

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司点评报告**
**赛轮轮胎 (601058)**
**投资评级**      **买入**
**上次评级**      **买入**

张燕生      化工行业首席分析师

执业编号: S1500517050001

联系电话: 010-83326847

邮箱: zhangyansheng@cindasc.com

洪英东      分析师

执业编号: S1500520080002

联系电话: 010-83326848

邮箱: hongyingdong@cindasc.com

**相关研究**

《赛轮速度引领行业, 沈阳 330 万全钢胎提前投产》2020.11

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

**东南亚双反调查落地, 赛轮越南免征反倾销税!**

2020 年 12 月 31 日

**事件:** 北京时间 2020 年 12 月 31 日, 美国商务部和美国国际贸易委员会公布对韩国、泰国、越南及台湾地区乘用车和轻卡车轮胎反倾销调查的初裁结果, 赛轮、建大、普利司通、锦湖、横滨在越南的工厂的反倾销税率被裁定为 0%, 其他企业在越南的反倾销税率为 22.3%, 玲珑泰国 22.21%, 住友泰国 13.25%, 其他在泰国地区的轮胎企业 16.66%, 中国台湾地区正新 52.42%, 南港 98.44%, 其他企业 88.82%, 韩国韩泰 38.07%, 耐克森 14.24%。其他 27.81%。

**点评:**

➤ **赛轮越南反倾销率为 0, 区位优势进一步凸显。**根据美国商务部初裁结果, 赛轮越南反倾销税率为 0%, 结合之前裁定的反补贴税率 6.23%, 此次美国对于东南亚地区的半钢胎双反调查, 赛轮增加的总税率为 6.23%, 为整个被调查地区企业中最低。从同在越南的企业来看, 赛轮越南的反补贴税最低; 而与泰国、中国台湾地区和韩国比较, 泰国地区的反倾销整体税率为 16.66%, 较赛轮高出 10 个百分点以上, 而中国台湾地区的反倾销税则全部在 50% 以上, 甚至接近 100%, 2019 年, 中国台湾地区出口至美国的半钢胎为 800 万条, 我们认为这部分出口至美国的轮胎大概率会退出美国市场, 会被其他地区, 尤其是税率较低的越南地区取代。

**图: 美国双反调查税率**

| 国家和地区 | 公司   | 反倾销税   | 反补贴税   |
|-------|------|--------|--------|
| 韩国    | 韩泰   | 38.07% |        |
|       | 耐克森  | 14.24% |        |
|       | 其它   | 27.81% |        |
| 台湾    | 正新   | 52.42% |        |
|       | 南港   | 98.44% |        |
|       | 其它   | 88.82% |        |
| 泰国    | 玲珑   | 22.21% |        |
|       | 住友   | 13.25% |        |
|       | 其它   | 16.66% |        |
| 越南    | 赛轮   | 0.00%  | 6.23%  |
|       | 建大   | 0.00%  | 6.77%  |
|       | 普利司通 | 0.00%  | 6.77%  |
|       | 锦湖   | 0.00%  | 10.08% |
|       | 横滨   | 0.00%  | 6.77%  |
|       | 其它   | 22.30% | 6.77%  |

资料来源: ITC, 信达证券研发中心

- **拨云见日，高速增长逻辑不改！**我们认为，现阶段中国轮胎企业最重要的成长逻辑来自于通过海外产能布局避免了美国、欧洲对于中国轮胎的高额反倾销、反补贴税率，从而实现了对于美国、欧洲市场的占领，此次美国对于东南亚地区的双反调查落地，对于公司的双反税率远低于市场预期，对公司轮胎出口美国几乎没有影响，而随着中国台湾地区的轮胎企业被征收高额关税，公司半钢胎出口至美国将迎来替代机会。2020年，公司越南半钢胎通过技改从1000万/年增加值1300万条/年，新增300万条/年，有望填补台湾轮胎退出的部分缺口。除此以外，公司越南三期240万条/年全钢于今年4季度正式满产，2021年全年贡献利润；沈阳330万条/年全钢今年4季度提前投产，2021年产能将迎来逐步释放，随着双反落地，公司将继续保持高速增长！
- **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9倍，给予“买入”评级。
- **风险因素：**1、新建产能投产不及预期2、橡胶价格大幅波动的风险。

| 重要财务指标            | 2018      | 2019      | 2020E     | 2021E     | 2022E     |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入(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<br>(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)        | 22        | 12        | 9         | 7         | 6         |
| 市净率 P/B(倍)        | 2.35      | 2.10      | 1.71      | 1.38      | 1.13      |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2020年12月30日收盘价

| 资产负债表          |         | 单位:百万元  |         |         |         |  |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
| 会计年度           | 2018    | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |  |
| <b>流动资产</b>    | 6,859.2 | 8,470.5 | 11,311. | 13,215. | 15,204. |  |
| 货币资金           | 2,343.4 | 3,812.3 | 4,393.3 | 5,374.3 | 6,680.7 |  |
| 应收票据           | 206.41  | 1.20    | 1.37    | 1.66    | 1.86    |  |
| 应收账款           | 1,469.8 | 1,565.2 | 1,798.4 | 2,172.0 | 2,428.9 |  |
| 预付账款           | 141.33  | 175.86  | 203.69  | 242.58  | 271.75  |  |
| 存货             | 2,271.0 | 2,229.4 | 2,582.2 | 3,075.2 | 3,445.0 |  |
| 其他             | 427.22  | 686.48  | 2,332.3 | 2,349.9 | 2,376.0 |  |
| <b>非流动资产</b>   | 8,428.9 | 9,406.7 | 8,723.4 | 10,645. | 13,107. |  |
| 长期股权投资         | 231.92  | 429.82  | 429.82  | 429.82  | 429.82  |  |
| 固定资产           | 6,358.5 | 6,407.1 | 5,929.3 | 7,075.6 | 9,134.1 |  |
| 无形资产           | 586.65  | 474.05  | 344.63  | 238.81  | 148.78  |  |
| 其他             | 1,251.8 | 2,095.7 | 2,019.5 | 2,901.5 | 3,394.2 |  |
| <b>资产总计</b>    | 15,288. | 17,877. | 20,034. | 23,861. | 28,311. |  |
| <b>流动负债</b>    | 8,434.0 | 8,466.7 | 9,003.7 | 9,758.5 | 10,322. |  |
| 短期借款           | 3,564.4 | 3,687.4 | 3,687.4 | 3,687.4 | 3,687.4 |  |
| 应付票据           | 1,860.2 | 1,676.0 | 1,941.3 | 2,311.9 | 2,589.9 |  |
| 应付账款           | 1,824.3 | 1,579.0 | 1,828.9 | 2,178.0 | 2,439.9 |  |
| 其他             | 1,184.9 | 1,524.1 | 1,546.0 | 1,581.0 | 1,605.1 |  |
| <b>非流动负债</b>   | 536.59  | 2,001.2 | 2,001.2 | 3,001.2 | 4,501.2 |  |
| 长期借款           | 449.92  | 1,904.0 | 1,904.0 | 2,904.0 | 4,404.0 |  |
| 其他             | 86.66   | 97.16   | 97.16   | 97.16   | 97.16   |  |
| <b>负债合计</b>    | 8,970.6 | 10,467. | 11,004. | 12,759. | 14,823. |  |
| 少数股东权益         | 9.06    | 341.50  | 341.50  | 341.50  | 341.50  |  |
| 归属母公司          | 6,308.4 | 7,067.8 | 8,688.4 | 10,760. | 13,146. |  |
| <b>负债和股东权益</b> | 15,288. | 17,877. | 20,034. | 23,861. | 28,311. |  |
| 权益             | 20      | 33      | 88      | 64      | 42      |  |

| 重要财务指标     |         | 单位:百万元  |         |         |         |  |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|--|
| 会计年度       | 2018    | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |  |
| 营业总收入      | 13,684. | 15,127. | 17,381. | 20,992. | 23,475. |  |
| 同比         | -0.88%  | 10.55%  | 14.90%  | 20.77%  | 11.83%  |  |
| 归属母公司净利润   | 668.13  | 1,195.1 | 1,647.5 | 2,071.9 | 2,385.8 |  |
| 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        | 22      | 12      | 9       | 7       | 6       |  |
| P/B        | 2.35    | 2.10    | 1.71    | 1.38    | 1.13    |  |
| EV/EBITDA  | 10.93   | 8.83    | 7.31    | 6.34    | 5.80    |  |

| 利润表          |        | 单位:百万元 |         |         |         |  |
|--------------|--------|--------|---------|---------|---------|--|
| 会计年度         | 2018   | 2019   | 2020E   | 2021E   | 2022E   |  |
| <b>营业总收入</b> | 13,68  | 15,127 | 17,381. | 20,992. | 23,475. |  |
| 营业成本         | 10,97  | 11,216 | 12,990. | 15,471. | 17,331. |  |
| <b>营业税金及</b> | 67.39  | 73.89  | 86.56   | 104.54  | 116.90  |  |
| 销售费用         | 869.1  | 1,014. | 1,143.7 | 1,381.3 | 1,544.6 |  |
| 管理费用         | 365.9  | 592.11 | 572.57  | 691.51  | 773.30  |  |
| 研发费用         | 230.5  | 319.76 | 367.40  | 443.72  | 496.20  |  |
| 财务费用         | 288.4  | 251.72 | 302.15  | 463.96  | 418.60  |  |
| 减值损失合        | 229.9  | 400.55 | 138.76  | 194.02  | 204.51  |  |
| <b>投资净收益</b> | 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>  | 735.0  | 1,335. | 1,845.5 | 2,313.8 | 2,662.3 |  |
| 营业外收支        | -12.44 | -12.89 | -16.32  | -13.59  | -13.60  |  |
| <b>利润总额</b>  | 722.5  | 1,322. | 1,829.1 | 2,300.3 | 2,648.7 |  |
| 所得税          | 65.63  | 131.30 | 181.60  | 228.37  | 262.97  |  |
| <b>净利润</b>   | 656.9  | 1,191. | 1,647.5 | 2,071.9 | 2,385.8 |  |
| 少数股东损        | -11.20 | -3.99  | 0.00    | 0.00    | 0.00    |  |
| <b>归属母公司</b> | 668.1  | 1,195. | 1,647.5 | 2,071.9 | 2,385.8 |  |
| EBITDA       | 1,772. | 2,360. | 2,851.7 | 3,445.3 | 4,021.4 |  |
| EPS(当        | 0.25   | 0.44   | 0.61    | 0.77    | 0.88    |  |

| 现金流量表          |        | 单位:百万元 |        |         |          |  |
|----------------|--------|--------|--------|---------|----------|--|
| 会计年度           | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E   | 2022E    |  |
| <b>经营活动现金流</b> | 42.04  | 80.46  | 64.66  | 560.66  | 1,096.96 |  |
| 净利润            | -1.26  | 46.64  | 37.72  | 431.05  | 955.37   |  |
| 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          | -8.81  | -36.44 | -28.51 | 72.95   | 80.83    |  |
| 其它             | -0.19  | 20.48  | -0.61  | -3.51   | -4.18    |  |
| <b>投资活动现金流</b> | -      | 245.70 | -88.35 | -96.29  | -106.33  |  |
| 资本支出           | -61.93 | -      | -93.46 | -102.20 | -112.64  |  |
| 长期投资           | 1.37   | 10.12  | 5.11   | 5.92    | 6.31     |  |
| 其他             | 353.0  | 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> | -378.7 | 329.13 | -23.68 | 464.38  | 990.62   |  |

## 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 年管理工作经历。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 | hanqiuyue@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 | sunsiya@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）；<br><br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出</b> ：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。