

赛轮轮胎 (601058.SH)

2021 年 05 月 25 日

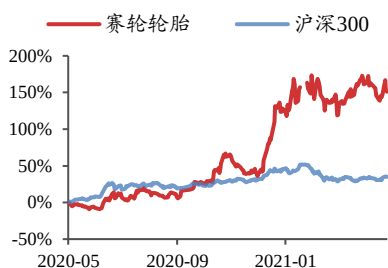
“双反”终裁尘埃落定，公司税率最低竞争优势一马当先

投资评级：买入（维持）

——公司信息更新报告

日期	2021/5/25
当前股价(元)	10.69
一年最高最低(元)	10.87/3.46
总市值(亿元)	327.56
流通市值(亿元)	273.55
总股本(亿股)	30.64
流通股本(亿股)	25.59
近 3 个月换手率(%)	80.89

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-公司掌舵人确定，轮胎战船再度起航角逐万亿赛道》
-2021.5.9

金益腾（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

龚道琳（联系人）

gongdaolin@kysec.cn

证书编号：S0790120010015

张晓峰（联系人）

zhangxiaofeng@kysec.cn

证书编号：S0790120080059

● **美国商务部公布“双反”终裁结果，公司竞争优势明显，维持“买入”评级**
北京时间 5 月 25 日凌晨，ITA 官网公布美国商务部（DOC）对原产自泰国、越南、中国台湾、韩国等地的轮胎“双反”税率终裁结果，**公司维持 0%反倾销税率、6.23%反补贴税率，在本次“双反”调查中获得最低综合税率。**我们认为，这将成为公司在美国市场竞争中的“杀手锏”，未来将进一步抢占市场份额，并且获得更高利润空间。我们维持盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润为 20.90 亿元、27.73 亿元、31.88 亿元，EPS 分别为 0.68、0.90、1.04 元/股，当前股价对应 2021-2023 年 PE 为 15.7、11.8、10.3 倍，维持“买入”评级。

● **ITC（美国贸易委员会）的最终结果将于 7 月公布，当前时点基本尘埃落定**
根据 ITA 网站公布的时间节点，美国时间 7 月 5 日 ITC 将公布其终裁结果，7 月 12 日正式执行。根据 ITA 官网信息，ITC 在其中的作用是对 DOC 终裁结果进行审查，判断行业是否由于倾销和补贴而被造成损害，而不是对税率进行重新裁定。若经审查不成立，则终止此次“双反”调查；若 ITC 的审查意见表示成立，则 DOC 将正式发布公告并开始执行。“双反”调查的执行期是 5 年，自“双反”令正式发布起的每 12 个月内，公司还需经历一次复审，如果公司反倾销税率被裁定为 0%，则不必参与每年的复审。5 年后，DOC 必须进行日落复审，以裁定是否继续保持“双反”税率还是做出撤销决定。**基于当前时间点的流程解读以及公司在本次“双反”调查中所展现出来的应对能力，我们认为公司的“双反”税率基本尘埃落定，我们坚定看好公司长期的竞争力、成长性和发展潜力。**

● **2023 年公司将实现产能 8000+万条，将逐步走上国际舞台角逐万亿赛道**
目前公司已建成青岛、东营、沈阳及越南四大生产基地。公司加快扩张步伐，我们预计 2023 年公司轮胎产能将突破 8,000 万条。**在中国轮胎强势的崛起背景下，公司提前布局产能将为公司铸造广阔盈利空间，将走上国际舞台角逐万亿赛道。**

● **风险提示：**产能释放不及预期、下游需求萎靡、“双反”等贸易摩擦加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,128	15,405	20,168	26,793	30,628
YOY(%)	10.5	1.8	30.9	32.9	14.3
归母净利润(百万元)	1,195	1,491	2,090	2,773	3,188
YOY(%)	78.9	24.8	40.1	32.6	15.0
毛利率(%)	25.9	27.2	26.2	27.4	27.7
净利率(%)	7.9	9.7	10.4	10.3	10.4
ROE(%)	16.1	17.3	20.0	21.5	20.2
EPS(摊薄/元)	0.39	0.49	0.68	0.90	1.04
P/E(倍)	27.4	22.0	15.7	11.8	10.3
P/B(倍)	4.6	3.9	3.2	2.6	2.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 公司在“双反”终裁中综合税率最低，竞争优势进一步凸显	3
2、 ITC 最终结果将于 7 月初公布，当前时点基本尘埃落定	4
3、 公司扩张提速铸造广阔盈利空间，走上国际舞台角逐万亿赛道	4
4、 盈利预测与投资建议	5
5、 风险提示	5
附：财务预测摘要	6

图表目录

图 1： ITC 将于美国时间 7 月 5 日公布最终结果，当前时点基本尘埃落定	4
表 1： 美国“双反”终裁中，针对赛轮轮胎的综合税率最低	3

1、公司在“双反”终裁中综合税率最低，竞争优势进一步凸显

北京时间 2021 年 5 月 25 日凌晨，ITA 官网公布美国商务部（DOC）对原产自泰国、越南、中国台湾、韩国等地的轮胎“双反”税率终裁结果。**赛轮轮胎不负所望，维持 0%反倾销税率、6.23%反补贴税率，在本次“双反”调查中获得最低综合税率。**泰国方面，玲珑轮胎获得 21.09%的反倾销税率，较初裁结果 22.21%下降 1.12%；住友橡胶获得 21.09%的反倾销税率，较初裁结果 13.25%上升 1.37%；其他公司获得 17.08%的反倾销税率，较初裁结果 16.66%微升 0.42%。**韩国方面**，韩泰获得 27.05%的反倾销税率，较初裁结果 38.07%下降 11.02%；耐克森获得 14.72%的反倾销税率，较初裁结果 14.24%上升 0.48%；其他公司获得 21.74%的反倾销税率，较初裁结果 27.81%下降 6.07%。**中国台湾方面**，正新获得 20.04%的反倾销税率，较初裁结果 52.42%下降 32.38%；南港获得 101.84%的反倾销税率，较初裁结果 98.44%上升 3.40%；其他公司获得 84.75%的反倾销税率，较初裁结果 88.82%下降 4.07%。**越南方面**，锦湖、普利司通、建大轮胎、优科豪马的反倾销税率保持为 0，反补贴税率获得不同程度的下降。

整体而言，DOC 的终裁结果明显好于初裁结果，仅有韩国的耐克森、中国台湾的南港、泰国除了玲珑轮胎外的其他公司的终裁税率有所上升，其他企业的税率均出现不同程度的下降。本次针对韩国和中国台湾的税率制裁更为严厉，预计两地轮胎出口美国的阻力将加大；针对泰国、越南的税率较低，预计对两地轮胎出口美国的冲击较弱。而中国轮胎企业的海外工厂大多扎根于泰国和越南两地，我们认为，首先这侧面印证了美国轮胎对中国轮胎企业或已经产生一定依赖性，如果裁定税率过高所带来的需求缺口无法自给自足；其次，中国轮胎企业获得的税率较低也说明低价倾销行为并不明显，中国轮胎的正在从物美价廉的低端产品向具有品牌力的中高端消费品迈进。尤其是赛轮轮胎，在本次“双反”调查中，获得的综合税率最低，与普利司通（越南）等头部企业一样，反倾销税率为 0，这将成为公司非常有利的竞争优势，未来公司在美国市场的竞争中或将占得先机，进一步抢占市场且获得更高利润空间。

表1：美国“双反”终裁中，针对赛轮轮胎的综合税率最低

地区	轮胎企业	反补贴初裁税率	反倾销初裁税率	合计	反补贴终裁税率	反倾销终裁税率	合计	变化幅度
越南	赛轮轮胎	6.23%	0.00%	6.23%	6.23%	0.00%	6.23%	0.00%
	锦湖	10.08%	0.00%	10.08%	7.89%	0.00%	7.89%	-2.19%
	普利司通	6.77%	0.00%	6.77%	6.46%	0.00%	6.46%	-0.31%
	建大轮胎	6.77%	0.00%	6.77%	6.46%	0.00%	6.46%	-0.31%
	优科豪马	6.77%	0.00%	6.77%	6.46%	0.00%	6.46%	-0.31%
	其他	6.77%	22.30%	29.07%	6.46%	22.30%/22.27%	28.76%/28.73%	-0.31%/-0.34%
韩国	韩泰	0%	38.07%	38.07%	0%	27.05%	27.05%	-11.02%
	耐克森	0%	14.24%	14.24%	0%	14.72%	14.72%	0.48%
	其他	0%	27.81%	27.81%	0%	21.74%	21.74%	-6.07%
中国台湾	正新	0%	52.42%	52.42%	0%	20.04%	20.04%	-32.38%
	南港	0%	98.44%	98.44%	0%	101.84%	101.84%	3.40%
	其他	0%	88.82%	88.82%	0%	84.75%	84.75%	-4.07%
泰国	玲珑轮胎	0%	22.21%	22.21%	0%	21.09%	21.09%	-1.12%
	住友	0%	13.25%	13.25%	0%	14.62%	14.62%	1.37%

地区	轮胎企业	反补贴初裁税率	反倾销初裁税率	合计	反补贴终裁税率	反倾销终裁税率	合计	变化幅度
	其他	0%	16.66%	16.66%	0%	17.08%	17.08%	0.42%

数据来源：International Trade Administration、U.S. Department of Commerce、开源证券研究所

2、ITC 最终结果将于 7 月初公布，当前时点基本尘埃落定

根据 ITA 网站公布的时间节点，美国时间 7 月 5 日 ITC 将公布其终裁结果，7 月 12 日正式执行。根据 ITA 官网信息，ITC 在其中的作用是对 DOC 终裁结果进行审查，判断行业是否由于倾销和补贴而被造成损害，而不是对税率进行重新裁定。若经审查不成立，则终止此次“双反”调查；若 ITC 的审查意见表示成立，则 DOC 将正式发布公告并开始执行。“双反”调查的执行期是 5 年，自“双反”令正式发布计算起的每 12 个月内，公司还需经历一次复审，如果公司反倾销税率被裁定为 0%，则不必参与复审。5 年后，DOC 必须进行日落复审，以裁定是否继续保持“双反”税率还是做出撤销决定。基于当前时间点的流程解读以及公司在本次“双反”调查中所展现出来的应对能力，我们认为公司的“双反”税率基本尘埃落定，我们坚定看好公司长期的竞争力、成长性和发展潜力。

图1：ITC 将于美国时间 7 月 5 日公布最终结果，当前时点基本尘埃落定

Case Calendar		
Event	AD Investigation(s)	CVD Investigation(s)
Petition(s) Filed	May 13, 2020	May 13, 2020
DOC Initiation Date	June 22, 2020	June 22, 2020
ITC Preliminary Determination(s)	July 17, 2020	July 17, 2020
DOC Preliminary Determination(s)	December 29, 2020	October 30, 2020
DOC Final Determination(s)	May 21, 2021	May 21, 2021
ITC Final Determination(s)	July 5, 2021	July 5, 2021
Issuance of Order(s) [1]	July 12, 2021	July 12, 2021

[1] This will take place only in the event of affirmative final determinations from Commerce and the International Trade Commission (ITC).
 Note: Commerce preliminary and final determination deadlines are governed by statute. For AD investigations, the deadlines are set forth in section 733(b) and 735(a)(1) of the Tariff Act of 1930, as amended (the Act). For CVD investigations, the deadlines are set forth in sections 703(b) and 705(a) of the Act.

资料来源：International Trade Administration、U.S. Department of Commerce

3、公司扩张提速铸造广阔盈利空间，走上国际舞台角逐万亿赛道

本次美国“双反”终裁结果基本在预期之内，公司在未来高速发展的 5 年间，将凭借税率优势和扩张速度加速崛起。如前文所说，“双反”调查的执行期是 5 年，5 年后，DOC 必须进行日落复审，以裁定是否继续保持“双反”税率还是做出撤销决定。公司取得本次“双反”的最低综合税率为未来的 5 年发展打下了坚实的基础，公司未来的 5 年也将成为公司高速腾飞、向全球头部轮胎企业地位发起挑战的 5 年。目前公司已建成青岛、东营、沈阳及越南四大轮胎生产基地。2020-2023 年，公司加快扩产步伐，分别投资建设“沈阳年产 300 万条全钢轮胎项目”、“越南 300 万条半钢轮胎+100 万条全钢轮胎+5 万吨非公路轮胎项目”、“潍坊 120 万条全钢+600 万条

半钢轮胎项目”、“柬埔寨 500 万条半钢轮胎项目”，随着上述项目的投产，公司的产能将会更上一层楼。结合公司公告，并考虑到生产后期技术改良会给产能带来新增量，我们预计 2023 年公司轮胎年产能将突破 8,000 万条。在中国轮胎强势的崛起背景下，公司提前布局产能将为公司铸造广阔盈利空间，将逐步走上国际舞台角逐万亿赛道。我们认为，赛轮轮胎作为国产轮胎行业冉冉升起希望之星，大力加码国内外产能，公司扩张再提速，展现出一如既往的高成长性，未来将凭借优异的产品质量、全方位的品牌推广、高研发投入和较低的“双反”税率，在中国轮胎强势的崛起背景下，将逐步走上国际舞台角逐万亿赛道。

4、盈利预测与投资建议

我们维持盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润为 20.90 亿元、27.73 亿元、31.88 亿元，EPS 分别为 0.68、0.90、1.04 元/股，当前股价对应 2021-2023 年 PE 为 15.7、11.8、10.3 倍，维持“买入”评级。

5、风险提示

产能释放不及预期、下游需求萎靡、“双反”等贸易摩擦加剧。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	8471	10306	12042	14509	16413
现金	3812	4369	4558	5411	6275
应收票据及应收账款	1566	1890	2699	3369	3463
其他应收款	15	20	39	78	53
预付账款	176	303	164	430	306
存货	2229	2656	3957	4502	5343
其他流动资产	672	1067	625	719	973
非流动资产	9407	10750	12830	15578	17060
长期投资	430	590	744	937	1117
固定资产	6407	7353	9376	11658	13022
无形资产	474	565	543	500	459
其他非流动资产	2096	2242	2167	2483	2462
资产总计	17877	21056	24872	30087	33473
流动负债	8467	10867	12272	14548	14407
短期借款	3687	2815	3218	3656	4025
应付票据及应付账款	3255	5164	6741	8227	7318
其他流动负债	1524	2888	2314	2665	3064
非流动负债	2001	1379	1723	2120	2721
长期借款	1904	1203	1602	2002	2601
其他非流动负债	97	176	121	118	120
负债合计	10468	12246	13995	16668	17128
少数股东权益	341	348	365	403	438
股本	2700	2699	3064	3064	3064
资本公积	1463	1745	1745	1745	1745
留存收益	3062	4284	5806	7931	10333
归属母公司股东权益	7068	8462	10512	13016	15907
负债和股东权益	17877	21056	24872	30087	33473

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2009	3423	3718	4194	2996
净利润	1191	1521	2107	2811	3223
折旧摊销	779	770	862	991	1219
财务费用	252	336	277	359	378
投资损失	-51	11	-24	-26	-23
营运资金变动	-691	464	491	67	-1796
其他经营现金流	528	321	6	-7	-6
投资活动现金流	-1363	-1950	-2658	-3749	-2727
资本支出	1238	1547	2099	2465	1341
长期投资	-7	-376	-154	-175	-180
其他投资现金流	-133	-778	-713	-1459	-1567
筹资活动现金流	584	-1716	-872	407	595
短期借款	123	-873	403	438	369
长期借款	1454	-701	399	399	599
普通股增加	-1	-1	365	0	0
资本公积增加	-164	282	0	0	0
其他筹资现金流	-827	-423	-2039	-430	-374
现金净增加额	1262	-332	189	853	864

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	15128	15405	20168	26793	30628
营业成本	11216	11214	14881	19457	22152
营业税金及附加	74	59	101	134	153
营业费用	1014	796	1109	1742	2052
管理费用	592	790	1129	1393	1593
研发费用	320	348	605	804	919
财务费用	252	336	277	359	378
资产减值损失	-342	-134	-242	-188	-184
其他收益	28	39	35	33	34
公允价值变动收益	-2	0	-0	-0	-1
投资净收益	51	-11	24	26	23
资产处置收益	-1	5	2	4	3
营业利润	1335	1754	2370	3155	3623
营业外收入	13	9	11	10	10
营业外支出	26	41	34	34	32
利润总额	1322	1721	2347	3131	3601
所得税	131	200	240	320	378
净利润	1191	1521	2107	2811	3223
少数股东损益	-4	29	17	38	35
归母净利润	1195	1491	2090	2773	3188
EBITDA	2337	2610	3304	4240	4954
EPS(元)	0.39	0.49	0.68	0.90	1.04

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	10.5	1.8	30.9	32.9	14.3
营业利润(%)	81.7	31.3	35.1	33.1	14.9
归属于母公司净利润(%)	78.9	24.8	40.1	32.6	15.0
获利能力					
毛利率(%)	25.9	27.2	26.2	27.4	27.7
净利率(%)	7.9	9.7	10.4	10.3	10.4
ROE(%)	16.1	17.3	20.0	21.5	20.2
ROIC(%)	10.7	11.4	14.2	15.4	14.5
偿债能力					
资产负债率(%)	58.6	58.2	56.3	55.4	51.2
净负债比率(%)	30.6	16.7	6.9	6.9	8.2
流动比率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	9.3	8.9	8.8	8.8	9.0
应付账款周转率	3.2	2.7	2.5	2.6	2.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.49	0.68	0.90	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	1.12	1.21	1.37	0.98
每股净资产(最新摊薄)	2.31	2.76	3.31	4.13	5.07
估值比率					
P/E	27.4	22.0	15.7	11.8	10.3
P/B	4.6	3.9	3.2	2.6	2.1
EV/EBITDA	15.0	13.1	10.2	8.0	6.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn