

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

谋定而动扩建海外新厂，需求拉动抢占欧美市场！

2021年5月31日

事件:北京时间2021年5月31日晚间，公司发布公告，公司召开第五届董事会第二十一次会议，审议通过了《关于全资子公司追加投资的议案》。对“柬埔寨投资建设年产500万条半钢子午线轮胎项目”追加投资111,201万元人民币(折合17,108万美元)，追加投资后的项目投资总额为228,963万元人民币(折合35,225万美元)，项目建设完成后将具备900万条半钢子午线轮胎的年生产能力。

点评:

- **谋定而动赛轮速度，柬埔寨产能大增400万。**2021年3月28日，公司公告投资11.7亿元在柬埔寨建立公司的第二海外生产基地，项目为500万条半钢子午线轮胎。根据公司5月31日公告，公司追加11.1亿元投资，总投资22.8亿元，柬埔寨项目产能增加400万条达到900万条/年。根据项目可行性报告，柬埔寨项目建设周期24个月，预计2022年投产，投产后满产时预计实现年收入22.7亿元，年净利润3.7亿元。而从公司的最近的海外投产工厂越南ACTR的建设经验来看，公司在2018年12月13日公布对外投资建设240万条全钢胎项目，2019年11月即投入试生产，在2019年年报中，截止2019年12月31日在建工程完成进度80%，2020年上半年受到疫情影响关键设备调试进度有所影响，但2020年下半年仍正式达产，2020年ACTR工厂贡献113万条产量。如果不考虑疫情影响，公司在1年的时间即实现了海外工厂的顺利满产，彰显了赛轮谋定而动的风格，再创赛轮在行业领先的速度记录。我们认为，公司在柬埔寨的工厂从地理位置上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，公司有望提前投产！
- **东南亚双反落地，美国需求大爆发！**2020年12月30日，美国对东南亚及中国台湾地区双反调查初裁结果出炉，越南成为此次双反调查区域中税率最低的地区。2021年5月25美国ITC网站公告了美国商务部DOC的双反调查终裁结果，基本维持了2020年12月30日的初裁结果，赛轮的越南公司对美出口乘用车轮胎依然是0反倾销税率。从美国双反初裁开始，根据美国海关数据，2020年1季度，美国单季度从泰国进口乘用车及轻卡轮胎同比减少202万条，中国台湾减少106万条，韩国减少12万条，而越南同比增加26万条，尽管从越南进口的轮胎同比增加，但与其他地区的减少相比，仍然存在着巨大的缺口。这也使得美国市场的价格大幅提升，根据轮胎商业网报道，倍耐力轮胎自2021年7月开始对美国市场将根据生产线和轮胎尺寸的不同，提价6%。这是自2021年4月15日以来，倍耐力针对美国市场的第二次涨价。轮胎巨头米其林再度发布涨价通知，拟定于2021年7月1日起，将其在北美地区(美国和加拿大)地区销售的轿车以及轻卡替换轮胎价格提涨6%。普利司通、固特异、德国马牌等国际一线品牌均纷纷涨价。在美国进口需求缺口巨大及终端市场涨价的推动下，赛轮积极布局低税率地区的产能，在建设越南三期的同时，追加对柬埔寨工厂的投资，积极抢高

盈利的美国市场份额！

- **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、263.9、304.5 亿元，同比增长 32.5%、29.29%、15.39%，归属母公司股东的净利润分别为 20.95、27.6、34.06 亿元，同比增长 40.49%、31.72%、23.4%，2021-2023 年摊薄 EPS 分别达到 0.68 元，0.9 元和 1.11 元。对应 2021 年的 PE 为 16 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
营业收入(百万元)	15128	15405	20411	26390	30451
增长率 YoY %	10.55%	1.83%	32.50%	29.29%	15.39%
归属母公司净利润(百万元)	1195	1491	2095	2760	3406
增长率 YoY%	78.88%	24.79%	40.49%	31.72%	23.40%
毛利率%	25.86%	27.21%	26.38%	26.48%	26.98%
净资产收益率 ROE%	17.87%	19.21%	20.88%	21.24%	21.19%
EPS(摊薄)(元)	0.39	0.49	0.68	0.90	1.11
市盈率 P/E(倍)	27	22	16	12	10
市净率 P/B(倍)	4.64	3.87	2.82	2.28	1.84

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 5 月 31 日收盘价



资产负债表					单位:百万元	利润表					单位:百万元	
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
流动资产	8471	10306	15595	19251	22768	营业收入	15,128	15,405	20,411	26,390	30,451	
货币资金	3812	4369	6857	8590	10831	营业成本	11,216	11,214	15,026	19,402	22,235	
应收票据	1	1	2	2	2	营业税金及附加	74	59	93	120	139	
应收账款	1827	2247	2503	3236	3734	销售费用	1,014	796	1,143	1,372	1,583	
预付账款	176	303	406	525	601	管理费用	592	790	919	1,188	1,370	
存货	2229	2656	3559	4596	5267	研发费用	320	348	461	595	687	
其他	425	729	2268	2302	2331	财务费用	252	336	220	366	317	
非流动资产	9407	10750	10394	12544	15259	减值损失合计	401	142	219	262	289	
长期股权投资	430	590	590	590	590	投资净收益	51	-11	27	22	13	
固定资产	6407	7353	6622	8079	10251	其他	25	44	33	36	35	
无形资产	474	565	587	615	650	营业利润	1,335	1,754	2,391	3,144	3,877	
其他	2096	2242	2595	3260	3768	营业外收支	-13	-33	-19	-21	-23	
资产总计	17877	21056	25989	31795	38027	利润总额	1,322	1,721	2,371	3,123	3,854	
流动负债	8467	10867	12648	14694	16020	所得税	131	200	276	363	448	
短期借款	3687	2815	2815	2815	2815	净利润	1,191	1,521	2,095	2,760	3,406	
应付票据	1676	3185	4268	5510	6315	少数股东损益	-4	29	0	0	0	
应付账款	1579	1979	2652	3424	3924	归属母公司	1,195	1,491	2,095	2,760	3,406	
其他	1524	2888	2914	2945	2966	EBITDA	2,360	2,664	3,336	4,234	5,206	
非流动负债	2001	1379	1379	2379	3879	EPS (当期)	0.44	0.55	0.68	0.90	1.11	
长期借款	1904	1203	1203	2203	3703							
其他	97	176	176	176	176							
负债合计	10468	12246	14028	17073	19899							
少数股东权益	341	348	348	348	348							
归属母公司	7068	8462	11614	14374	17779							
负债和股东权益	17877	21056	25989	31795	38027							
重要财务指标						单位:百万元	现金流量表					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E		经营活动现金流	2009	3415	3522	3960	4780
营业收入	15128	15405	20411	26390	30451	净利润	1191	1521	2095	2760	3406	
同比	10.55	1.83%	32.50%	29.29%	15.39%	折旧摊销	779	770	774	900	1080	
归属母公司净利润	1195	1491	2095	2760	3406	财务费用	258	173	190	210	271	
同比	78.88	24.79%	40.49%	31.72%	23.40%	投资损失	-51	11	-27	-22	-13	
毛利率 (%)	25.86	27.21%	26.38%	26.48%	26.98%	营运资金变动	-691	464	312	-87	-200	
ROE%	17.87	19.21%	20.88%	21.24%	21.19%	其它	522	476	177	199	236	
EPS(摊薄)(元)	0.39	0.49	0.68	0.90	1.11	投资活动现金流	-1363	-1950	-1900	-3017	-3768	
P/E	27	22	16	12	10	资本支出	-1206	-1535	-1928	-3039	-3781	
P/B	4.64	3.87	2.82	2.28	1.84	长期投资	-52	-9	27	22	13	
	14.79	12.99	11.54	9.33	7.88	其他	-105	-406	0	0	0	
EV/EBITDA						筹资活动现金流	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	
						现金流净增加额	1262	-332	2488	1733	2241	

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
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@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； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

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。