

## 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，2020.10.14

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 分析师

执业编号：S1500520080002

联系电话：+86 10 83326848

邮箱：hongyingdong@cindasc.com

#### 相关研究

《单季度净利创历史新高，新建项目保障持续成长》

2020.10

《无惧疫情影响，扣非归母净利大增 33%！》2020.8

《行业整合与公司重组共振，业绩成长与估值修复齐飞》2020.5

《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

# 董事长、总裁、实控人合一，赛轮远航新起点！

2020 年 11 月 5 日

**事件：**2020 年 11 月 4 日，公司公布关于股东权益变动暨公司实际控制人拟发生变更的提示性公告，杜玉岱拟通过协议转让方式将其持有的公司 5.40% 股份转让给袁仲雪，并将其持有的公司剩余 4.14% 除处置权和收益权以外的全部股东权利委托给袁仲雪管理，延万华约定将其持有的公司 3.94% 股份除处置权和收益权以外的全部股东权利委托给袁仲雪管理，煜明投资全体合伙人一致同意袁仲雪作为本合伙企业的执行事务合伙人入伙，与原执行事务合伙人享有同等权利，承担同等责任。本次权益变动后，公司的实际控制人拟由杜玉岱变更为袁仲雪。

#### 点评：

➤ **实控人拟变更为袁袁仲雪，董事长、总裁、实控人合一**在此次股权变更前，杜玉岱持有公司 9.55% 的股权，并与煜明投资（杜玉岱为执行为执行事务合伙人）、袁仲雪、瑞元鼎实投资有限公司（袁仲雪控股）为一致行动人，十一名高管委托管理，总计控制公司 23.93% 的股份，为公司实际控制人。根据公司公告，袁仲雪拟以 4.88 元/股的价格通过协议方式受让杜玉岱持有的公司 5.40% 股份，相较于公司最近 30 个交易日平均价格溢价 5.2%，同时杜玉岱并将其持有的公司剩余 4.14% 除处置权和收益权以外的全部股东权利委托给袁仲雪管理，延万华约定将其持有的公司 3.94% 股份除处置权和收益权以外的全部股东权利委托给袁仲雪管理，煜明投资全体合伙人一致同意袁仲雪作为本合伙企业的执行事务合伙人入伙，与原执行事务合伙人享有同等权利，股权变更后，袁仲雪控制公司总计 19.81% 的股份，袁仲雪将变更为公司实控人！袁仲雪为公司创始人，且为公司现任董事长，此次公司股权变更后，公司董事长、总裁、实控人合一，优化了公司治理结构，有利于公司在创始人和董事长的带领下进一步高速发展，同时实控人溢价受让股权彰显对发展信心！

图表 1 公司股权变更前后股权对比 (%)

变更前		变更后	
股东名称	控制比例	股东名称	控制比例
杜玉岱	9.55%	袁仲雪	7.49%
煜明投资（杜玉岱为执行事务合伙人）	2.87%	瑞元鼎实投资有限公司（袁仲雪控制的企业）	0.95%
袁仲雪（杜玉岱的一致行动人）	2.63%	袁嵩（袁仲雪之子）	0.09%
瑞元鼎实投资有限公司（袁仲雪控制的企业）	0.93%	杨德华（袁仲雪配偶）	0.15%
十一名高管（委托管理）	7.96%	煜明投资（袁仲雪为执行事务合伙人）	2.92%
	23.94%	杜玉岱（股份委托管理）	4.21%
		延万华（股份委托管理）	4.01%
			19.82%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- **国务院特殊津贴专家，带领公司进一步腾飞。**袁仲雪为公司创始人，享受国务院政府特殊津贴.曾任第十二届全国人大代表,全国工商联第十一届执行委员会常委、中国化工学会橡机委员会理事、全国橡胶机械信息站高级顾问。曾担任“多功能高精度自动油墨配料控制系统”、“轮胎企业管控一体化网络系统”的项目负责人，项目分别被列入国家重点新产品计划项目、国家重点火炬计划项目；获得山东省计算机应用优秀成果二等奖1项、青岛市科技进步一等奖1项。同时先后在行业期刊发表学术论文十余篇。袁仲雪作为一名专业研究橡胶及轮胎制造的专家，其从创立赛轮并带领赛轮成长为国内一流的轮胎企业的过程中，成为中国轮胎行业公认的有技术水平、有领导力且有前瞻性的带领人物，随着此次公司实控人变更，公司董事长将带领公司进一步加速腾飞！
- **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9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)	20	11	9	8	6
市净率 P/B(倍)	2.13	1.90	1.59	1.32	1.09

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为2020年11月4日收盘价

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	15,288.20	17,877.33	19,802.66	22,911.07	27,417.59
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	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
<b>负债和股东权益</b>	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	20	11	9	8	6
P/B	2.13	1.90	1.59	1.32	1.09
EV/EBITDA	10.15	8.25	7.49	6.63	5.85

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	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
<b>净利润</b>	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
<b>归属母公司净利润</b>	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
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-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
<b>现金流净增加额</b>	-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）；	买入：股价相对强于基准20%以上；	看高：行业指数超越基准；
时间段：报告发布之日起6个月内。	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。