

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

赛轮轮胎 (601058)

投资评级 买入

上次评级 买入

张燕生 化工行业首席分析师

执业编号: S1500517050001

联系电话: 010-83326847

邮箱: zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 化工行业分析师

执业编号: S1500520080002

联系电话: 010-83326848

邮箱: hongyingdong@cindasc.com

尹柳 化工行业研究助理

联系电话: +86 010-83326712

邮箱: yinliu@cindasc.com

相关研究

《亮剑: 新白马, 新消费》2021. 2

《赛轮速度引领行业, 沈阳 330 万全钢
胎提前投产》2020. 11

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

咬定青山不放松, 任尔东西南北风

2023年5月3日

事件: 近日, 赛轮轮胎发布 2022 年报及 2023 年一季报。2022 年公司实现营业收入 219.02 亿元, 同比增长 21.69%; 实现归母净利润 13.32 亿元, 同比增长 1.43%; 实现轮胎销量 4390.30 万条, 同比增长 0.65%。2023 年一季度, 公司实现营业收入 53.71 亿元, 同比增长 10.44%, 环比增长 3.60%; 实现归母净利润 3.55 亿元, 同比增长 10.32%, 环比增长 32.94%; 实现轮胎销量 1153.86 万条, 同比增长 4.89%, 环比增长 23.29%。

点评:

- **全球化布局带来显著优势, 助力公司化解行业性不利, 实现业绩持续增长。(1) 公司是首家在海外建厂并最早拥有两个海外规模化生产基地的中国轮胎企业, 2022 年海外工厂建设又取得了实质性进展, 为公司后续发展奠定基础。2022 年公司柬埔寨工厂年产 900 万条半钢胎项目正式投入运营, 柬埔寨工厂年产 165 万条全钢胎项目全线贯通; 越南三期项目中年产 5 万吨非公路轮胎项目已基本建设完成。(2) 越南工厂低双反税率, 柬埔寨工厂零双反税率, 使得公司具有较大优势。公司在 2022 年面临海运波动、海外经销商去库存、原材料成本提升等行业性不利情况, 仍实现净利润正向增长, 并在 2023Q1 进一步提升盈利水平, 实现归母净利的同比双位数增长。**
- **2023 年轮胎行业有望企稳向好, 创造有利发展空间。(1) 美国市场方面, 美国轮胎制造商协会 (USTMA) 2 月底公布了对美国 2023 年轮胎出货量的预测, USTMA 预计 2023 年美国轮胎出货量将达到 3.342 亿条, 同比增加 0.7%, 其中半钢胎配套市场同比增加 2.3%, 半钢胎替换市场同比增加 1.0%。(2) 中国市场方面, 随着疫情缓和, 一季度我国轮胎开工率、物流景气指数、重卡销量等多指标回暖。此外, 2022 年 6 月, 山东省工业和信息化厅发布《2022 年山东省利用综合标准依法依规推动落后产能退出工作方案》, 除特殊品种外, 年产能 120 万条以下的全钢子午胎、500 万条以下的半钢子午胎企业全部整合退出。这标志着山东省轮胎行业新一轮整改正式开始, 本轮产能退出政策界定明确, 政策力度加码大, 也有望为营造公平竞争市场带来更大助力。(3) 海运方面, 2022 年随着全球多国逐步放开管控措施, 船舶准班率和周转效率大幅回升, 各国码头拥堵情况持续缓解, 海运费已降至接近 2020 年价格上涨前水平。**
- **液体黄金轮胎推广力度不断加强, 多项测试力证其优异性能。(1) 在性能方面, 公司液体黄金轮胎自 2021 年第四季度全球首发以来, 经西班牙 IDIADA、德国 TÜV、美国史密斯实验室等多个权威机构验证及多次实车测试, 其优异的节油性、舒适性、操控性、耐磨性等指标受到驾驶人员的广泛好评和认可。公司推出的液体黄金乘用车轮胎可以达到欧盟标签法规 AA 级; 液体黄金卡客车轮胎可以达到中橡协《轮胎标签分级标准》3A 级。(2) 在产能方面, 2022 年 6 月, 益凯新材料的 6 万吨**

EVE 胶已完成空负荷试车，2022Q3 开始为公司液体黄金轮胎贡献增量，助力公司丰富液体黄金产品线。(3) 在产品方面，公司液体黄金产品已涵盖主要轮胎品种，全钢胎、半钢胎和特种轮胎都有产品推出，且型号不断完善，2023 年 2 月推出液体黄金乘用车新品轮胎已经覆盖全球主流中高端车型。(4) 在市场方面，赛轮液体黄金轮胎已登陆中、美、欧、日等轮胎/汽车大国实现亮相或销售，已开辟线上、线下全渠道的销售，可提供个性化轮胎定制服务。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别达到 260.25 亿元、297.92 亿元、329.76 亿元，同比增长 18.8%、14.5%、10.7%，归属母公司股东的净利润分别为 18.74 亿元、26.98 亿元、34.62 亿元，同比增长 40.7%、44.0%、28.3%，2023-2025 年摊薄 EPS 分别达到 0.61 元、0.88 元和 1.13 元。

主要财务指标 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	17,998	21,902	26,025	29,792	32,976
同比(%)	16.8%	21.7%	18.8%	14.5%	10.7%
归属母公司净利润	1,313	1,332	1,874	2,698	3,462
同比(%)	-12.0%	1.4%	40.7%	44.0%	28.3%
毛利率(%)	18.9%	18.4%	19.2%	20.8%	22.5%
ROE(%)	12.2%	10.9%	13.3%	16.1%	17.1%
EPS (摊薄) (元)	0.43	0.43	0.61	0.88	1.13
P/E	23.96	23.62	16.79	11.66	9.08
P/B	2.93	2.57	2.23	1.87	1.55

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

- **估值与目标价：**我们认为，企业发展到提升产品性能和品牌价值的高端化发展阶段时，销售费用、研发费用等或将有所增加，或会减损当期净利润，但对长远发展有益，此时若仍以传统的净利润指标来进行 PE 法估值，或会对市值产生负面影响。为了更直观比较各公司获取订单、创造产品附加值的能力，我们采用市值毛利倍数法进行估值。可比公司市值毛利倍数（市值/毛利 TTM）的平均值为 13.75，中位值为 11.61，赛轮轮胎仅为 7.32 倍。我们给予公司 2023 年市值毛利倍数为 10 倍，对应目标市值 499 亿元，目标价 16.28 元，维持“买入”评级。

名称	市值 (亿元)	毛利 TTM (亿元)	毛利倍数 (市值/毛利 TTM)
玲珑轮胎	325.18	25.78	12.61
森麒麟	188.79	13.34	14.15
三角轮胎	119.12	15.20	7.84
贵州轮胎	62.06	14.95	4.15
通用股份	60.87	4.18	14.55
S*ST 佳通	49.37	4.66	10.60
风神股份	38.30	8.14	4.70
青岛双星	33.08	0.80	41.38
平均值		10.88	13.75
中位值		10.74	11.61
赛轮轮胎	314.53	42.97	7.32

资料来源：万得，信达证券研发中心；收盘日期为 2023 年 4 月 28 日，毛利 TTM 截止 2023Q1

- **风险因素：**1、新建产能投产不及预期 2、橡胶价格大幅波动的风险。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,472	12,818	13,420	15,735	17,751
货币资金	4,841	4,903	4,414	5,500	7,091
应收票据	13	7	8	14	9
应收账款	2,359	2,714	3,069	3,714	3,756
预付账款	254	263	316	361	386
存货	4,308	4,115	4,651	5,180	5,471
其他	697	815	963	967	1,038
非流动资产	13,701	16,815	18,902	20,973	22,848
长期股权投资	616	644	693	731	771
固定资产(合计)	9,138	11,583	12,990	14,344	15,524
无形资产	742	857	989	1,123	1,253
其他	3,205	3,731	4,229	4,775	5,300
资产总计	26,173	29,632	32,321	36,708	40,600
流动负债	11,841	11,305	12,038	13,591	13,838
短期借款	4,125	3,861	4,166	4,449	4,648
应付票据	2,234	2,765	3,080	3,474	3,626
应付账款	3,532	2,942	2,902	3,651	3,449
其他	1,950	1,737	1,890	2,016	2,114
非流动负债	3,194	5,567	5,567	5,567	5,567
长期借款	2,971	3,440	3,440	3,440	3,440
其他	224	2,127	2,127	2,127	2,127
负债合计	15,035	16,872	17,605	19,158	19,405
少数股东权益	407	541	627	764	945
归属母公司股东权益	10,730	12,219	14,088	16,787	20,249
负债和股东权益	26,173	29,632	32,321	36,708	40,600

重要财务指标					
单位:百万					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	17,998	21,902	26,025	29,792	32,976
同比(%)	16.8%	21.7%	18.8%	14.5%	10.7%
归属母公司净利润	1,313	1,332	1,874	2,698	3,462
同比(%)	-12.0%	1.4%	40.7%	44.0%	28.3%
毛利率(%)	18.9%	18.4%	19.2%	20.8%	22.5%
ROE%	12.2%	10.9%	13.3%	16.1%	17.1%
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.43	0.61	0.88	1.13
P/E	23.96	23.62	16.79	11.66	9.08
P/B	2.93	2.57	2.23	1.87	1.55
EV/EBITDA	19.08	11.89	9.85	7.38	5.83

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	17,998	21,902	26,025	29,792	32,976
营业成本	14,602	17,869	21,039	23,594	25,563
营业税金及附加	49	63	78	86	96
销售费用	674	834	1,041	1,160	1,291
管理费用	572	608	859	925	1,028
研发费用	481	621	781	861	962
财务费用	274	277	183	197	185
减值损失合计	-109	-93	5	4	4
投资净收益	26	-15	0	0	-4
其他	86	76	76	85	93
营业利润	1,349	1,598	2,124	3,058	3,944
营业外收支	32	-35	-12	-12	-12
利润总额	1,381	1,563	2,112	3,046	3,932
所得税	39	135	152	212	288
净利润	1,342	1,428	1,960	2,835	3,644
少数股东损益	29	96	86	136	182
归属母公司净利润	1,313	1,332	1,874	2,698	3,462
EBITDA	2,554	3,016	3,798	4,962	6,037
EPS(当年)(元)	0.45	0.44	0.61	0.88	1.13

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	837	2,199	3,057	4,857	5,456
净利润	1,342	1,428	1,960	2,835	3,644
折旧摊销	960	1,146	1,501	1,718	1,915
财务费用	332	299	257	263	268
投资损失	-30	15	0	0	4
营运资金变动	-1,647	-741	-663	40	-376
其它	-121	52	2	2	2
投资活动现金流	-2,482	-3,581	-3,589	-3,791	-3,796
资本支出	-2,582	-3,594	-3,471	-3,678	-3,676
长期投资	91	80	-119	-113	-117
其他	9	-67	0	0	-4
筹资活动现金流	2,147	1,278	43	20	-69
吸收投资	1,249	0	-5	0	0
借款	9,335	12,051	305	283	199
支付利息或股息	-693	-836	-257	-263	-268
现金流净增加额	494	93	-490	1,086	1,592

研究团队简介

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经历。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

洪英东，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

尹柳，中山大学高分子材料学士，中央财经大学审计硕士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事基础化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。