

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, 2020.2.14

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

《越南与东盟贸易协定最快7月生效, 赛轮越南产能加速腾飞!》2020.2
《海外产能不受疫情影响, 高成长仍有高确定性!》2020.2
《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

投资建设 300 万套全钢胎项目, 赛轮又添新增长!

2020年3月3日

事件:

2020年2月28日, 公司发布公告, 公司拟通过全资子公司赛轮(沈阳)投资建设年产300万套高性能智能化全钢载重子午线轮胎项目, 项目投资总额200,420万元, 项目拟从2020年2月开始建设, 建设期24个月。

点评:

- **新项目投产, 预计贡献3亿元净利润。**根据公司项目可行性报告, 公司300万套高性能智能化全钢载重子午线轮胎项目, 是在赛轮(沈阳)200万条/年的全钢胎产能基础上的新建项目, 赛轮(沈阳)的200万条/年全钢轮胎生产销售保持了很高的产能利用率, 已体现了良好的盈利能力, 本次新增年产300万条全钢子午胎的生产能力, 将进一步提升公司盈利能力。新建项目目标市场定位是立足东北, 以国内市场销售为主, 兼顾东南亚边国家和地区汽车配套市场和替换胎市场两部分。根据公司项目可行性报告, 该项目预计实现销售收入23.5亿元, 原材料价格按照2019年10-12月平均市场价格计算, 预计实现净利润约3亿元!
- **公司现金流充裕, 项目投资整体可控。**根据公司项目可行性报告, 新建项目总投资20亿元, 其中企业自筹15亿元, 银行借款5亿元, 项目投资建设期24个月。而从公司经营性现金流净额来看, 过去一年(2018年Q4-2019年Q3), 公司经营性现金流净额30.8亿元, 相较于项目投资中公司自筹资金15亿元, 该新建项目整体投资规模可控!
- **单位投资优势显著, 抗风险能力强。**以公司项目可行性报告测算的预计收入24亿元计算, 公司每亿元销售收入对应投资额为0.83亿元。而根据我们统计的国内主要轮胎企业近3年新建和在建项目投资, 国内主要轮胎企业每亿元销售收入对应投资额平均为1.4亿元, 公司的单位销售收入投资额显著低于行业平均水平! 更低的投资额使得公司新建项目的盈利能力和抗风险能力增强, 根据公司项目可行性报告测算, 公司新建项目盈亏平衡点开工率为53.17%, 具有较高的安全边界!
- **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3月2日收盘价(4.69元/股)的动态PE分别为11倍、9倍和8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)	38	19	11	9	8
市净率 P/B(倍)	2.12	2.01	1.72	1.44	1.21

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2020 年 3 月 2 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	38	19	11	9	8
P/B	2.12	2.01	1.72	1.44	1.21
EV/EBITDA	13.67	9.71	7.71	6.72	5.80

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。