

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, 2020.11.5

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

《董事长、总裁、实控人合一, 赛轮远航新起点》
2020.11
《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
《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

赛轮速度引领行业, 沈阳 330 万全钢胎提前投产!

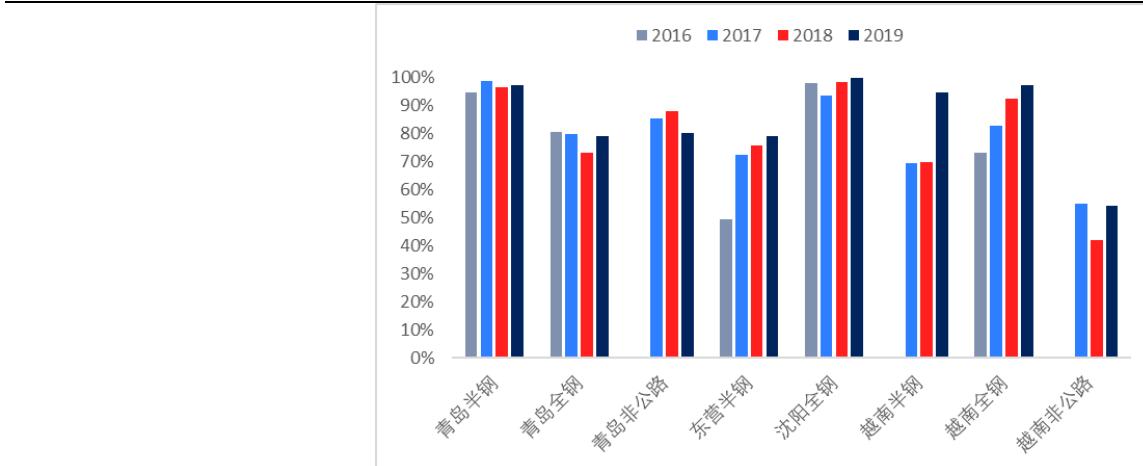
2020 年 11 月 19 日

事件: 根据中国证券报中证网报道, 2020 年 11 月 18 日, 赛轮轮胎年产 330 万套高性能智能化全钢载重子午线轮胎项目投产仪式在沈阳工厂举行。基于战略发展布局和市场需求, 在疫情对全球经济造成严重影响的背景下, 赛轮轮胎坚决推进了沈阳工厂二期项目建设, 短短 230 余天就实现了投产。

点评:

- **赛轮速度引领行业, 克服疫情提前投产!** 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, 项目从 2020 年 2 月开始建设, 建设期 24 个月。在疫情对全球经济造成严重影响的背景下, 赛轮集团仍然坚决推进了沈阳工厂二期项目建设, 短短 230 余天就实现了投产, 又一次刷新了“赛轮速度”。该项目占地面积 13 万平方米, 充分利用人工智能、大数据等技术, 实现了全工艺流程的自动化、数字化和智能化管控, 大大提升了生产线的智能化水平, 提高了生产效率和产品品质。
- **全钢胎供不应求, 沈阳智能化项目保障高速增长!** 从公司历年各工厂的开工率来看, 赛轮轮胎全钢胎一直保持高开工率, 全钢胎持续处于供不应求的状态。尤其是公司沈阳全钢胎工厂, 2016-2019 年平均开工率 97%, 2019 年开工率 100%。从沈阳工厂目前 190 万条/年全钢胎来看, 2019 年, 沈阳工厂实现净利润 2.16 亿元, 我们认为随着 330 万条/年全钢胎投产, 如果开工率达到 100%, 预计可以实现 3 亿元净利润。2021 年, 除了沈阳 330 万条/年全钢胎以外, 由于公司越南三期于今年 3 季度正式投产, 明年可以实现全年满产, 因此, 2021 年, 沈阳 330 万条/年全钢胎和越南三期 240 万条/年全钢胎将保障公司业绩持续高速增长!

图表 1 公司各工厂开工率 (%)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- **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 173.81、209.92、234.75 亿元，同比增长 14.9%、20.77%、11.83%，归属母公司股东的净利润分别为 16.47、20.72、23.86 亿元，同比增长 37.85%、25.76%、15.15%，2020-2022 年摊薄 EPS 分别达到 0.61 元，0.77 元和 0.88 元。对应 2020 年的 PE 为 11 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
营业收入(百万元)	13,684.75	15,127.84	17,381.72	20,992.40	23,475.28
增长率 YoY %	-0.88%	10.55%	14.90%	20.77%	11.83%
归属母公司净利润(百万元)	668.13	1,195.18	1,647.58	2,071.92	2,385.80
增长率 YoY%	102.54%	78.88%	37.85%	25.76%	15.15%
毛利率%	19.82%	25.86%	25.26%	26.30%	26.17%
净资产收益率 ROE%	10.89%	17.87%	20.91%	21.31%	19.96%
EPS(摊薄)(元)	0.25	0.44	0.61	0.77	0.88
市盈率 P/E(倍)	26	15	11	8	7
市净率 P/B(倍)	2.75	2.45	1.99	1.61	1.32

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2020 年 11 月 18 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	11,311.47	13,215.81	15,204.37
货币资金	2,343.43	3,812.30	4,393.33	5,374.38	6,680.78
应收票据	206.41	1.20	1.37	1.66	1.86
应收账款	1,469.86	1,565.24	1,798.45	2,172.03	2,428.93
预付账款	141.33	175.86	203.69	242.58	271.75
存货	2,271.04	2,229.46	2,582.26	3,075.26	3,445.03
其他	427.22	686.48	2,332.37	2,349.90	2,376.03
非流动资产	8,428.91	9,406.78	8,723.41	10,645.83	13,107.04
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	2,019.57	2,901.59	3,394.27
资产总计	15,288.20	17,877.33	20,034.88	23,861.64	28,311.42
流动负债	8,434.07	8,466.73	9,003.70	9,758.54	10,322.51
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	1,941.32	2,311.95	2,589.95
应付账款	1,824.39	1,579.03	1,828.90	2,178.07	2,439.97
其他	1,184.94	1,524.13	1,546.00	1,581.04	1,605.13
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	11,004.94	12,759.78	14,823.76
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	8,688.44	10,760.37	13,146.16
负债和股东权益	15,288.20	17,877.33	20,034.88	23,861.64	28,311.42

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	17,381.72	20,992.40	23,475.28
同比(%)	-0.88%	10.55%	14.90%	20.77%	11.83%
归属母公司净利润	668.13	1,195.18	1,647.58	2,071.92	2,385.80
同比(%)	102.54%	78.88%	37.85%	25.76%	15.15%
毛利率(%)	19.82%	25.86%	25.26%	26.30%	26.17%
ROE%	10.89%	17.87%	20.91%	21.31%	19.96%
EPS(摊薄)(元)	0.25	0.44	0.61	0.77	0.88
P/E	26	15	11	8	7
P/B	2.75	2.45	1.99	1.61	1.32
EV/EBITDA	12.35	9.89	8.19	7.07	6.43

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	17,381.72	20,992.40	23,475.28
营业成本	10,971.84	11,216.10	12,990.97	15,471.17	17,331.45
营业税金及附加	67.39	73.89	86.56	104.54	116.90
销售费用	869.17	1,014.20	1,143.72	1,381.30	1,544.67
管理费用	365.95	592.11	572.57	691.51	773.30
研发费用	230.59	319.76	367.40	443.72	496.20
财务费用	288.43	251.72	302.15	463.96	418.60
减值损失合计	229.96	400.55	138.76	194.02	204.51
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	1,845.51	2,313.89	2,662.36
营业外收支	-12.44	-12.89	-16.32	-13.59	-13.60
利润总额	722.56	1,322.49	1,829.18	2,300.30	2,648.76
所得税	65.63	131.30	181.60	228.37	262.97
净利润	656.94	1,191.19	1,647.58	2,071.92	2,385.80
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	1,647.58	2,071.92	2,385.80
EBITDA	1,772.21	2,360.23	2,851.78	3,445.30	4,021.44
EPS(当年)(元)	0.25	0.44	0.61	0.77	0.88

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	1,998.90	2,008.76	2,540.12	2,996.53	3,587.80
净利润	656.94	1,191.19	1,647.58	2,071.92	2,385.80
折旧摊销	817.48	779.39	755.16	850.09	1,019.40
财务费用	232.17	258.36	267.43	294.91	353.28
投资损失	-33.75	-51.30	-36.14	-43.01	-43.48
营运资金变动	105.70	-690.58	-205.87	-331.71	-278.93
其它	220.37	521.71	111.95	154.33	151.74
投资活动现金流	-170.02	-1,363.40	-1,664.66	-2,720.57	-3,428.13
资本支出	-475.68	-1,206.30	-1,700.79	-2,763.58	-3,471.61
长期投资	320.89	-51.64	36.14	43.01	43.48
其他	-15.23	-105.46	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-1,509.73	584.07	-294.44	705.09	1,146.72
吸收投资	134.78	604.74	0.00	0.00	0.00
借款	-880.27	1,285.60	0.00	1,000.00	1,500.00
支付利息或股息	368.12	399.09	294.44	294.91	353.28
现金流净增加额	337.79	1,262.41	581.02	981.05	1,306.40

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
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@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）；	买入：股价相对强于基准20%以上；	看好：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。