

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

《亮剑: 新白马, 新消费》2021.2

《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

第二海外基地落地柬埔寨, 赛轮加速开启全球布局!

2021年3月8日

事件: 北京时间 2021 年 3 月 8 日, 赛轮轮胎发布对外投资公告, 拟在柬埔寨投资建设年产 500 万条半钢子午线轮胎项目, 项目投资总额 117,762 万元人民币, 项目建设期 24 个月。

点评:

- **第二海外基地落地, 全球化布局再进一步。**根据公司公告, 公司拟在柬埔寨投资建设年产 500 万条/年半钢子午线轮胎项目, 柬埔寨将成为公司继越南之后, 第二个海外生产基地。公司选择的柬埔寨齐鲁经济特区坐落于柴桢省柴桢市。**从交通角度来看:**该工厂地处东南亚交通枢纽位置。水路: 湄公河自北向南贯穿全境。西南部有西哈努克港, 东南部有越南胡志明西贡港。陆路: 东临越南, 北接老挝, 西北靠近泰国。航空: 金边、暹粒两个国内国际机场, 越南胡志明国际机场。距离赛轮集团越南工厂距离不足 80 公里, 交通物流非常方便。**从贸易角度来看,**2003 年, 柬埔寨正式成为 WTO 成员。作为世界上最不发达的国家之一, 柬埔寨尚未遭遇发达国家“双反”等贸易壁垒阻碍。美、欧、日等 28 个发达国家/地区给予柬埔寨普惠制待遇 (GSP)。我们认为, 公司布局第二海外基地, 一方面可以进一步规避欧美等国家对于东南亚现有主要轮胎生产国家和地区增加贸易关税的风险, 另一方面, 从位置上来说, 位于原材料成本、用人成本和运输成本都相对较低的地区, 且因为和公司已有的越南工厂距离较低, 管理半径较小, 可以形成有效的协同! 柬埔寨工厂的建立, 将成为公司全球化布局的新的里程碑!
- **产品供不应求, 公司快速扩张!**在全球经济增速回暖、公司产品持续获得消费者认可以及越南地区在美国对东南亚地区双反调查中的巨大成本优势的三重因素作用之下, 公司的产品订单持续供不应求, 这也使得公司加快了产能扩张的步伐。2021 年以来, 1 月 9 日, 公司公告拟投资 30 亿元建设越南三期项目, 越南三期包括半钢胎 300 万条/年, 全钢胎 100 万条/年, 非公路胎 5 万吨/年; 2 月 2 日, 公司公告拟增加投资实施潍坊高性能子午线轮胎技术升级改造项目, 项目总投资 7.2 亿元, 潍坊技改项目将具备年产 120 万套高性能全钢载重子午线轮胎和 600 万套高性能半钢子午线轮胎的生产能力; 3 月 8 日, 公司公告拟投资建设柬埔寨项目, 项目投资 11.8 亿元, 建设半钢子午线轮胎 500 万条/年。在 3 个月的时间, 公司公告投资建设项目 3 个, 项目总投资达 49 亿元, 公司产能持续快速的扩张, 一方面彰显了公司对发展的信心, 另一方面在充裕的订单和下游需求带领下, 也将保障公司稳定、快速发展!
- **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%、21.57%、21.24%, 归属母公司股东的净利润分别为 16.48、20.94、26.82 亿元, 同比增长 37.85%、27.09%、28.07%, 2020-2022 年摊薄 EPS 分别达到 0.61 元, 0.79 元和 1.01 元。对应 2020 年的 PE 为 15 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)	13685	15128	17382	21131	25621
增长率 YoY %	-0.88%	10.55%	14.90%	21.57%	21.24%
归属母公司净利润 (百万元)	668	1195	1648	2094	2682
增长率 YoY%	102.54%	78.88%	37.85%	27.09%	28.07%
毛利率%	19.82%	25.86%	25.26%	26.33%	26.39%
净资产收益率ROE%	10.89%	17.87%	20.91%	21.51%	22.12%
EPS(摊薄)(元)	0.25	0.44	0.61	0.79	1.01
市盈率 P/E(倍)	37	21	15	12	9
市净率 P/B(倍)	3.97	3.54	2.88	2.28	1.83

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年3月8日收盘价

		单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
流动资产	6859	8471	11311	13267	15985	
货币资金	2343	3812	4393	5390	6909	
应收票据	206	1	1	2	2	
应收账款	1470	1565	1798	2186	2651	
预付账款	141	176	204	244	296	
存货	2271	2229	2582	3094	3749	
其他	427	686	2332	2350	2379	
非流动资产	8429	9407	8723	10646	13109	
长期股权投资	232	430	430	430	430	
固定资产	6359	6407	5929	7076	9134	
无形资产	587	474	345	239	149	
其他	1252	2096	2020	2902	3396	
资产总计	15288	17877	20035	23913	29094	
流动负债	8434	8467	9004	9788	10787	
短期借款	3564	3687	3687	3687	3687	
应付票据	1860	1676	1941	2326	2818	
应付账款	1824	1579	1829	2192	2655	
其他	1185	1524	1546	1582	1626	
非流动负债	537	2001	2001	3001	4501	
长期借款	450	1904	1904	2904	4404	
其他	87	97	97	97	97	
负债合计	8971	10468	11005	12789	15288	
少数股东权益	9	341	341	341	341	
归属母公司	6308	7068	8688	10782	13464	
负债和股东权益	15288	17877	20035	23913	29094	

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	13685	15128	17382	21131	25621
同比	-0.88%	10.55%	14.90%	21.57%	21.24%
归属母公司净利润	668	1195	1648	2094	2682
同比	102.54	78.88%	37.85%	27.09%	28.07%
毛利率(%)	19.82	25.86%	25.26%	26.33%	26.39%
ROE%	10.89	17.87%	20.91%	21.51%	22.12%
EPS(摊薄)(元)	0.25	0.44	0.61	0.79	1.01
P/E	37	21	15	12	9
P/B	3.97	3.54	2.88	2.28	1.83
EV/EBITDA	16.69	13.15	10.88	9.12	7.62

		单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	13,68	15,128	17,382	21,131	25,621	
营业成本	10,97	11,216	12,991	15,567	18,859	
营业税金及	67	74	87	105	128	
销售费用	869	1,014	1,144	1,390	1,686	
管理费用	366	592	573	696	844	
研发费用	231	320	367	447	542	
财务费用	288	252	302	464	423	
减值损失合	230	401	139	195	221	
投资净收益	42	51	36	43	43	
其他	32	25	30	29	29	
营业利润	735	1,335	1,846	2,338	2,991	
营业外收支	-12	-13	-16	-14	-14	
利润总额	723	1,322	1,829	2,325	2,977	
所得税	66	131	182	231	296	
净利润	657	1,191	1,648	2,094	2,682	
少数股东损	-11	-4	0	0	0	
归属母公司	668	1,195	1,648	2,094	2,682	
EBITDA	1,772	2,360	2,852	3,470	4,350	
EPS(当	0.25	0.44	0.61	0.79	1.01	

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现	1999	2009	2540	3013	3800
金流					
净利润	657	1191	1648	2094	2682
折旧摊销	817	779	755	850	1019
财务费用	232	258	267	295	353
投资损失	-34	-51	-36	-43	-43
营运资金变	106	-691	-206	-339	-375
其它	220	522	112	155	165
投资活动现	-170	-1363	-1665	-2721	-3428
资本支出	-476	-1206	-1701	-2764	-3472
长期投资	321	-52	36	43	43
其他	-15	-105	0	0	0
筹资活动现	-1510	584	-294	705	1147
吸收投资	135	605	0	0	0
借款	-880	1286	0	1000	1500
支付利息或股息	368	399	294	295	353
现金流净增	338	1262	581	997	1519
加额					

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	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@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	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@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。