

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

越南成本优势凸显, 一季度同比增长 47%!

2021 年 4 月 27 日

事件: 北京时间 2021 年 4 月 26 日晚间, 公司发布 2020 年年度报告和 2021 年 1 季度报告, 2020 年, 公司实现营业收入 154 亿元, 同比增长 1.83%, 实现归母净利润 14.91 亿元, 同比增长 24.79%。2021 年 1 季度, 公司实现营业收入 41.49 亿元, 同比增长 28.2%, 实现归母净利润 4 亿元, 同比增长 47.1%。

点评:

- **原材料价格波动, 仍保持稳定增长。**从公司 2020 年业绩来看, 公司实现营业收入 154 亿元, 同比增长 1.83%, 实现归母净利润 14.91 亿元, 同比增长 24.79%。在 2020 年全球疫情以及美国对东南亚地区的半钢胎展开双反调查的情况下, 公司收入和利润都保持了增长。尤其是 2020 年 4 季度, 天然橡胶价格随着轮胎需求的回暖以及其他大宗商品价格的上涨而出现加速上涨, 尽管赛轮也采取了涨价政策抵抗原材料价格上涨的影响, 但由于产品涨价有滞后性, 因此 2020 年 4 季度, 公司的产品毛利率仍受到小幅的影响。但 2020 年全年, 公司在收入增长 1.83% 的情况下, 高利润的欧美市场收入增长超过 20%, 因此实现了净利润 24.79% 的增长。2021 年 1 季度, 天然橡胶价格快速冲顶随后回落, 逐步回归合理水平, 公司已经度过至暗时刻。从公司 2021 年 1 季度的经营情况来看, 公司 1 季度实现营业收入 41.49 亿元, 同比增长 28.2%, 实现归母净利润 4 亿元, 同比增长 47.1%, 领跑轮胎行业! 值得强调的是, 公司 2021 年 1 季度业绩的增长并非来自 2020 年初疫情爆发时的低基数, 2020 年一季度公司的利润也有同比 47.7% 的增长。
- **越南成本优势凸显, 2021 年增速有望引领行业!**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; 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。在美国对东南亚双反落地以来, 由于公司海外工厂所在地越南的双反税率显著低于中国台湾地区、韩国和泰国, 越南工厂的成本优势凸显, 越南地区的产品正在逐步替代高双反税率地区出口至美国的产品。从公司 2021 年的经营目标来看, 公司以实现超过 2020 年轮胎产量 25% 为目标, 而由于海外工厂布局的区位优势带来美国市场需求偏好的逻辑支撑, 我们认为, 公司 2021 年的产销增速将引领轮胎行业!
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别达到 204、259、294 亿元, 同比增长 32.5%、27.05%、13.45%, 归属母公司股东的净利润分别为 20.95、27.13、32.08 亿元, 同比增长 40.49%、29.48%、18.24%, 2021-2023 年摊薄 EPS 分别达到 0.68 元, 0.89 元和 1.05 元。对应 2021 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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	15128	15405	20411	25932	29420
增长率 YoY %	10.55%	1.83%	32.50%	27.05%	13.45%
归属母公司净利润 (百万元)	1195	1491	2095	2713	3208
增长率 YoY%	78.88%	24.79%	40.49%	29.48%	18.24%
毛利率%	25.86%	27.21%	26.38%	26.51%	26.70%
净资产收益率ROE%	17.87%	19.21%	20.88%	20.92%	20.14%
EPS(摊薄)(元)	0.39	0.49	0.68	0.89	1.05
市盈率 P/E(倍)	26	21	15	11	10
市净率 P/B(倍)	4.39	3.67	2.67	2.17	1.77

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年4月26日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
流动资产	8471	10306	15595	19044	22211	
货币资金	3812	4369	6857	8531	10579	
应收票据	1	1	2	2	2	
应收账款	1827	2247	2503	3180	3608	
预付账款	176	303	406	516	583	
存货	2229	2656	3559	4514	5109	
其他	425	729	2268	2301	2330	
非流动资产	9407	10750	10394	12544	15258	
长期股权投资	430	590	590	590	590	
固定资产	6407	7353	6622	8079	10251	
无形资产	474	565	587	615	650	
其他	2096	2242	2595	3259	3767	
资产总计	17877	21056	25989	31588	37468	
流动负债	8467	10867	12648	14534	15706	
短期借款	3687	2815	2815	2815	2815	
应付票据	1676	3185	4268	5413	6125	
应付账款	1579	1979	2652	3363	3806	
其他	1524	2888	2914	2942	2960	
非流动负债	2001	1379	1379	2379	3879	
长期借款	1904	1203	1203	2203	3703	
其他	97	176	176	176	176	
负债合计	10468	12246	14028	16913	19586	
少数股东权益	341	348	348	348	348	
归属母公司	7068	8462	11614	14327	17535	
负债和股东权益	17877	21056	25989	31588	37468	

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	15128	15405	20411	25932	29420
同比	10.55	1.83%	32.50%	27.05%	13.45%
归属母公司净利润	1195	1491	2095	2713	3208
同比	78.88	24.79%	40.49%	29.48%	18.24%
毛利率(%)	25.86	27.21%	26.38%	26.51%	26.70%
ROE%	17.87	19.21%	20.88%	20.92%	20.14%
EPS(摊薄)(元)	0.39	0.49	0.68	0.89	1.05
P/E	26	21	15	11	10
P/B	4.39	3.67	2.67	2.17	1.77
EV/EBITDA	14.14	12.41	11.02	9.03	7.88

利润表

单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	15,12	15,405	20,411	25,932	29,420
营业成本	11,21	11,214	15,026	19,059	21,566
营业税金及	74	59	93	118	134
销售费用	1,014	796	1,143	1,348	1,530
管理费用	592	790	919	1,167	1,324
研发费用	320	348	461	585	664
财务费用	252	336	220	365	316
减值损失合	401	142	219	257	280
投资净收益	51	-11	27	22	13
其他	25	44	33	36	35
营业利润	1,335	1,754	2,391	3,091	3,653
营业外收支	-13	-33	-19	-21	-23
利润总额	1,322	1,721	2,371	3,070	3,630
所得税	131	200	276	357	422
净利润	1,191	1,521	2,095	2,713	3,208
少数股东损	-4	29	0	0	0
归属母公司	1,195	1,491	2,095	2,713	3,208
EBITDA	2,360	2,664	3,336	4,181	4,982
EPS(当	0.44	0.55	0.68	0.89	1.05

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现	2009	3415	3522	3900	4588
金流					
净利润	1191	1521	2095	2713	3208
折旧摊销	779	770	774	900	1080
财务费用	258	173	190	210	271
投资损失	-51	11	-27	-22	-13
营运资金变	-691	464	312	-97	-188
其它	522	476	177	196	229
投资活动现	-1363	-1950	-1900	-3017	-3768
资本支出	-1206	-1535	-1928	-3039	-3781
长期投资	-52	-9	27	22	13
其他	-105	-406	0	0	0
筹资活动现	584	-1716	866	790	1229
吸收投资	605	1	1083	0	0
借款	1286	-293	0	1000	1500
支付利息或股息	399	533	217	210	271
现金流净增	1262	-332	2488	1674	2048
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
全国销售总监	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
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@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。