

业绩维持增长，单胎毛利创新高



核心观点

- 业绩维持增长:** 公司披露 2020 年中报，报告期内实现营业收入 82.4 亿元，同比减少 0.8%；归属上市公司股东净利润 8.97 亿元，同比增长 23.64%。公司收入同比微幅下滑的主要原因是 20H1 销量为 2710 万条，相比 19H1 小幅下滑 1.8%。而利润增长主要源于公司 20H1 单胎毛利达到 82 元，同比 19H1 提升了 7.6%。
- 行业低迷期表现优异:** 2020H1 新冠肺炎疫情在全球蔓延，世界经济持续低迷，同时受中国车市上半年继续下滑的影响，我国 2020 年上半年轮胎外胎产量持续走低，据国家统计局发布数据，2020H1 全国轮胎外胎总产量为 3.57 亿条，同比下降 12.1%。在行业大幅下行的情况下，公司产品销量几乎没有变化，而且分季度看，Q2 在国内疫情还未完全恢复的情况下，公司销量就实现同比 8.2% 的增长，销量与单位毛利都创出历史新高，表现出相比同行更为优异的经营能力。

财务预测与投资建议

- 我们根据近期行业与公司变化，调整了公司销量与单胎盈利，预测公司 20-22 年每股利润 EPS 为 1.61、1.92 与 2.19 元（原预测 1.48、1.72 与 1.83 元），按照可比公司 20 年 17 倍 PE，上调目标价为 27.44 元（原目标价 22.20 元），维持买入评级。

风险提示

- 反倾销政策变化；配套业务低于预期；轮胎需求低于预期；原料大幅波动。

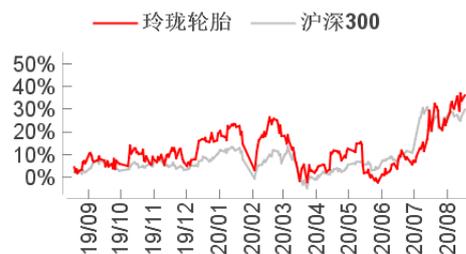
公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15,302	17,164	17,951	21,347	24,176
同比增长(%)	9.9%	12.2%	4.6%	18.9%	13.2%
营业利润(百万元)	1,279	1,648	1,982	2,399	2,788
同比增长(%)	14.6%	28.9%	20.3%	21.0%	16.2%
归属母公司净利润(百万元)	1,181	1,668	1,937	2,303	2,628
同比增长(%)	12.7%	41.2%	16.1%	18.9%	14.1%
每股收益(元)	0.98	1.39	1.61	1.92	2.19
毛利率(%)	23.7%	26.5%	26.9%	26.7%	26.8%
净利率(%)	7.7%	9.7%	10.8%	10.8%	10.9%
净资产收益率(%)	12.6%	15.9%	16.3%	16.5%	16.0%
市盈率	26.0	18.4	15.9	13.4	11.7
市净率	3.1	2.8	2.4	2.0	1.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年08月17日)	25.63元
目标价格	27.44元
52周最高价/最低价	25.79/18.8元
总股本/流通A股(万股)	120,002/118,721
A股市值(百万元)	30,756
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2020年08月17日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.35	13.01	30.83	33.14
相对表现	0.42	15.13	10.97	5.38
沪深300	-0.07	-2.12	19.86	27.76



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 倪吉
021-63325888*7504
niji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517120003

联系人 杨奇
021-63325888*7540
yangqi@orientsec.com.cn

相关报告

销量稳步提升，业绩快速增长： 2020-04-14

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：可比公司估值

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
赛轮轮胎	0.44	0.47	0.55	0.64	10.14	9.54	8.21	6.98
三角轮胎	1.06	1.13	1.19	1.22	14.12	13.23	12.56	12.25
华懋科技	0.77	0.68	0.82	0.94	21.56	24.18	20.05	17.68
星宇股份	2.86	3.39	4.26	5.25	54.94	46.29	36.87	29.92
海达股份	0.37	0.44	0.52	0.62	16.64	14.11	11.94	10.02
敏实集团	1.47	1.32	1.64	1.85	16.50	18.37	14.79	13.11
调整后平均						17.00	15.00	13.00

资料来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,429	3,744	3,590	4,269	4,835	营业收入	15,302	17,164	17,951	21,347	24,176
应收账款	2,912	2,720	3,060	3,694	4,045	营业成本	11,675	12,614	13,125	15,648	17,689
预付账款	200	316	228	314	369	营业税金及附加	117	98	151	179	203
存货	2,447	2,759	2,764	3,332	3,787	营业费用	909	1,064	1,041	1,238	1,402
其他	2,050	1,068	1,302	1,241	1,154	管理费用	1,000	1,250	1,239	1,473	1,692
流动资产合计	12,038	10,606	10,943	12,852	14,190	财务费用	233	321	392	373	370
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	160	253	39	55	50
固定资产	10,130	11,612	13,660	15,003	16,219	公允价值变动收益	20	21	21	21	21
在建工程	1,336	1,395	515	1,158	1,312	投资净收益	18	(4)	(4)	(4)	(4)
无形资产	789	761	729	698	666	其他	33	66	0	0	0
其他	1,500	2,205	1,897	1,897	1,897	营业利润	1,279	1,648	1,982	2,399	2,788
非流动资产合计	13,756	15,974	16,802	18,756	20,094	营业外收入	19	22	22	22	22
资产总计	25,793	26,581	27,744	31,608	34,284	营业外支出	67	5	5	5	5
短期借款	4,781	3,279	5,703	6,255	5,554	利润总额	1,231	1,665	2,000	2,416	2,805
应付账款	2,104	2,097	2,292	2,718	3,034	所得税	50	(2)	63	114	178
其他	3,665	5,377	2,200	2,766	3,175	净利润	1,181	1,667	1,936	2,302	2,627
流动负债合计	10,549	10,753	10,195	11,739	11,762	少数股东损益	0	(0)	(1)	(1)	(1)
长期借款	2,956	2,374	2,374	2,374	2,374	归属于母公司净利润	1,181	1,668	1,937	2,303	2,628
应付债券	1,800	1,893	1,832	1,849	1,875	每股收益(元)	0.98	1.39	1.61	1.92	2.19
其他	472	529	529	529	529						
非流动负债合计	5,229	4,796	4,735	4,752	4,778	主要财务比率					
负债合计	15,778	15,549	14,930	16,491	16,540		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	8	6	5	5	4	成长能力					
股本	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	营业收入	9.9%	12.2%	4.6%	18.9%	13.2%
资本公积	2,666	2,304	2,666	2,666	2,666	营业利润	14.6%	28.9%	20.3%	21.0%	16.2%
留存收益	5,702	7,016	8,437	10,740	13,368	归属于母公司净利润	12.7%	41.2%	16.1%	18.9%	14.1%
其他	440	506	506	506	506	获利能力					
股东权益合计	10,016	11,032	12,814	15,116	17,743	毛利率	23.7%	26.5%	26.9%	26.7%	26.8%
负债和股东权益总计	25,793	26,581	27,744	31,608	34,284	净利率	7.7%	9.7%	10.8%	10.8%	10.9%
						ROE	12.6%	15.9%	16.3%	16.5%	16.0%
						ROIC	8.2%	9.8%	10.8%	10.9%	11.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	61.2%	58.5%	53.8%	52.2%	48.2%
净利润	1,181	1,667	1,936	2,302	2,627	净负债率	56.3%	47.4%	49.3%	41.1%	28.0%
折旧摊销	969	1,043	1,141	1,383	1,612	流动比率	1.14	0.99	1.07	1.09	1.21
财务费用	233	321	392	373	370	速动比率	0.90	0.72	0.79	0.80	0.87
投资损失	(18)	4	4	4	4	营运能力					
营运资金变动	(570)	645	(1,189)	(284)	(89)	应收账款周转率	5.6	5.8	5.9	5.9	5.9
其它	47	(881)	(497)	34	29	存货周转率	4.9	4.6	4.5	4.9	4.8
经营活动现金流	1,842	2,800	1,788	3,812	4,552	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	(2,784)	(2,581)	(2,288)	(3,346)	(2,959)	每股指标(元)					
长期投资	(58)	(14)	0	0	0	每股收益	0.98	1.39	1.61	1.92	2.19
其他	(214)	272	322	17	17	每股经营现金流	1.53	2.33	1.49	3.18	3.79
投资活动现金流	(3,057)	(2,323)	(1,965)	(3,329)	(2,941)	每股净资产	8.34	9.19	10.67	12.59	14.78
债权融资	3,213	384	(1,492)	17	26	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	26.0	18.4	15.9	13.4	11.7
其他	(104)	(2,029)	1,516	179	(1,071)	市净率	3.1	2.8	2.4	2.0	1.7
筹资活动现金流	3,109	(1,645)	24	197	(1,045)	EV/EBITDA	14.4	11.9	10.2	8.6	7.5
汇率变动影响	157	251	0	0	0	EV/EBIT	23.7	18.2	15.1	12.9	11.3
现金净增加额	2,051	(918)	(154)	679	566						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

