

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

鲲鹏展翅九万里, 液体黄金谱新篇

2023年8月30日

事件:

近日, 赛轮轮胎发布 2023 年半年报。公司 2023 年上半年实现营业收入 116.31 亿元, 同比增长 10.84%; 实现归属于上市公司股东的净利润 10.46 亿元, 同比增长 46.26%。公司 2023 年二季度实现营业收入 62.60 亿元, 同比增长 11.19%, 环比增长 16.55%; 实现归属于上市公司股东的净利润 6.91 亿元, 同比增长 75.74%, 环比增长 94.53%。

点评:

- **产能释放叠加多重利好, 公司盈利能力显著提升。(1) 产能持续爬坡, 二季度销量创新高。**据公司公告, 2023Q2 公司轮胎销量 1357 万条, 同比增长 19.48%, 环比增长 17.64%。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。我们认为公司产能的持续爬坡是销量增加、业绩增长的重要基石。**(2) 多重利好下, 2023Q2 毛利率和净利率同环比明显提升。**2023Q2 公司毛利率 27.12%, 同比提升 7.80pct, 环比提升 6.80pct; 净利率 11.48%, 同比提升 4.11pct, 环比提升 4.61pct。我们认为公司盈利能力的提升主要受益于: ①**美国去库存结束, 海外工厂订单以及开工率恢复。**从上半年美国进口轮胎数量来看, 美国进口半钢胎数量连续多月均与 2021 年同期值相近, 美国进口全钢胎数量在 6 月恢复至 2021 年同期值附近, 我们判断去库存可能已经基本结束, 美国进口需求有望恢复稳健态势。②**原材料价格走低, 成本压力减轻。**2023Q2, 我们测算的综合原材料价格指数同比下降 13.93%, 环比下降 9.20%。我们认为随着主要原材料价格结束大幅波动状态, 未来轮胎原材料价格有望稳定在合理区间, 利好轮胎企业生产经营。
- **全球化发展战略有效规避贸易壁垒, 持续深化全球化布局。(1) 分地区来看, 中、越、柬三基地均呈现稳中向好格局。**根据公司公告以及我们的测算, 2023 年上半年, 越南工厂贡献净利润 5.72 亿元, 同比基本持平, 仍是公司最主要的利润来源; 柬埔寨工厂贡献净利润 1.36 亿元, 超过 2022 年全年的 0.30 亿元, 产能持续爬坡; 国内工厂贡献净利润 3.79 亿元, 同比增长 129%, 净利率同比提升 2.35pct, 我们认为国内工厂盈利能力的增强主要受益于公司液体黄金轮胎和非公路轮胎凭借其优异性能获得用户认可、公司品牌建设更有成效等因素。**(2) 全球化布局持续加深。**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, 积极推进全球化发展战略, 优化资源配置。在国际贸易摩擦加剧、地缘政治冲突等多重不确定因素叠加期间, 公司全球化战略优势进一步得到凸显。公司还规划了青岛工厂非公路轮胎技术改造项目、越南三期项目年产 100 万条全钢胎和 300 万条半钢胎项目持续建设、青岛董家口项目等产能, 我们认为公司未来产能有望继续增长,

全球化布局有望持续加深，提升公司应对贸易壁垒的能力，给业绩奠定坚实基础。

- **液体黄金轮胎受认可程度提升，助力公司品牌价值持续提高。**液体黄金轮胎采用世界首创化学炼胶技术，解决了困扰行业百年的“魔鬼三角”难题，被誉为世界橡胶工业第四个里程碑式技术创新。**(1) 性能方面：**公司液体黄金轮胎经西班牙 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。平均 1 条液体黄金卡客车胎、轿车胎可分别降低能耗 4%、3% 以上，使用液体黄金轮胎的新能源轿车可提高续航 5%-10%。**(2) 市场推广方面：**公司针对不同细分领域和使用场景持续推出更多品类的液体黄金轮胎，以满足不同消费者的需求，产品也获得了消费者的广泛认可，产品销量呈不断上升态势。**(3) 品牌价值方面：**公司的液体黄金轮胎等优秀产品亮相青岛、广饶轮胎展会；公司液体黄金轮胎入选上海中国品牌日活动“创新 100+”精品展区，并荣获“中国品牌日·星耀奖”；公司液体黄金高端定制系列产品、轮胎全生命周期管理系统、碳足迹碳积分证书等，在深圳第二十一届中国国际人才交流大会悉数亮相，进一步扩大了公司的品牌影响力。**我们认为，品牌价值的崛起反映了公司以液体黄金轮胎为代表的产品的高品质与高端化，背后是公司在研发、制造、产品、营销等方面的持续发力。**
- **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 19.13 亿元、24.77 亿元、29.76 亿元，同比增长 43.6%、29.5%、20.1%，2023-2025 年摊薄 EPS 分别达到 0.62 元、0.81 元和 0.97 元，维持“买入”评级。

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	1,913	2,477	2,976
同比(%)	-12.0%	1.4%	43.6%	29.5%	20.1%
毛利率(%)	18.9%	18.4%	19.6%	21.2%	22.8%
ROE(%)	12.2%	10.9%	14.4%	15.7%	15.9%
EPS (摊薄)(元)	0.43	0.43	0.62	0.81	0.97
P/E	27.85	27.46	19.12	14.76	12.29
P/B	3.41	2.99	2.76	2.32	1.95

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 30 日收盘价

- **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	12,528	14,683	16,116	
货币资金	4,841	4,903	3,575	4,447	5,509	
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	314	359	384	
存货	4,308	4,115	4,600	5,183	5,420	
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	31,430	35,656	38,964	
流动负债	11,841	11,305	11,965	13,589	13,764	
短期借款	4,125	3,861	4,166	4,449	4,648	
应付票据	2,234	2,765	3,046	3,476	3,592	
应付账款	3,532	2,942	2,869	3,653	3,415	
其他	1,950	1,737	1,884	2,011	2,109	
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	17,532	19,156	19,331	
少数股东权益	407	541	629	754	911	
归属母公司股东权益	10,730	12,219	13,269	15,746	18,722	
负债和股东权益	26,173	29,632	31,430	35,656	38,964	

重要财务指标		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	
同比(%)	16.8%	21.7%	18.8%	14.5%	10.7%	
归属母公司净利润	1,313	1,332	1,913	2,477	2,976	
同比(%)	-12.0%	1.4%	43.6%	29.5%	20.1%	
毛利率(%)	18.9%	18.4%	19.6%	21.2%	22.8%	
ROE%	12.2%	10.9%	14.4%	15.7%	15.9%	
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.43	0.62	0.81	0.97	
P/E	27.85	27.46	19.12	14.76	12.29	
P/B	3.41	2.99	2.76	2.32	1.95	
EV/EBITDA	19.08	11.89	11.29	8.96	7.56	

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	20,917	23,478	25,445	
营业税金及附加	49	63	78	86	96	
销售费用	674	834	1,119	1,341	1,649	
管理费用	572	608	859	998	1,154	
研发费用	481	621	781	909	1,088	
财务费用	274	277	183	209	201	
减值损失合计	-109	-93	5	4	4	
投资净收益	26	-15	0	0	0	
其他	86	76	76	85	95	
营业利润	1,349	1,598	2,168	2,861	3,441	
营业外收支	32	-35	-12	-12	-12	
利润总额	1,381	1,563	2,156	2,849	3,429	
所得税	39	135	155	246	297	
净利润	1,342	1,428	2,001	2,602	3,133	
少数股东损益	29	96	88	125	156	
归属母公司净利润	1,313	1,332	1,913	2,477	2,976	
EBITDA	2,554	3,016	3,842	4,778	5,547	
EPS(当年)(元)	0.45	0.44	0.62	0.81	0.97	

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	3,077	4,642	4,923	
净利润	1,342	1,428	2,001	2,602	3,133	
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	0	
营运资金变动	-1,647	-741	-684	58	-394	
其它	-121	52	2	2	2	
投资活动现金流	-2,482	-3,581	-3,589	-3,791	-3,792	
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	0	
筹资活动现金流	2,147	1,278	-816	20	-69	
吸收投资	1,249	0	-2	0	0	
借款	9,335	12,051	305	283	199	
支付利息或股	-693	-836	-714	-263	-268	
现金流净增加额	494	93	-1,328	872	1,062	

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。

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。