

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, 2020.5.4

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 分析师
执业编号: S1500520080002
联系电话: +86 10 83326848
邮箱: hongyingdong@cindas.com

相关研究

《行业整合与公司重组共振,业绩成长与估值修复齐飞》2020.5
《越南与欧盟贸易协定最快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
《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

无惧疫情影响,扣非归母净利大增33%!

2020年8月31日

事件: 2020年8月30日晚,公司公布2020年半年度报告,2020上半年,公司实现营业收入67.97亿元,同比下降4.15%,归母净利润6.35亿元,同比增长25.26%,扣非归母净利润6.38亿元,同比增长32.69%。

点评:

- **越南工厂持续成长,净利润同比增长59%** 2020年上半年,公司营业收入67.97亿元,同比下降4.15%,归母净利润6.35亿元,同比增长25.26%。从公司的营收构成来看,2020年上半年,公司越南工厂实现营业收入19.4亿元,同比增长10%,实现净利润5.17亿元,同比增长59%。2019年底,公司与固铂合资成立的ACTR轮胎公司(越南三期项目)在越南西宁市正式开业,越南三期项目为240万条/年全钢胎(其中公司持股比例65%),公司越南产能进一步增长。截止目前,公司在越南的产能已经达到360万条/年全钢胎和1300万条/年半钢胎。越南工厂继续成为公司利润持续增长的重要来源!
- **美国对东南亚双反调查,对公司影响较小。** 2020年5月,美国钢铁工人联合会(USW)向美国商务部和美国国际贸易委员会提出申请,要求对来自包括越南在内的东南亚部分国家和地区的乘用车和轻卡车轮胎启动反倾销或反补贴调查。从双反调查的对象来看,此次调查仅针对乘用车胎和轻卡轮胎,即半钢胎。而从公司在越南的产能布局来看,随着越南三期的达产,公司仅1300万条/年半钢胎产能受此调查影响,且其中出口至美国的比例较小。除此以外,此次调查对于不同的地区,加征的税是不一样的。对韩国地区的税率为42%-195%,对于泰国为106%-217%,而针对越南的税,仅为14%-33%,越南显著低于韩国和泰国,因此,我们认为即使双反制裁最终落地,在目前国内主要轮胎企业海外布局的地区,越南仍将成为其中的成本洼地!
- **品牌力持续提升,科技助力产品升级!** 公司“基于智能制造的轮胎企业工业大数据应用项目”成功入选国家工业和信息化部《2020年大数据产业发展试点示范项目名单》。公司还与科大讯飞全资子公司签署战略合作协议,携手共建“橡胶轮胎行业人工智能联合创新中心”,将联合创建国内首个“橡胶工业设备声纹库”,促进人工智能和橡胶轮胎行业的深度融合。公司旗下品牌路极轮胎(Roadx Tyre)正式牵手英超西汉姆联足球俱乐部,成为其2020-2022年全球官方合作伙伴,路极轮胎将携手西汉姆联一起征战英格兰顶级联赛。未来,公司将与西汉姆联共同推出线上线下活动,以进一步提升赛轮品牌在全球的影响力。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2020-2022年营业收入分别达到170.84、190.66、228亿元,同比增长12.94%、11.6%、19.62%,归属母公司股东的净利润分别为14.19、17.47、21.41亿元,同比增长18.81%、23.04%、22.6%,2020-2022年摊薄EPS分别达到0.53元,0.65元和0.79元。对应2020年的PE为8倍,给予“买入”评级。

➤ **风险因素：** 1、美国双反调查超预期的风险；2、原材料价格大幅波动的风险；3、新建产能产销不及预期的风险。

| 重要财务指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入(百万元) | 13,684.75 | 15,127.84 | 17,084.72 | 19,066.40 | 22,807.03 |
| 增长率 YoY % | -0.88% | 10.55% | 12.94% | 11.60% | 19.62% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 668.13 | 1,195.18 | 1,419.94 | 1,747.03 | 2,141.79 |
| 增长率 YoY% | 102.54% | 78.88% | 18.81% | 23.04% | 22.60% |
| 毛利率% | 19.82% | 25.86% | 24.00% | 25.71% | 25.38% |
| 净资产收益率 ROE% | 10.89% | 17.87% | 18.29% | 18.72% | 18.99% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.25 | 0.44 | 0.53 | 0.65 | 0.79 |
| 市盈率 P/E(倍) | 18 | 10 | 8 | 7 | 5 |
| 市净率 P/B(倍) | 1.86 | 1.66 | 1.39 | 1.15 | 0.95 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为2020年8月28日收盘价

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 流动资产 | 6,859.29 | 8,470.55 | 11,079.29 | 12,266.68 | 14,312.30 |
| 货币资金 | 2,343.43 | 3,812.30 | 4,193.35 | 4,906.79 | 5,927.53 |
| 应收票据 | 206.41 | 1.20 | 1.35 | 1.51 | 1.80 |
| 应收账款 | 1,469.86 | 1,565.24 | 1,767.72 | 1,972.76 | 2,359.79 |
| 预付账款 | 141.33 | 175.86 | 203.60 | 222.09 | 266.84 |
| 存货 | 2,271.04 | 2,229.46 | 2,581.10 | 2,815.44 | 3,382.84 |
| 其他 | 427.22 | 686.48 | 2,332.19 | 2,348.10 | 2,373.49 |
| 非流动资产 | 8,428.91 | 9,406.78 | 8,723.36 | 10,644.39 | 13,105.29 |
| 长期股权投资 | 231.92 | 429.82 | 429.82 | 429.82 | 429.82 |
| 固定资产(合计) | 6,358.54 | 6,407.15 | 5,929.39 | 7,075.61 | 9,134.16 |
| 无形资产 | 586.65 | 474.05 | 344.63 | 238.81 | 148.78 |
| 其他 | 1,251.80 | 2,095.75 | 2,019.52 | 2,900.15 | 3,392.52 |
| 资产总计 | 15,288.20 | 17,877.33 | 19,802.66 | 22,911.07 | 27,417.59 |
| 流动负债 | 8,434.07 | 8,466.73 | 8,999.12 | 9,360.50 | 10,225.24 |
| 短期借款 | 3,564.45 | 3,687.47 | 3,687.47 | 3,687.47 | 3,687.47 |
| 应付票据 | 1,860.28 | 1,676.09 | 1,940.45 | 2,116.63 | 2,543.19 |
| 应付账款 | 1,824.39 | 1,579.03 | 1,828.08 | 1,994.06 | 2,395.93 |
| 其他 | 1,184.94 | 1,524.13 | 1,543.12 | 1,562.35 | 1,598.65 |
| 非流动负债 | 536.59 | 2,001.24 | 2,001.24 | 3,001.24 | 4,501.24 |
| 长期借款 | 449.92 | 1,904.08 | 1,904.08 | 2,904.08 | 4,404.08 |
| 其他 | 86.66 | 97.16 | 97.16 | 97.16 | 97.16 |
| 负债合计 | 8,970.66 | 10,467.97 | 11,000.36 | 12,361.75 | 14,726.48 |
| 少数股东权益 | 9.06 | 341.50 | 341.50 | 341.50 | 341.50 |
| 归属母公司股东权益 | 6,308.48 | 7,067.86 | 8,460.80 | 10,207.83 | 12,349.62 |
| 负债和股东权益 | 15,288.20 | 17,877.33 | 19,802.66 | 22,911.07 | 27,417.59 |

重要财务指标

单位:百万元

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入 | 13,684.75 | 15,127.84 | 17,084.72 | 19,066.40 | 22,807.03 |
| 同比(%) | -0.88% | 10.55% | 12.94% | 11.60% | 19.62% |
| 归属母公司净利润 | 668.13 | 1,195.18 | 1,419.94 | 1,747.03 | 2,141.79 |
| 同比(%) | 102.54% | 78.88% | 18.81% | 23.04% | 22.60% |
| 毛利率(%) | 19.82% | 25.86% | 24.00% | 25.71% | 25.38% |
| ROE% | 10.89% | 17.87% | 18.29% | 18.72% | 18.99% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.25 | 0.44 | 0.53 | 0.65 | 0.79 |
| P/E | 18 | 10 | 8 | 7 | 5 |
| P/B | 1.86 | 1.66 | 1.39 | 1.15 | 0.95 |
| EV/EBITDA | 9.19 | 7.52 | 6.83 | 6.08 | 5.40 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入 | 13,684.75 | 15,127.84 | 17,084.72 | 19,066.40 | 22,807.03 |
| 营业成本 | 10,971.84 | 11,216.10 | 12,985.14 | 14,164.09 | 17,018.60 |
| 营业税金及附加 | 67.39 | 73.89 | 85.08 | 94.95 | 113.57 |
| 销售费用 | 869.17 | 1,014.20 | 1,124.17 | 1,254.57 | 1,500.70 |
| 管理费用 | 365.95 | 592.11 | 562.79 | 628.06 | 751.28 |
| 研发费用 | 230.59 | 319.76 | 361.12 | 403.01 | 482.07 |
| 财务费用 | 288.43 | 251.72 | 301.45 | 461.91 | 421.45 |
| 减值损失合计 | 229.96 | 400.55 | 138.11 | 178.34 | 200.60 |
| 投资净收益 | 41.59 | 51.30 | 36.14 | 43.01 | 43.48 |
| 其他 | 31.99 | 24.56 | 29.78 | 28.69 | 29.24 |
| 营业利润 | 735.01 | 1,335.38 | 1,592.77 | 1,953.18 | 2,391.46 |
| 营业外收支 | -12.44 | -12.89 | -16.32 | -13.59 | -13.60 |
| 利润总额 | 722.56 | 1,322.49 | 1,576.45 | 1,939.60 | 2,377.86 |
| 所得税 | 65.63 | 131.30 | 156.51 | 192.56 | 236.07 |
| 净利润 | 656.94 | 1,191.19 | 1,419.94 | 1,747.03 | 2,141.79 |
| 少数股东损益 | -11.20 | -3.99 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | 668.13 | 1,195.18 | 1,419.94 | 1,747.03 | 2,141.79 |
| EBITDA | 1,772.21 | 2,360.23 | 2,599.04 | 3,084.60 | 3,750.54 |
| EPS(当年)(元) | 0.25 | 0.44 | 0.53 | 0.65 | 0.79 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|---------|---------|--------|---------|----------|
| 经营活动现金流 | 42.04 | 80.46 | 136.81 | 611.00 | 1,087.28 |
| 净利润 | -1.26 | 46.64 | 108.21 | 472.61 | 956.27 |
| 折旧摊销 | 56.88 | 57.46 | 61.17 | 66.08 | 71.25 |
| 财务费用 | 0.17 | 0.21 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资损失 | -4.74 | -7.90 | -5.11 | -5.92 | -6.31 |
| 营运资金变动 | -8.81 | -36.44 | -26.68 | 82.07 | 70.25 |
| 其它 | -0.19 | 20.48 | -0.78 | -3.85 | -4.18 |
| 投资活动现金流 | -413.55 | 245.70 | -88.35 | -96.29 | -106.33 |
| 资本支出 | -61.93 | -117.43 | -93.46 | -102.20 | -112.64 |
| 长期投资 | 1.37 | 10.12 | 5.11 | 5.92 | 6.31 |
| 其他 | -353.00 | 353.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | -8.22 | 2.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 吸收投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 支付利息或股息 | 8.22 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金流净增加额 | -378.78 | 329.13 | 48.47 | 514.71 | 980.94 |

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 |
| 华北 | 魏 冲 | 18340820155 | weichong@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 |
| 华东 | 孙斯雅 | 18516562656 | sunsiya@cindasc.com |
| 华东 | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华东 | 袁晓信 | 13636578577 | yuanxiaoxin@cindasc.com |
| 华南 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南 | 杨诗茗 | 13822166842 | yangshiming@cindasc.com |
| 华南 | 陈 晨 | 15986679987 | chenchen3@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 $\pm 5\%$ 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。