

证券研究报告

公司研究——事项点评

赛轮轮胎 (601058.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2020.1.15

张燕生 化工行业首席分析师

执业编号: S1500517050001

联系电话: +86 10 83326847

邮箱:

zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 研究助理

联系电话: +86 10 83326848

邮箱: hongyingdong@cindasc.com

相关研究

《净利润大幅预增 80%，海外产能释放持续带动业绩增长》2020.1

《前三季度净利已超去年全年，国产轮胎龙头起飞之路正在验证！》2019.10

《共享出行带来行业巨变，国产轮胎龙头迎风起飞！》2019.10

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

海外产能不受疫情影响，高成长仍有高确定性！

2020年2月3日

事件:

根据 Wind 统计，自我国新型冠状病毒感染肺炎疫情爆发以来，截止 2020 年 2 月 3 日，全国目前共确诊病例 17238 人，较前一日增加 2748 人；疑似病例 21558 人，较前一日增加 2014 人；死亡人数 361 人，较前一日增加 57 人；治愈人数 499 人，较前一日增加 99 人。其中，轮胎产能大省山东共确诊 246 人。

点评:

- **海外利润占比超过 60%，海外工厂不受疫情影响。**根据公司 2018 年年报和 2019 年半年报，2018 年，公司越南工厂实现归母净利润 5.15 亿元，占公司总净利润的 77%。2019 年上半年，越南工厂贡献净利润 3.25 亿元，占上半年利润 64%。同时，根据公司 2019 年业绩预报，2019 年全年，公司预计实现归母净利润 12 亿元，同比增加 79.6%，实现扣非归母净利润 11.4 亿元，同比增加 86.18%。公司净利润的大幅增加，主要来自于公司的海外产能越南工厂产能发挥较好，盈利能力大幅提升！2019 年，公司在越南越南工厂全钢胎产能及半钢胎产能均只占赛轮轮胎全钢胎和半钢胎产能的 21%，但贡献了公司接近 3/4 的净利润！根据中国新闻网报道，截止 2020 年 2 月 3 日，越南确诊的新型冠状病毒感染肺炎病例数量共达 8 例，整体受影响较小，越南企业工厂生产开工仍处于正常状态！
- **越南三期投产，海外产能占比进一步提升。**2019 年 11 月 18 日，公司与固铂合资成立的 ACTR 轮胎公司（越南三期项目）在越南西宁省正式开业。越南三期项目为 240 万条/年全钢胎，由于全钢胎的单条价格约为半钢胎的 6 倍，我们预计越南三期（240 万条/年全钢胎）产生的销售收入和利润与越南一期+二期（1000 万条/年半钢胎+120 万条/年全钢胎）相当。越南三期 2019 年 3 月 1 日破土动工，2019 年 10 月 1 日完成第一条轮胎下线，2019 年 11 月 18 日正式投产，建设周期仅 8 个月。越南三期投产以后，公司海外半钢胎产能占比将达到 22%，海外全钢胎产能占比将达到 45%！同时，根据公司 2018 年半年报，公司海外业务收入占比为 73%，公司的绝大部分产品需求来自海外，在中国受到疫情影响交通管制的环境下，海外轮胎需求不受疫情影响！同时，2020 年 1 季度，国内轮胎企业受疫情影响开工率低利好海外新建产能迅速提高开工率！
- **天然橡胶价格下行，成本端利好。**2020 年 2 月 3 日，20 号胶期货收盘价 9350 元/吨，较 2020 年 1 月 14 日 10925 元/吨，下跌 1575 元/吨，半个月时间，天然橡胶价格跌幅达到 14%！天然橡胶在轮胎生产中成本占比较高，天然橡胶价格的下跌有利于进一步提升轮胎生产企业的毛利率！

- **盈利预测及评级:** 我们预计公司 2019-2021 年的归母净利润分别达到 11.98 亿元、14.20 亿元和 16.88 亿元，同比增长 79.34%、18.53%和 18.83%，以公司当前股本计算摊薄 EPS 分别达到 0.44 元、0.53 元和 0.62 元，对应 2020 年 2 月 3 日收盘价（4.23 元/股）的动态 PE 分别为 10 倍、8 倍和 7 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素:** 1、全球宏观经济形势波动，导致需求持续下行。2、中国轮胎出口持续遭遇更为严厉的国际反倾销打压的风险 3、天然橡胶、合成橡胶价格大幅波动的风险

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	13,806.90	13,684.75	15,215.90	17,817.88	19,145.44
增长率 YoY %	24.02%	-0.88%	11.19%	17.10%	7.45%
归属母公司净利润(百万元)	329.89	668.13	1,198.22	1,420.30	1,687.68
增长率 YoY%	-8.93%	102.54%	79.34%	18.53%	18.83%
毛利率%	16.47%	19.82%	22.79%	23.52%	23.83%
净资产收益率 ROE%	6.28%	10.89%	17.52%	17.57%	17.51%
EPS(摊薄)(元)	0.12	0.25	0.44	0.53	0.62
市盈率 P/E(倍)	35	17	10	8	7
市净率 P/B(倍)	1.92	1.81	1.55	1.30	1.09

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2020 年 2 月 3 日收盘价

资产负债表单位:百万元 利润表单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,909.11	6,859.29	7,453.27	8,729.38	9,828.99
货币资金	2,032.84	2,343.43	2,579.27	3,123.28	3,850.09
应收票据	95.25	206.41	229.51	268.75	288.78
应收账款	1,527.95	1,469.86	1,634.32	1,913.80	2,056.39
预付账款	310.48	141.33	151.32	175.54	187.86
存货	2,085.61	2,271.04	2,431.63	2,820.79	3,018.66
其他	856.98	427.22	427.22	427.22	427.22
非流动资产	8,145.86	8,428.91	9,149.13	9,918.91	10,808.90
长期股权投资	0.00	231.92	231.92	231.92	231.92
固定资产(合计)	5,969.05	6,358.54	6,882.57	7,684.78	8,510.33
无形资产	594.28	586.65	606.12	595.40	589.00
其他	1,582.52	1,251.80	1,428.52	1,406.81	1,477.66
资产总计	15,054.97	15,288.20	16,602.40	18,648.29	20,637.90
流动负债	8,230.18	8,434.07	8,705.21	9,354.60	9,684.82
短期借款	3,441.73	3,564.45	3,564.45	3,564.45	3,564.45
应付票据	1,264.02	1,860.28	1,991.83	2,310.60	2,472.69
应付账款	1,810.13	1,824.39	1,953.40	2,266.03	2,424.98
其他	1,714.30	1,184.94	1,195.53	1,213.52	1,222.70
非流动负债	851.94	536.59	536.59	536.59	536.59
长期借款	762.45	449.92	449.92	449.92	449.92
其他	89.49	86.66	86.66	86.66	86.66
负债合计	9,082.12	8,970.66	9,241.80	9,891.19	10,221.41
少数股东权益	5.75	9.06	-11.02	-34.83	-63.11
归属母公司股东权益	5,967.09	6,308.48	7,371.63	8,791.92	10,479.60
负债和股东权益	15,054.97	15,288.20	16,602.40	18,648.29	20,637.90

重要财务指标					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	13,806.90	13,684.75	15,215.90	17,817.88	19,145.44
同比(%)	24.02%	-0.88%	11.19%	17.10%	7.45%
归属母公司净利润	329.89	668.13	1,198.22	1,420.30	1,687.68
同比(%)	-8.93%	102.54%	79.34%	18.53%	18.83%
毛利率(%)	16.47%	19.82%	22.79%	23.52%	23.83%
ROE%	6.28%	10.89%	17.52%	17.57%	17.51%
EPS(摊薄)(元)	0.12	0.25	0.44	0.53	0.62
P/E	35	17	10	8	7
P/B	1.92	1.81	1.55	1.30	1.09
EV/EBITDA	12.73	9.01	7.15	6.23	5.38

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	13,806.90	13,684.75	15,215.90	17,817.88	19,145.44
营业成本	11,533.12	10,971.84	11,747.69	13,627.81	14,583.77
营业税金及附加	70.84	67.39	78.18	91.54	98.36
销售费用	870.10	869.17	1,001.21	1,172.42	1,259.77
管理费用	597.12	365.95	532.48	623.53	669.99
研发费用	0.00	230.59	256.38	300.23	322.60
财务费用	302.55	288.43	240.64	383.03	276.76
减值损失合计	79.52	229.96	108.39	131.53	163.80
投资净收益	15.52	41.59	19.31	25.47	28.79
其他	6.73	31.99	37.74	34.85	36.30
营业利润	375.92	735.01	1,307.99	1,548.12	1,835.46
营业外收支	-23.64	-12.44	-12.16	-12.12	-10.30
利润总额	352.27	722.56	1,295.83	1,536.00	1,825.16
所得税	36.05	65.63	117.70	139.51	165.77
净利润	316.22	656.94	1,178.14	1,396.49	1,659.39
少数股东损益	-13.66	-11.20	-20.08	-23.81	-28.29
归属母公司净利润	329.89	668.13	1,198.22	1,420.30	1,687.68
EBITDA	1,322.74	1,772.21	2,231.33	2,561.28	2,964.30
EPS(当年)(元)	0.12	0.25	0.44	0.53	0.62

现金流量表					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,150.06	1,998.90	2,007.76	2,308.42	2,720.84
净利润	316.22	656.94	1,178.14	1,396.49	1,659.39
折旧摊销	695.76	817.48	737.46	832.61	943.79
财务费用	274.71	232.17	198.03	192.67	195.35
投资损失	-15.52	-33.75	-19.31	-25.47	-28.79
营运资金变动	-204.55	105.70	-195.39	-214.23	-206.38
其它	83.44	220.37	108.83	126.36	157.48
投资活动现金流	-1,566.19	-170.02	-1,438.81	-1,571.75	-1,798.68
资本支出	-843.49	-475.68	-1,458.12	-1,597.22	-1,827.47
长期投资	3.06	320.89	19.31	25.47	28.79
其他	-725.76	-15.23	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	874.90	-1,509.73	-333.10	-192.67	-195.35
吸收投资	1,295.30	134.78	0.00	0.00	0.00
借款	590.09	-880.27	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	393.86	368.12	333.10	192.67	195.35
现金流净增加额	428.07	337.79	235.85	544.00	726.81

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 年管理工作经验。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。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@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。