损失明显改善，我们预计与公司加强应收账款管理有关。未来公司通过积极开发优质客户，提高优质客户营收占比，并加强中小客户回款管理，我们预计最终形成的坏账损失对公司的利润影响有限。

● 盈利预测，首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司2019-21年实现营业收入28.48/33.94/41.51亿元，同比增长16.75%/19.17%/22.31%，实现归母净利润1.80/2.21/2.69亿元，同比-12.29%/+22.55%/+21.73%，EPS为0.62/0.76/0.93元/股，对应2020-21年PE分别为11/9倍，低于轮胎行业可比公司平均值，按照行业可比公司PE均值14倍算，2020年公司合理价格为10.64元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：汽车及轮胎行业低迷超预期；疫情影响超预期；公司市场开拓低于预期；原材料涨价风险；汇率波动风险

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	1,885	2,439	2,848	3,394	4,151
(+/-)%	35%	29%	17%	19%	22%
经营利润 (EBIT)	200	259	226	277	341
(+/-)%	-4%	30%	-13%	23%	23%
净利润	131	205	180	221	269
(+/-)%	-8%	56%	-12%	23%	22%
每股收益 (元)	0.63	0.99	0.62	0.76	0.93

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	799	485	570	611	706	营业收入	1885	2439	2848	3394	4151
应收票据	230	365	348	446	558	营业成本	1565	2048	2453	2901	3534
应收账款	582	623	702	917	1068	营业税金及附加	9	12	16	18	22
预付款项	89	49	69	106	108	销售费用	58	67	83	104	129
其他应收款	25	14	41	38	43	管理费用	62	42	43	56	71
应收利息		0	0	0	0	研发费用		36	51	63	79
存货	242	327	403	474	567	财务费用	48	22	17	21	30
合同资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	2	-1	1	1	1
划分为持有待售的资产	0	0	0	0	0	信用减值损失		0	0	0	0
其他流动资产						公允价值变动净收益					
可供出售金融资产	0	300	300	300	300	益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收益	0	21	20	21	21
固定资产	634	873	1073	1326	1594	投资净收益	2	8	5	5	5
在建工程	29	127	264	327	353	资产处置收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	143	241	210	257	312
无形资产	84	126	101	75	50	营业外收支净额	9	-4	-1	-1	-1
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	152	237	209	256	312
资产总计	2817	3204	3840	4679	5531	减：所得税	20	32	29	36	43
短期借款						净利润	131	205	180	221	269
应付票据	802	1044	1050	1403	1674	归属于母公司的净利润					
应付账款	153	235	305	336	398	利润	131	205	180	221	269
预收款项	6	5	6	8	9	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付职工薪酬	21	28	28	28	28	基本每股收益	0.63	0.99	0.62	0.76	0.93
应交税费	3	2	2	2	2	稀释每股收益	0.63	0.99	0.62	0.76	0.93
其他应付款	1	2	2	2	2	财务指标					
其他流动负债	0	0	0	0	0	成长性					
长期借款	72	25	25	25	25	营收增长率	34.5%	29.4%	16.7%	19.2%	22.3%
负债合计	1454	1677	2159	2835	3506	EBIT 增长率	-4.2%	29.9%	-12.9%	22.6%	23.2%
股东权益合计	1363	1527	1681	1844	2025	净利润增长率	-8.1%	56.3%	-12.3%	22.6%	21.7%
现金流量表						盈利性					
净利润	131	205	180	221	269	销售毛利率	17.0%	16.1%	13.9%	14.5%	14.9%
折旧与摊销	87	83	89	99	110	销售净利率	7.0%	8.4%	6.3%	6.5%	6.5%
经营活动现金流	103	321	119	214	250	ROE	9.6%	13.5%	10.7%	12.0%	13.3%
投资活动现金流	-297	-324	-395	-385	-375	ROIC	9.87%	12.26%	8.15%	8.39%	8.76%
融资活动现金流	455	-126	361	213	219	估值倍数					
现金净变动	261	-128	85	41	95	PE	13.7	8.8	13.92	11.36	9.3
期初现金余额	178	799	485	570	611	P/S	1.0	0.7	0.9	0.7	0.6
期末现金余额	438	671	570	611	706	P/B	1.32	1.18	1.49	1.36	1.24
						股息收益率	0.0%	0.0%	1.7%	2.3%	3.5%
						EV/EBITDA	4.7	4.6	8.3	7.6	6.9

目 录

1.国内优质胎圈钢丝龙头公司.....	7
2.钢帘线产品与海外市场成为增长点.....	9
2.1 公司看点:新品类+海外市场铸就公司成长性.....	12
2.2 公司中小胎企占比较低,坏账影响可控.....	17
3.盈利预测与估值讨论.....	18

图 目 录

图 1: 公司主要产品	7
图 2: 前五大客户 (2016)	7
图 3: 公司胎圈钢丝市场份额高 (产量)	7
图 4: 公司钢帘线占 CR10 总产量的比重持续提升	8
图 5: 公司近 4 年营收实现较快增长	8
图 6: 公司归母净利润近几年增长有波动	8
图 7: 公司在建工程近两年上升较多	9
图 8: 公司重要在建工程项目情况 (截止 2019H1)	9
图 9: 公司资本性开支情况	9
图 10: 全球汽车轮胎销售额稳健增长	10
图 11: 国内汽车轮胎产量走势整体稳健	10
图 12: BMG 三大占据全球轮胎销售额 37% 的份额 (2018)	10
图 13: 全球前十大胎企销售额占比 63% (2018)	10
图 14: 轮胎主要原材料成本占比 (2018)	11
图 15: 国内胎圈钢丝销量稳健增长 (单位: 万吨)	11
图 16: 公司胎圈钢丝销量及市场份额	11
图 17: 国内钢帘线产量	12
图 18: 公司钢帘线产量及增速	12
图 19: 轮胎价格指数缓慢走低	12
图 20: 公司产品均价持续提升	12
图 21: 公司胎圈钢丝业务营收增长较快	13
图 22: 公司钢帘线业务营收快速增长	13
图 23: 公司钢帘线营收占比持续提升	13
图 24: 从 2017 年开始 HT/ST 钢帘线销量占比持续提升	13
图 25: 公司海外收入高速增长	14
图 26: 公司海外收入占比近几年持续提升	14
图 27: 公司钢帘线毛利率低于同行	14
图 28: 公司胎圈钢丝毛利率近两年处于低位	14
图 29: 公司两次融资主要投建高性能产品	15
图 30: 公司积极推广高性能产品	15
图 31: 公司三大产品均价近几年持续提升	15
图 32: 公司海外业务毛利率较高	16
图 33: 内地胎企销售额占全球比重虽上升但仍较低	16
图 34: 我国汽车轮胎均价低于全球 (2017)	16
图 35: 直接材料占公司营业成本比重接近八成	17
图 36: 我国汽车轮胎均价低于全球 (2017)	17
图 37: 公司应收账款情况	17
图 38: 公司应收账款坏账准备 (单位: 万元)	17
图 39: 公司坏账损失	18

表 目 录

表 1：公司分业务预测	18
表 2：可比公司估值比较	19

1.国内优质胎圈钢丝龙头公司

公司成立于 2003 年，主营产品为胎圈钢丝、钢帘线以及胶管钢丝，主要应用于乘用车轮胎、载重轮胎、工程轮胎以及航空轮胎等各种轮胎制品。

图 1：公司主要产品

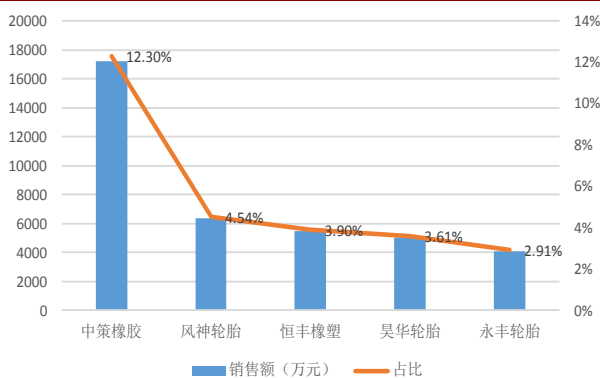


资料来源：公司官网，渤海证券

公司现有客户包括中策橡胶、风神股份、赛轮轮胎、双星轮胎、三角轮胎等国内知名轮胎生产商以及住友橡胶、普利司通、固铂轮胎、韩泰轮胎、锦湖轮胎等国际知名轮胎生产商，初步形成了内外销同步发展的业务格局。

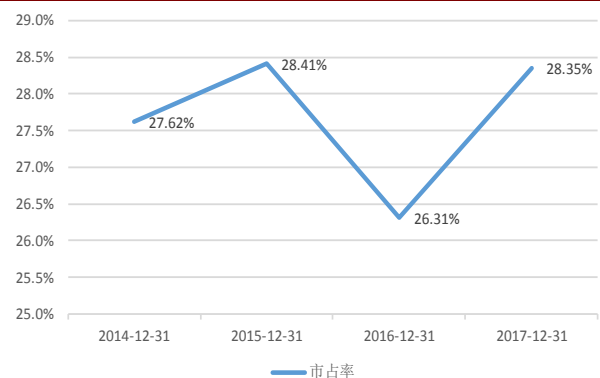
公司经过多年发展，凭借突出的技术研发能力和制造工艺水平，目前已成为国内规模最大的胎圈钢丝供应商，最新 2017 年国内产量市场份额达 28.35%，随着公司扎实拓展市场，预计市场份额仍将持续提升。钢帘线是公司近几年重点开发的新产品，2017 年产量位居国内第九，占国内前十产量的 2.47%，市场份额也在持续提升中。

图 2：前五大客户（2016）



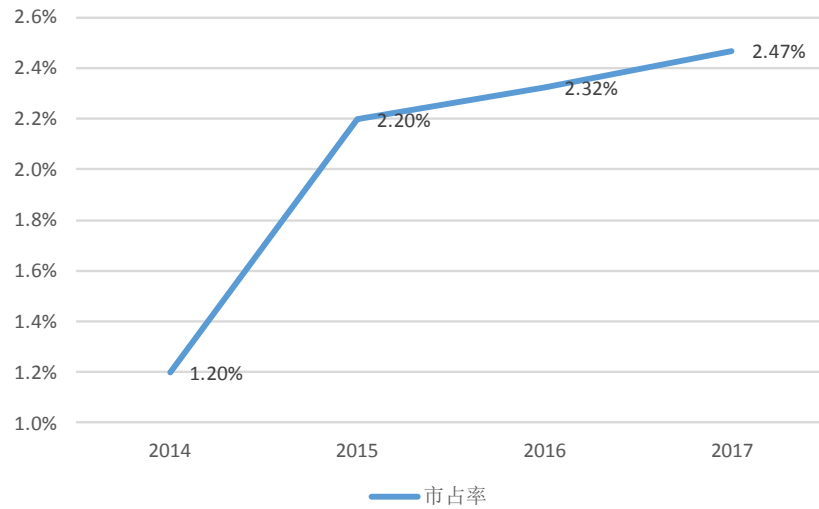
资料来源：公司公告，渤海证券

图 3：公司胎圈钢丝市场份额高（产量）



资料来源：公司公告，渤海证券

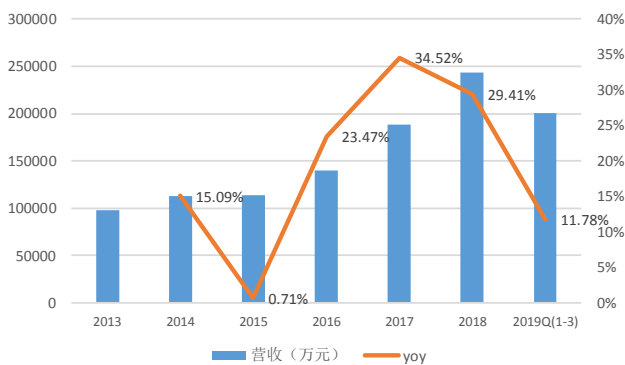
图 4: 公司钢帘线占 CR10 总产量的比重持续提升



数据来源: 公司招股书, 渤海证券

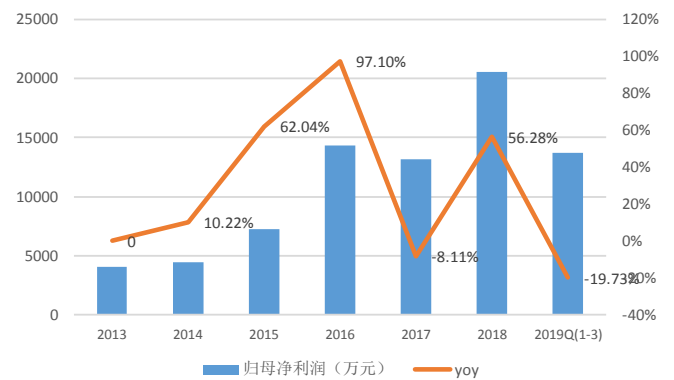
经营方面, 2013-18 年公司营收年复合增速达 20.03%, 整体呈现快速增长的态势, 2019 年前三季度营收增长 11.78%, 增速有所放缓, 但明显好于去年国内汽车 8.15% 的销量降幅。2013-18 年公司归母净利润年复合增速 38.28%, 实现了持续快速增长, 2019 年前三季度同比下降 19.73%, 主要是产品降价、原材料成本波动及成本费用上涨影响共同作用所致。

图 5: 公司近 4 年营收实现较快增长



资料来源: Wind, 渤海证券

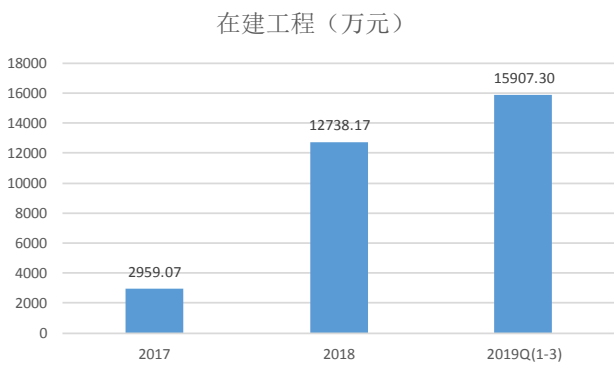
图 6: 公司归母净利润近几年增长有波动



资料来源: Wind, 渤海证券

随着公司不断开发产品, 开拓市场, 经营规模持续扩大, 产品扩建成为必然。公司 2017 年 IPO 和 2019 年可转债项目为扩建高性能胎圈钢丝与钢帘线产能, 对应的在建工程规模上升较多, 未来随着钢帘线技术改造项目三期 (总产能 20 万吨) 持续推进, 未来公司资本性开支预计将保持较快增长态势。

图 7: 公司在建工程近两年上升较多



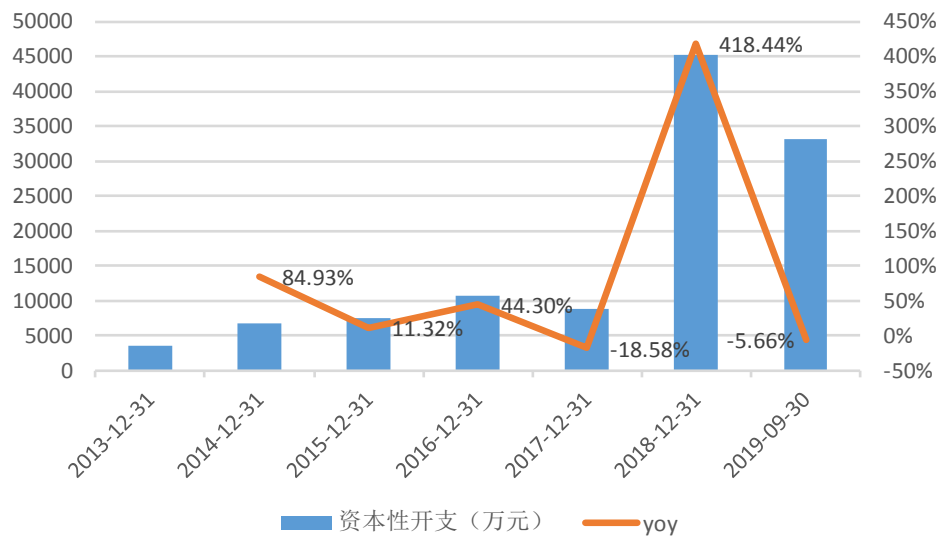
资料来源: Wind, 渤海证券

图 8: 公司重要在建工程项目情况 (截止 2019H1)

重要在建工程项目	预算数 (万元)	工程进度
北厂区设备	210.00	100.00%
基建、厂房	32537.25	60.16%
拉丝机设备	9670.00	75.57%
西厂区设备	3857.00	99.50%
预处理、镀线设备	5215.00	30.39%
东厂区设备	1425.00	67.50%
南厂区设备	275.00	99.00%
捻股机设备	3000.00	96.00%

资料来源: Wind, 渤海证券

图 9: 公司资本性开支情况

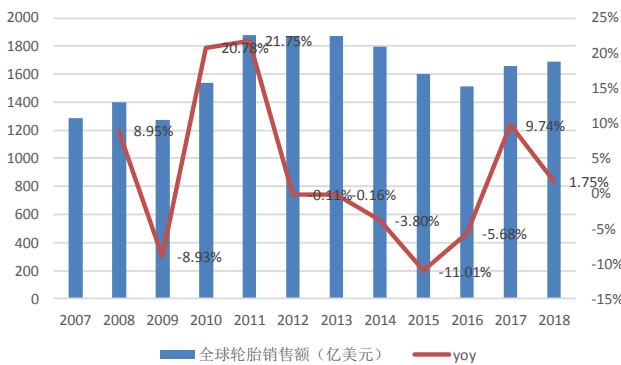


数据来源: Wind, 渤海证券

2. 钢帘线产品与海外市场成为增长点

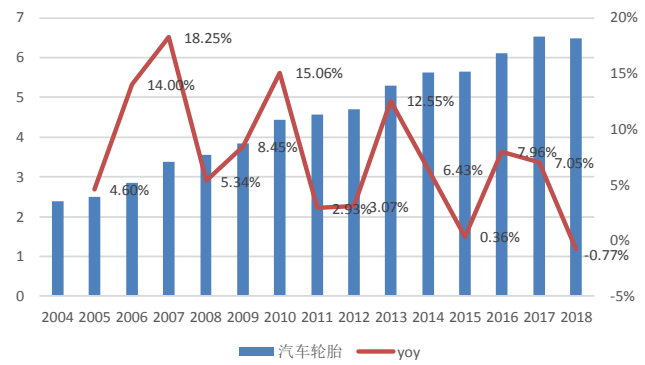
根据行业数据统计, 汽车轮胎需求约 3/4 来自售后替换市场, 约 1/4 来自新车原配胎市场。轮胎行业作为一个比较成熟的市场, 从全球和国内的增长情况看均保持了比较稳健的走势, 全球销售额 2007-18 年复合增速为 2.50%, 国内汽车轮胎产量 2004-2018 年复合增速为 7.38%。

图 10: 全球汽车轮胎销售额稳健增长



资料来源: 美国轮胎商业, 森麒麟公告, 渤海证券

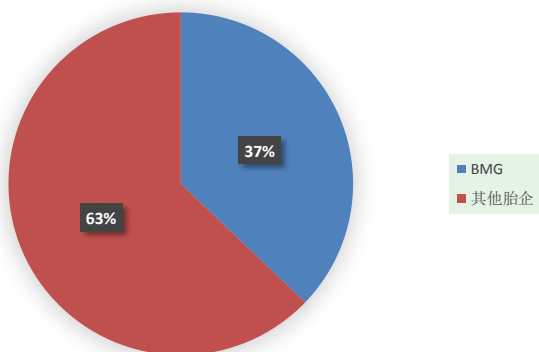
图 11: 国内汽车轮胎产量走势整体稳健



资料来源: 玲珑轮胎年报, 渤海证券

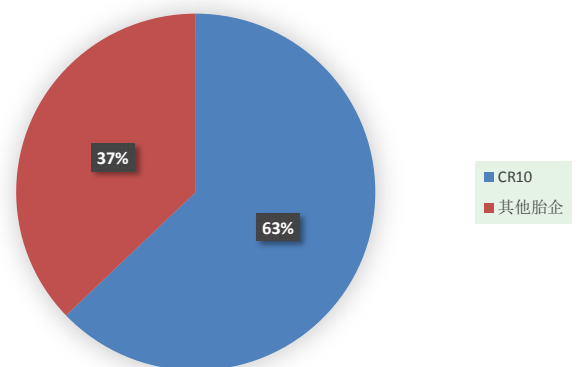
从市场竞争格局看, 目前前三大胎企普利司通 (Bridgestone)、米其林 (Michelin)、固特异 (Goodyear) 销售额占全球的比重为 37%, 前十大胎企占全球的比重高达 63%, 整体来看, 市场竞争格局比较稳定, 尤其是前三大胎企 BMG 的市场地位与竞争实力短期内仍难以撼动。

图 12: BMG 三大占据全球轮胎销售额 37% 的份额 (2018)



资料来源: 美国轮胎商业 (公开资料), 渤海证券

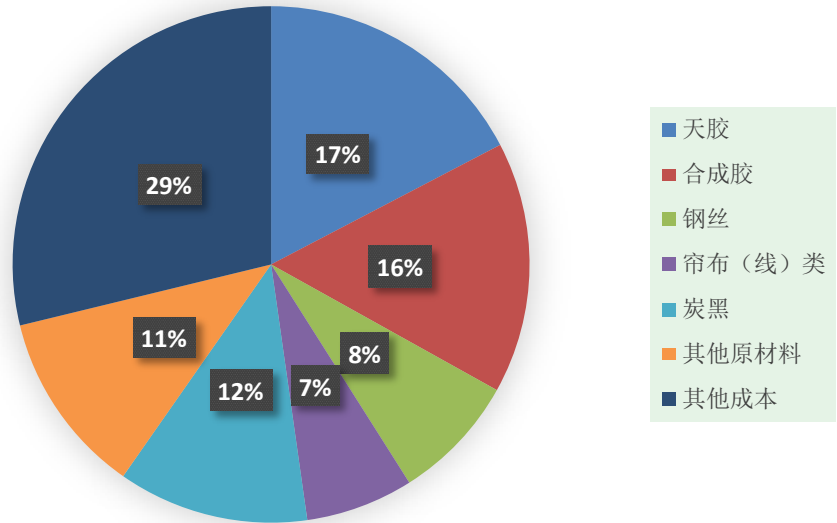
图 13: 全球前十大胎企销售额占比 63% (2018)



资料来源: 美国轮胎商业 (公开资料), 渤海证券

根据森麒麟最新招股书显示, 汽车轮胎成本结构中, 钢丝 (胎圈钢丝与钢帘线) 占比约 8% (全钢/半钢以及尺寸大小造成比例会有不同)。因此, 相对而言, 胎圈钢丝和钢帘线在轮胎成本中占比不高。根据公司披露数据, 胎圈钢丝在轮胎的制造成本中占比不到 3%, 钢帘线在轮胎的制造成本中占比在 10% 左右。总的来看, 钢丝的性能与价格对整个轮胎的品质与价格体系有较为重要的影响, 未来高性能钢丝产品将成为行业发展的主要趋势, 既能够有效提高轮胎的安全性, 又能够满足汽车产业的轻量化发展要求。

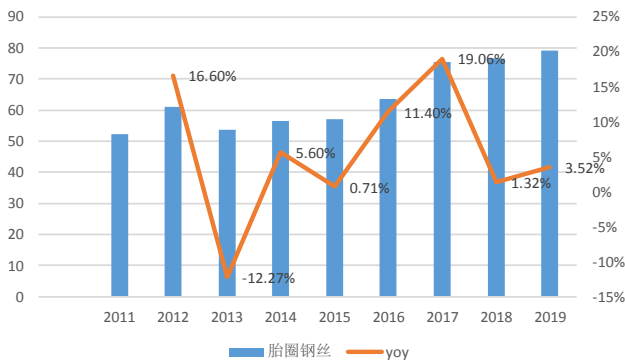
图 14: 轮胎主要原材料成本占比 (2018)



数据来源: 森麒麟招股书, 渤海证券

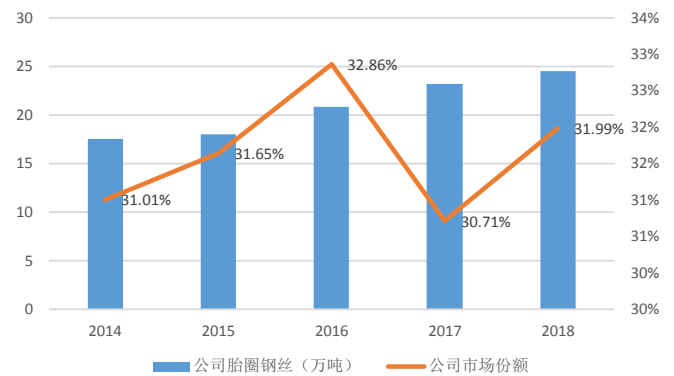
销量方面, 作为轮胎的重要部件之一, 国内胎圈钢丝与钢帘线产销基本与轮胎一样保持较为稳健的走势。2011-19 年国内胎圈钢丝销量年复合增速为 5.32%, 2014-17 年国内钢帘线前 10 大企业产量年复合增速 6.58%。竞争格局方面, 国内前十大胎圈钢丝企业产销占比超 70%, 公司在国内胎圈钢丝领域属于真正的龙头企业, 最新 2018 年销量份额达 32%; 而国内钢帘线市场主要被兴达国际、贝卡尔特(中国)占据, 市场份额超 50%, 而公司的市场份额仍不足 3%, 未来提升的潜在空间较大。

图 15: 国内胎圈钢丝销量稳健增长 (单位: 万吨)



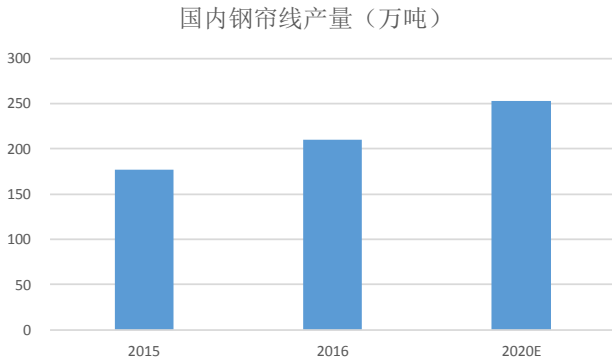
资料来源: 智研咨询, 渤海证券

图 16: 公司胎圈钢丝销量及市场份额



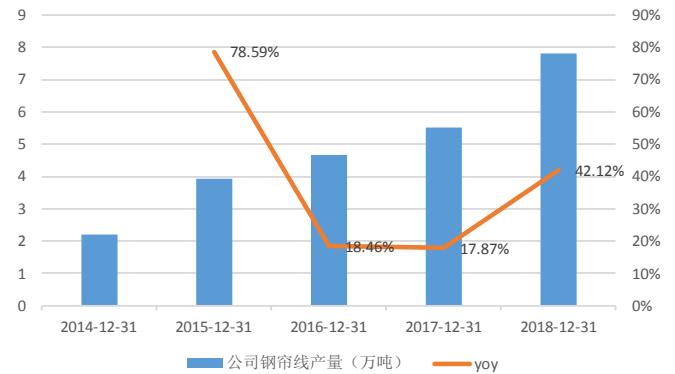
资料来源: Wind, 渤海证券

图 17: 国内钢帘线产量



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 18: 公司钢帘线产量及增速

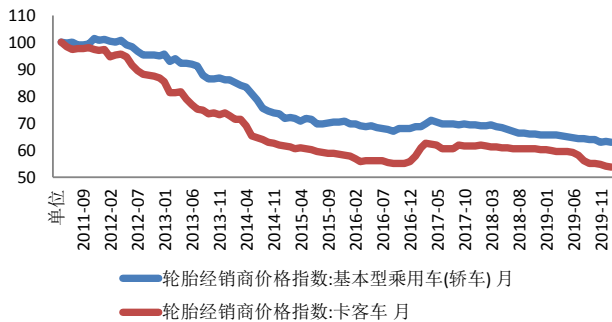


资料来源: Wind, 渤海证券

2.1 公司看点: 新品类+海外市场铸就公司成长性

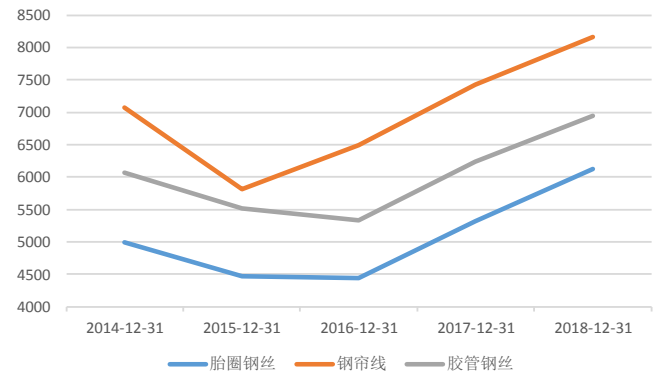
公司胎圈钢丝与钢帘线产品主要应用于轮胎领域, 下游轮胎价格的走低会导致对上游配套商产品的“压价”行为, 从而对配套商的盈利情况形成负面影响。但公司对此采取了有效的应对措施: 1) 开拓单价较高的新品类钢帘线市场; 2) 开发高性能胎圈钢丝与钢帘线产品, 改善产品结构。结果就是: 2015 年以来, 公司产品均价持续提升。

图 19: 轮胎价格指数缓慢走低



资料来源: Wind, 渤海证券

图 20: 公司产品均价持续提升



资料来源: Wind, 渤海证券

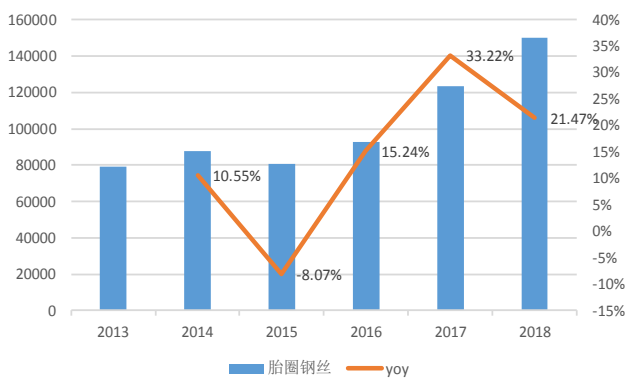
按产品分析

公司目前传统的胎圈钢丝业务在国内市场的产销市占率均在三成左右, 是国内毫无疑问的龙头, 2013-18 年营收年复合增速 13.64%, 2016-18 年均实现了较快增长。未来依靠高性能产品及海外市场开拓有望保持稳健较快增长, 市场份额稳步小幅提升。

近几年公司依靠原有客户渠道加快了对新品类钢帘线的产品开发与市场开拓,

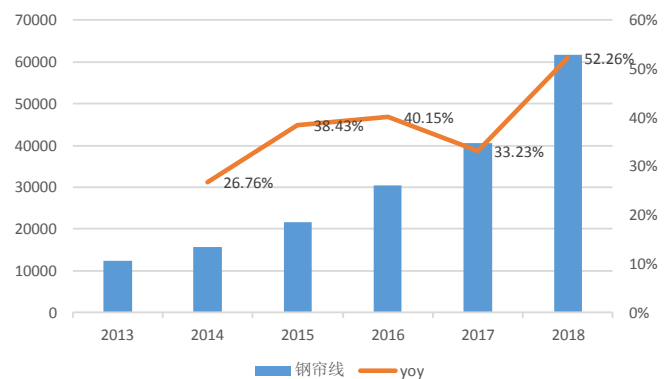
2013-18 年钢帘线营收年复合增速高达 37.91%，明显高于胎圈钢丝，实现了持续的快速增长，钢帘线营收占比也稳步提升至 2018 年的 25.34%。客户开发方面，由于胎企对钢帘线的数量需求一般三倍于胎圈钢丝，目前主要客户对公司钢帘线需求量较大，其中，恒丰橡胶、中策橡胶、玲珑轮胎、森麒麟、昊华轮胎、通用股份、华盛橡胶、青岛双星等国内知名轮胎企业均已批量采购公司钢帘线产品。同时，公司正在加大高性能钢帘线产品的研发与生产，自 2017 年下半年以来，公司的 HT/ST 钢帘线开始放量增长，其中，超高性能（ST）钢帘线销量由 2017 年的 0.08 万吨猛增至 2018 年的 0.52 万吨。未来随着公司加大高性能钢帘线产品研发及产能扩建，同时持续开拓中高端轮胎市场及客户，钢帘线业务预计将持续快速增长，成为公司持续的增长点。

图 21: 公司胎圈钢丝业务营收增长较快



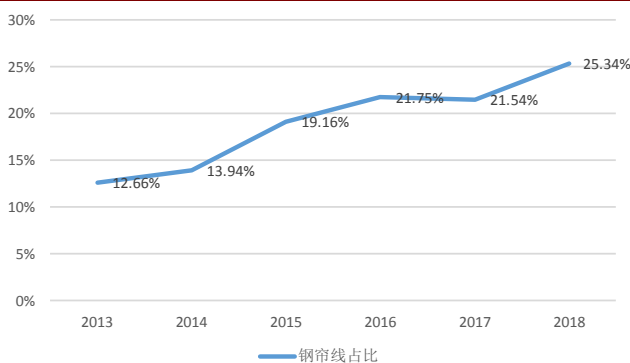
资料来源: Wind, 渤海证券

图 22: 公司钢帘线业务营收快速增长



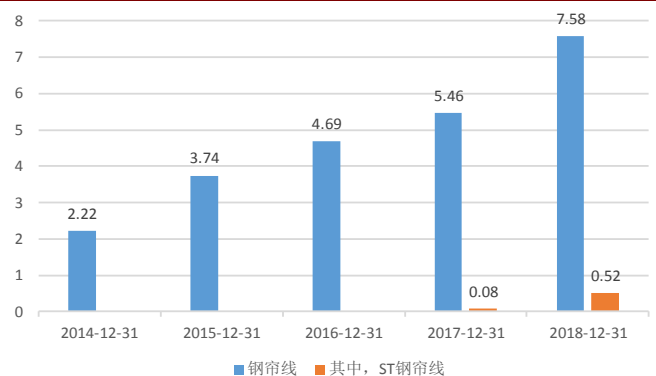
资料来源: Wind, 渤海证券

图 23: 公司钢帘线营收占比持续提升



资料来源: Wind, 渤海证券

图 24: 从 2017 年开始 HT/ST 钢帘线销量占比持续提升



资料来源: Wind, 渤海证券

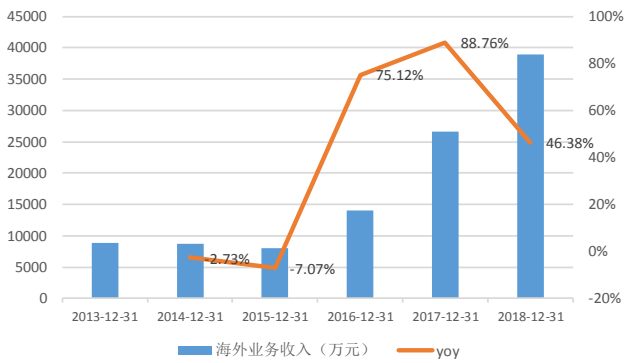
按市场分析

在做好国内市场的同时，公司持续开发海外市场并取得了显著成效。2013-18 年公司海外收入年复合增速高达 34.33%，明显高于同期公司整体营收 20.03% 的年

请务必阅读正文之后的免责声明

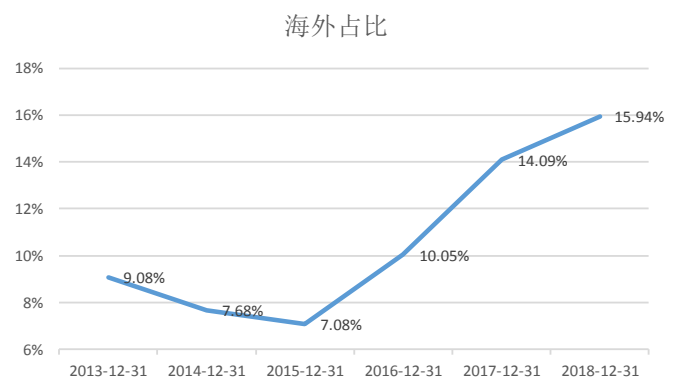
复合增速，特别是 2016-18 年海外收入连续三年高速增长。海外营收占比由 2015 年 7.08% 的低点持续提升至 2018 年的 15.94%。未来随着公司加大对国际胎企以及国内胎企海外业务的市场开发，依靠性价比优势提升海外市场份额，公司海外收入预计仍将会保持快速增长的态势。

图 25: 公司海外收入高速增长



资料来源: Wind, 渤海证券

图 26: 公司海外收入占比近几年持续提升

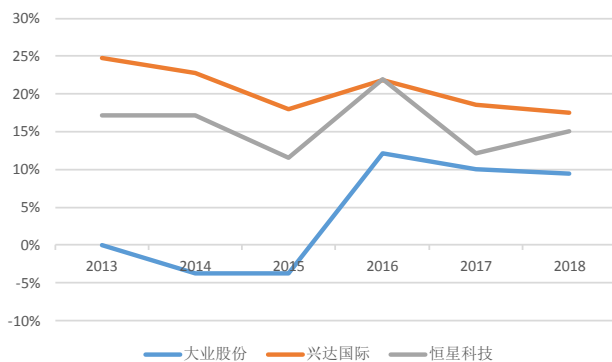


资料来源: Wind, 渤海证券

除了收入增长有看点外，未来公司盈利能力也有望迎来持续改善，主要分析如下：

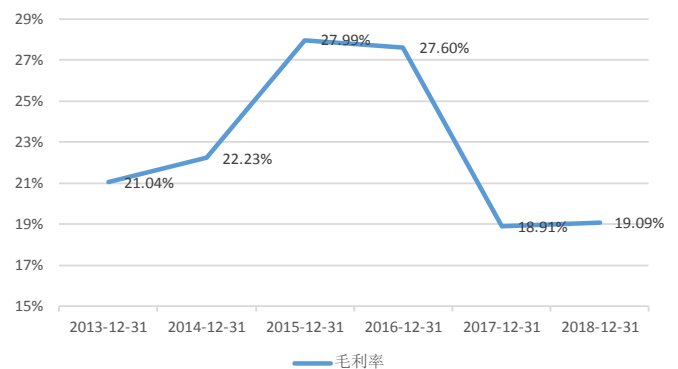
首先，公司积极加大钢帘线技术改造项目（三期，20 万吨产能，第一阶段 5 万吨 HT/ST 钢帘线产能由去年的可转债融资投建）的建设，随着高性能产品（HT/ST）供货持续放量，占比提升（其中，ST 钢帘线销量占比由 2017 年的 1.41% 提升至 2018 年的 6.86%，2018 年 HT 钢帘线产量 4.83 万吨，占比达 61.78%），钢帘线产品均价不断提升，规模效应持续显现，公司钢帘线业务毛利率预计将持续稳步提升，有望接近国内钢帘线龙头兴达国际的水平。同时，随着 IPO 募投的高性能胎圈钢丝项目投产，胎圈钢丝产品结构逐步改善，均价持续提升，未来胎圈钢丝业务毛利率也有望稳步改善。

图 27: 公司钢帘线毛利率低于同行



资料来源: Wind, 渤海证券 (注: 兴达国际为整体毛利率)

图 28: 公司胎圈钢丝毛利率近两年处于低位



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 29: 公司两次融资主要投建高性能产品

两次融资主要项目	计划投资额(万元)	已投入募集资金(万元)	产能(万吨)	备注
子午线轮胎用高性能胎圈钢丝扩建项目	46487.60	37998.17	10	IPO项目, 已结项
子午线轮胎胎帘线技术改造项目(三期第一阶段)	48536.00	24661.90	5 (HT1.7万吨, ST3.3万吨)	可转债项目, 高性能胎帘线

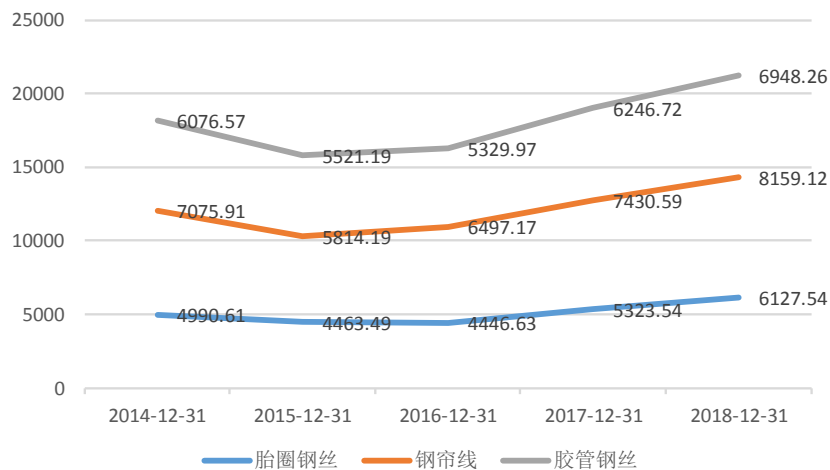
资料来源: Wind, 渤海证券 (注: 兴达国际为整体毛利率)

图 30: 公司积极推广高性能产品

高性能产品	批量供货客户	送样并达成初步意向	持续跟进
高性能胎圈钢丝	住友橡胶、锦湖轮胎、韩泰轮胎、普利司通、双星、中策橡胶、风神、厦门正新等		
HT胎帘线	中策橡胶、森麒麟、恒丰橡塑、玲珑、通用、双星等16家国内轮胎客户		
ST胎帘线	中策橡胶、森麒麟	恒丰橡塑、永盛橡胶、万达宝通等	昊华轮胎、玲珑、通用、双星等

资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 31: 公司三大产品均价近几年持续提升

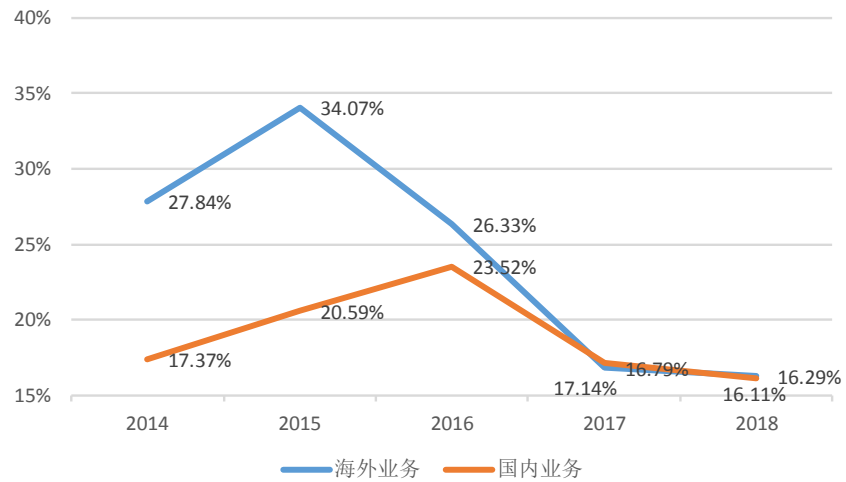


数据来源: Wind, 渤海证券

其次, 由于全球胎企前 10 强除了第 9/10 名是中策、台湾正新外均是外企 (最新 2018 年销售额排名), 且前三强销售额占比 37%, 前 10 前占比 63%。尤其是全球 75 强胎企中, 国内胎企销售占比仅不到 15% (2018 年数据)。因此, 公司积极开拓海外市场, 拓展实力强的外资胎企客户有两方面作用: 1) 打开公司配套成长空间; 2) 外资胎企主要聚焦于中高端市场, 公司配套这些客户有助于提升公司整体产品均价和毛利, 从而提升公司整体盈利能力。

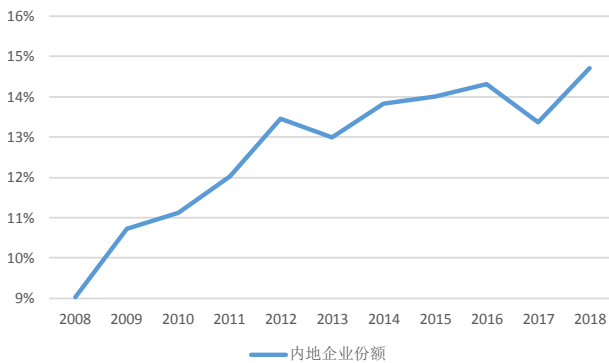
因此, 随着高附加值的产品出口持续增长, 出口毛利率预计将持续提升, 未来公司整体的盈利能力也有望因此得到改善。

图 32: 公司海外业务毛利率较高



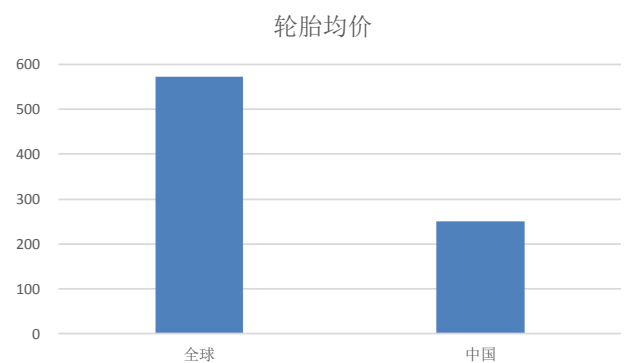
数据来源: 公司招股书, 渤海证券

图 33: 内地胎企销售额占全球比重虽上升但仍较低



资料来源: 美国轮胎商业, 搜狐汽车, 渤海证券

图 34: 我国汽车轮胎均价低于全球 (2017)



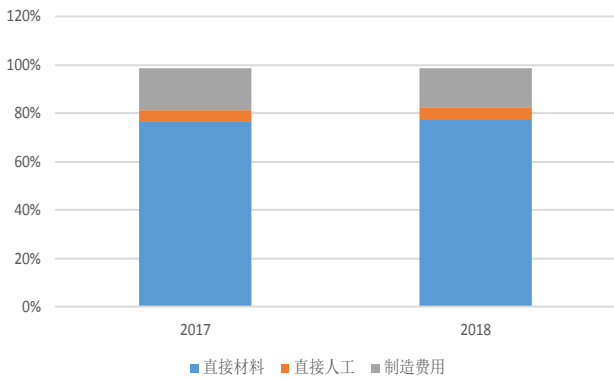
资料来源: 搜狐网公开资料, 森麒麟招股书, 渤海证券

成本端分析: 盘条价格缓慢走低, 短期利好

公司的主要原材料为高碳钢热轧盘条, 原材料占公司营业成本接近 8 成, 因此, 盘条价格变动对公司利润影响大。根据盘条价格走势来看, 2018 年 11 月中旬盘条价格开始下跌直至去年 7 月, 然后价格企稳回升, 9-11 月价格相对稳定, 然后开始缓慢的稳中走低, 最新 2 月 26 日盘条价格又小幅下调。

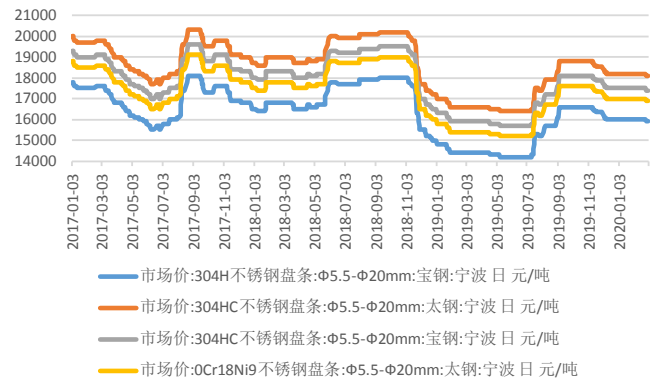
根据行业规律, 公司产品价格变动一般滞后于钢材与盘条价格, 盘条价格下跌短期内对公司是有利的, 对应的, 盘条价格上涨短期内对公司是不利的。因此, 我们判断, 短期来看盘条价格缓慢的走低对公司来说是偏利好的, 有助于公司改善盈利状况。

图 35: 直接材料占公司营业成本比重接近八成



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 36: 我国汽车轮胎均价低于全球 (2017)

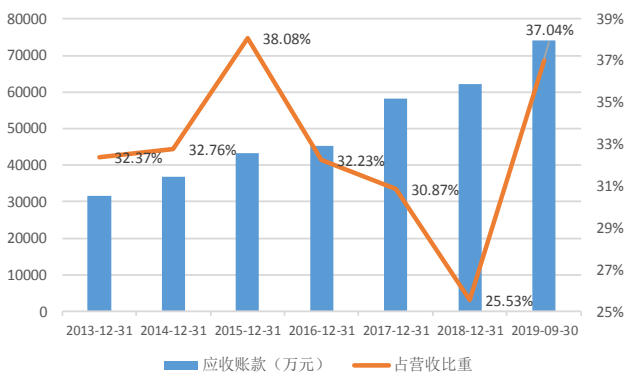


资料来源: Wind, 渤海证券

2.2 公司中小胎企占比较低, 坏账影响可控

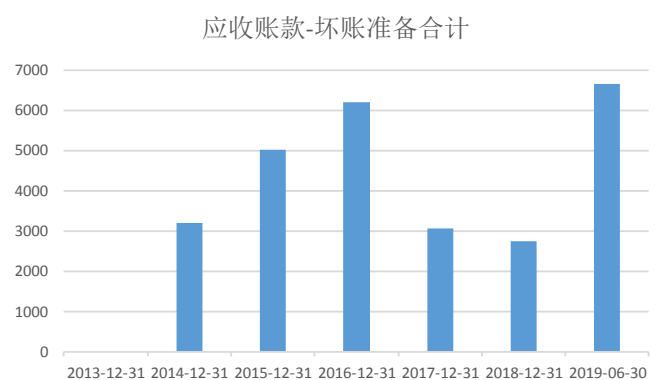
公司主要客户为中策橡胶、三角、玲珑及住友、普利司通等国内外优质胎企, 中小胎企占比较低。截止 2019 年三季度, 公司应收账款 7.41 亿元, 占营收比重为 37.04%, 最新 2019 年中报披露计提的坏账准备为 6664.57 万元, 当期没有形成坏账损失, 2017 年以来公司的坏账损失明显改善, 我们预计与公司加强应收账款管理有关。同时, 公司去年 10 月 26 日公告核销山东永泰集团 1150.57 万元应收账款并全额计提坏账准备。未来公司通过积极开发优质客户, 提高优质客户营收占比, 并加强中小客户回款管理, 我们预计最终形成的坏账损失对公司的利润影响有限。

图 37: 公司应收账款情况



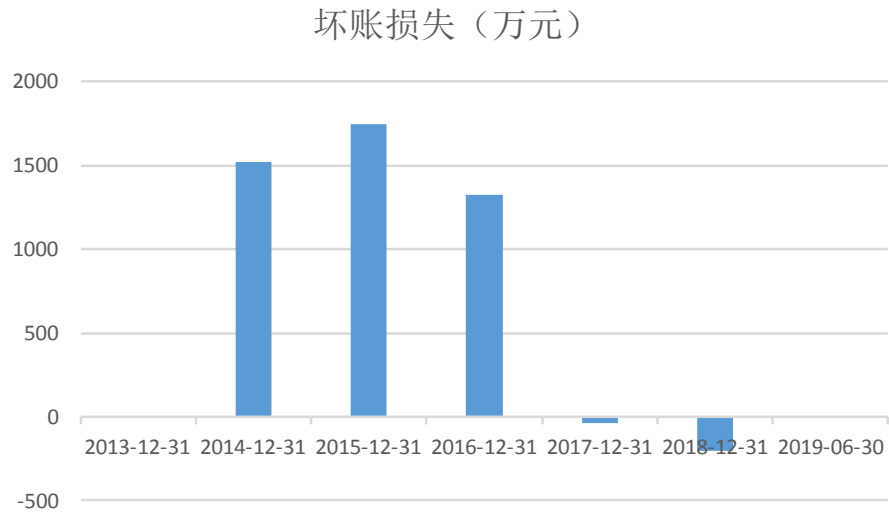
资料来源: Wind, 渤海证券

图 38: 公司应收账款坏账准备 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 39: 公司坏账损失



数据来源: Wind, 渤海证券

3. 盈利预测与估值讨论

假设条件:

1. 公司胎圈钢丝业务稳健增长; 钢帘线业务快速增长
2. 海外业务快速增长
3. 公司产品结构改善, 毛利率今年开始触底回升
4. 公司盘条等原材料价格无大幅波动, 期间费用控制得当

表 1: 公司分业务预测

产品	项目	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
胎圈钢丝	营收 (万元)	92778.81	123598.53	150140.27	165154.29	184972.81	209019.27
	yoy	15.24%	33.22%	21.47%	10.00%	12.00%	13.00%
	营业成本	67170.28	100226.96	121478.24	137903.84	152602.57	171395.81
	毛利率	27.60%	18.91%	19.09%	16.50%	17.50%	18.00%
钢帘线	营收 (万元)	30476.42	40604.28	61824.33	80989.87	106906.62	149669.27
	yoy	40.15%	33.23%	52.26%	31.00%	32.00%	40.00%
	营业成本	26773.85	36547.95	55947.64	74105.73	96750.49	133954.00
	毛利率	12.15%	9.99%	9.51%	8.50%	9.50%	10.50%
胶管钢丝	营收 (万元)	12318.98	18662.99	25926.69	33704.70	42130.88	50557.05
	yoy	66.08%	51.50%	38.92%	30.00%	25.00%	20.00%
	营业成本	10428.40	16367.40	23537.92	30671.28	37917.79	44995.78
	毛利率	15.35%	12.30%	9.21%	9.00%	10.00%	11.00%
喷涂	营收 (万元)	2409.40	3263.10	3470.34	3817.37	4199.11	4619.02
	yoy	15.42%	35.43%	6.35%	10.00%	10.00%	10.00%
	营业成本	685.41	998.54	1384.89	1526.95	1679.64	1847.61

	毛利率	71.55%	69.40%	60.09%	60.00%	60.00%	60.00%
其他业务	营收 (万元)	1061.26	1028.98	1067.65	1121.03	1177.08	1235.94
	yoy	45.33%	-3.04%	3.76%	5.00%	5.00%	5.00%
	营业成本	1004.33	1028.67	1117.90	1064.98	1118.23	1174.14
	毛利率	5.36%	0.03%	-4.71%	5.00%	5.00%	5.00%
其他收入	营收 (万元)	1081.73	1345.14	1505.95			
	yoy	8.63%	24.35%	11.96%			
	营业成本	905.70	1286.12	1315.83			
	毛利率	16.27%	4.39%	12.62%			
合计	营收 (万元)	140126.59	188503.02	243935.23	284787.27	339386.51	415100.56
	yoy	23.47%	34.52%	29.41%	16.75%	19.17%	22.31%
	营业成本	106967.99	156455.64	204782.42	245272.77	290068.73	353367.33
	毛利率	23.66%	17.00%	16.05%	13.88%	14.53%	14.87%

数据来源: Wind, 渤海证券

综上分析, 我们预计公司 2019-21 年实现营业收入 28.48/33.94/41.51 亿元, 同比增长 16.75%/19.17%/22.31%, 实现归母净利润 1.80/2.21/2.69 亿元, 同比 -12.29%/+22.55%/+21.73%, EPS 为 0.62/0.76/0.93 元/股, 对应 2020-21 年 PE 分别为 11/9 倍, 低于轮胎行业可比公司平均值, 按照行业可比公司 PE 均值 14 倍算, 2020 年公司合理价格为 10.64 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 2: 可比公司估值比较

证券代码	证券简称	EPS			PE			PB	
		2020e	2021e	TTM	2020e	2021e	LF	2020e	2021e
002132.SZ	恒星科技	0.13	0.22	42.01	23.47	13.29	1.36	1.19	1.09
1899.HK	兴达国际	0.28	0.29	10.74	7.58	7.24		0.56	0.55
601966.SH	玲珑轮胎	1.57	1.83	17.87	14.33	12.29	2.62	2.13	1.87
002595.SZ	豪迈科技	1.26	1.44	20.36	17.39	15.19	3.55	3.05	2.65
601058.SH	赛轮轮胎	0.54	0.63	11.67	8.84	7.61	1.85	1.49	1.27
601163.SH	三角轮胎	0.99	1.12	14.96	14.53	12.91	1.17	1.09	1.02
	平均值			19.60	14.36	11.42	2.11	1.59	1.41
603278.SH	大业股份	0.76	0.93	13.81	10.74	8.83	1.49	1.29	1.17

数据来源: Wind 一致性预测 (截止 2020 年 3 月 3 日收盘), 渤海证券

风险提示: 汽车及轮胎行业低迷超预期; 疫情影响超预期; 公司市场开拓低于预期; 原材料涨价风险; 汇率波动风险

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。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，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

徐中华
+86 10 6810 4898
张源
+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

餐饮旅游行业研究

杨旭
+86 22 2845 1879

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

医药行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062
张山峰
+86 22 2383 9136

电力设备与新能源行业研究

郑连声
+86 22 2845 1904
滕飞
+86 10 6810 4686

非银金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845
王磊
+86 22 2845 1802

电子行业研究

徐勇
+86 10 6810 4602
邓果一
+86 22 2383 9154

通信行业研究

徐勇
+86 10 6810 4602

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

固定收益研究

崔健
+86 22 2845 1618
朱林宁
+86 22 2387 3123
张婧怡
+86 22 2383 9130

固定收益研究

崔健
+86 22 2845 1618
夏捷
+86 22 2386 1355
马丽娜
+86 22 2386 9129

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
张世良
+86 22 2383 9061
陈菊
+86 22 2383 9135

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

宏观、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073
苏菲 绿色债券
+86 22 2383 9026

综合管理

齐艳莉 (部门经理)
+86 22 2845 1625
李思琦
+86 22 2383 9132

机构销售·投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
王文君
+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责声明

22 of 22

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>