



Research and
Development Center

温故而知新，洞悉真趋势！

—赛轮轮胎(601058)点评报告

2021年6月14日

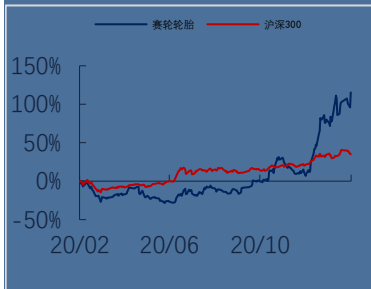
张燕生 化工行业首席分析师
S1500517050001
+86 10 83326847
zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 化工行业分析师
S1500520080002
+86 10 83326848
hongyingdong@cindasc.com

证券研究报告
温故而知新，洞悉真趋势！
公司研究

2021年06月14日

公司点评报告
本期内容提要：
赛轮轮胎 (601058)
投资评级 买入

上次评级 买入


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	9.48
52 周内股价波动区间 (元)	10.51-3.49
最近一月涨跌幅 (%)	14.6
总股本 (亿股)	30.64
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	290.00

资料来源：信达证券研发中心

◆**历史回首：**2014 年是中国本土对美出口乘用车轮胎巅峰，2015 年被美国双反之后国内开工率出现了明显的同比下滑。轮胎企业业绩也出现连续下滑的趋势，赛轮、玲珑的业绩却出现了反转向。因为他们还可以进入美国市场，并且在绝大部分的中国同业退出美国市场后，他们可以更有利的抢占美国市场份额，而秘籍就是它们有海外工厂。

◆**海外工厂成为主要利润源泉：**至 2020 年，赛轮越南贡献了 13.6 亿利润，泰国玲珑贡献了 15.8 亿利润，都超过了 2020 年两家公司扣非归母净利润的四分之三。

◆**温故而知新，2021 年新机遇：**2021 年的情况就仿佛回到了 2015 年，中国还是生产大国而非消费大国，全球最大消费市场之门的开合会波及到行业内每个企业的业绩枯荣。今天，我们认为在海外布局、国际化经营更加优秀的赛轮轮胎处于更有利的竞争位置。2021 年美国市场由于对外的双反再次出现需求的缺口，美国人不会因为没轮胎而把车停下，然而对于高性价比轮胎的需求可以暂时抑制，但当产品的供应重新跟上时则会恢复。因此赛轮轮胎从 2020 年底就储备了海外工厂能够快速落地的扩张行动计划。今年 1-4 月的美国海关数据也能证明赛轮管理层眼光的准确。2021 年不是全行业卧薪尝胆的时刻，对赛轮而言，是厚积薄发之后的新起点。

◆**谋定而动，赛轮产能扩张计划：**2021 年以来，赛轮明显加快了新建产能扩张计划，不仅加速建设越南三期，同时柬埔寨产能也从年初的 500 万条提升至 900 万条。

◆**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 14 倍，维持“买入”评级。

- ◆**风险因素：**
- 1、新项目建设不及预期的风险
 - 2、天然橡胶价格短期大幅波动的风险
 - 3、全球疫情导致的出行需求下降风险

重要财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入(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)	24	19	14	11	9
市净率 P/B(倍)	4.11	3.43	2.50	2.02	1.63

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 06 月 11 日收盘价

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

目录

投资聚焦.....	4
2015 年开始美国对中国轮胎双反.....	5
2015 年前后的中国轮胎行业.....	6
海外工厂成为主要利润源泉.....	7
温故而知新, 2021 年新机遇.....	9
赛轮扩张计划.....	12
投资评级.....	13
风险因素.....	13

表目录

表 1: 美国对东南亚双反调查终裁税率 (%).....	9
表 2: 美国进口乘用车和轻卡轮胎数量 (万条).....	10
表 3: 赛轮新增产能 (万条).....	12
表 4: 赛轮各工厂产能利用率.....	13

图目录

图 1: 美国进口中国乘用车及轻卡轮胎金额 (亿美元) 和数量 (万条).....	5
图 2: 中国轮胎行业半钢胎开工率.....	6
图 3: A 股轮胎上市公司扣非归母净利润 (亿元).....	6
图 4: 赛轮越南、玲珑泰国公司净利润 (亿元).....	8
图 5: 美国进口中国、泰国乘用车及轻卡轮胎数量 (万条).....	9
图 6: 美国进口越南卡车轮胎数量 (万条).....	10

投资聚焦

今年国内轮胎行业年初经历了一轮天然橡胶价格的剧烈波动，不过近期橡胶价格已经回归正常；年初开始就出现了海运紧张、运费高涨，至今仍没有缓解，至少要维持到三季度。这两条还可以说是短期困难。但除此之外，市场需求不及预期，经销商胀满库存，价格战激烈，开工率下降，似乎轮胎行业要从去年的借疫情翻身实现进口替代的香饽饽一下坠入了冰窖。转变得突然，让人摸不着头脑。

然而另一面，普利司通宣布 7 月 1 日起提高北美地区销售的乘用车及轻卡轮胎价格，调价幅度 8%。这是该品牌今年第三次提高北美地区轮胎价格。此前的两次涨价时间，分别为 1 月 1 日和 5 月 1 日。今年还有多家轮胎厂商，宣布在北美地区涨价。其中，倍耐力轮胎在 4 月的涨幅，为 7%；7 月 1 日起，该品牌轮胎还会上涨 6%。固特异、邓禄普的乘用车和轻卡轮胎，在 6 月份宣布涨价，涨幅为 8%。同期还有米其林、德国大陆、印度的阿波罗轮胎、韩国的韩泰轮胎和日本的住友橡胶，都已宣布对北美地区轮胎调涨。

中美轮胎市场，由于今年美国的双反，出现了背离的枯荣趋势。

温故而知新，2021 年的情况就仿佛回到了 2015 年，我们还是生产大国而非消费大国，全球最大消费市场之门的开合会波及到行业内每个企业的业绩增减。2021 年，经过 5 年的分化，中国轮胎龙头们的实力已经有了长足的进步，抵御风险的能力也都大幅提升，为应对美国市场贸易政策的变化，龙头们也都有建设第二海外工厂规避风险的前瞻准备。经过未来一两年的蛰伏期，我们相信中国轮胎龙头们走到全球轮胎行业舞台中央的脚步不会停下。

不过，今天，我们认为在海外布局、国际化经营更加优秀的赛轮轮胎处于更有利的竞争位置。2021 年美国市场由于对外的双反再次出现需求的缺口，美国人不会因为缺少轮胎而把车停下，可以购买到传统大牌轮胎，缺口是结构性的。然而对于高性价比轮胎的需求可以暂时抑制，但当产品的供应重新跟上时则会恢复。因此赛轮轮胎从 2020 年底就储备了海外工厂能够快速落地的扩张行动计划。今年 1-4 月的美国海关数据也能证明赛轮管理层眼光的准确。

2021 年不是全行业卧薪尝胆的时刻，对赛轮而言，是厚积薄发之后的新起点。

2015 年开始美国对中国轮胎双反

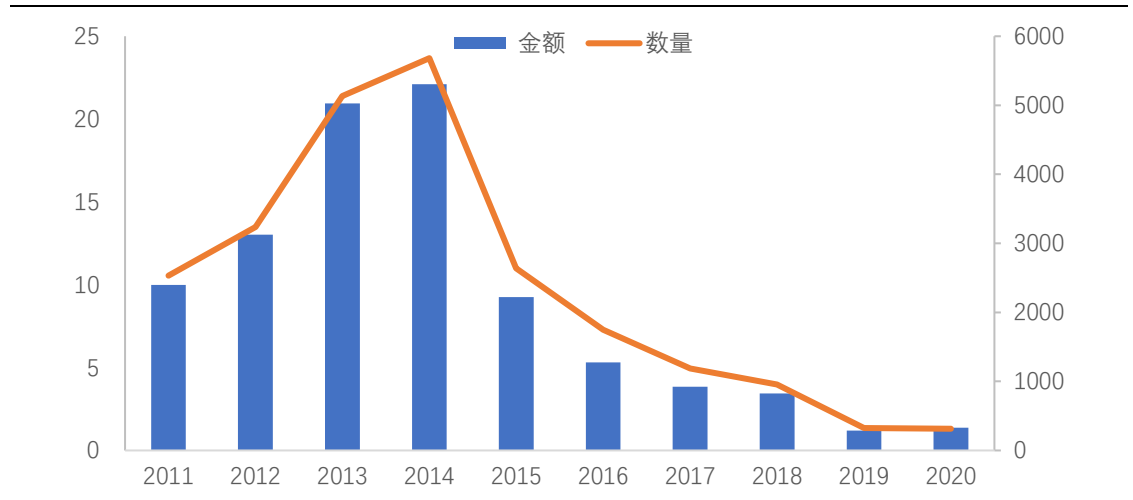
2014 年美国对进口自中国的乘用车及轻卡轮胎发起双反调查（反倾销、反补贴）。

历次美国对进口轮胎发起双反调查都是由钢铁工人协会提出申请，美国商务部负责调查和裁定税率，最终交由美国国际贸易委员会仲裁投票是否最终确立双反并征税。钢铁工人协会是美国最大的工会组织，不仅是钢铁业，而是涵盖了几乎整个制造业。以美国工人为出发点提出的申请，针对的是进口产品，最终目的是减少进口，保护美国本土的就业岗位。这种调查并加征关税，首要的矛头是指向进口数量最大的来源国，因为进口数量对美国本土就业岗位数量的影响最大，即便是固特异在中国工厂向美国出口也要被固特异美国本土的工人反对。发起调查后，拟被税企业可以提交材料应诉自证不存在对美不公平的倾销，一般在半年后美国商务部发布初裁的税率结果，并在宣布时刻起按照初裁税率征税。此后又有近半年的时间，被税企业仍可以复议。最后美国商务部对税率做出终裁，交美国国际贸易委员仲裁，仲裁判断此次双反成立与否，成立则继续按照美国商务部定下的税率征税，期限 5 年；不成立则全盘推翻此次调查，退还已经征收的反倾销、反补贴税，这种需要退税情况出现的概率可想而知。

像其它制造业上面的中国效率优势一样，轮胎制造在中国快速发展。到了 2014 年，美国乘用车其轻卡替换轮胎市场上，一半产品来自美国自产，四分之一来自中国，剩下四分之一来自所有其它对美出口国家。虽然这四分之一来自中国的产品不都是中国企业的，但这在美国轮胎工人眼里是没差别的，要限制来自中国的进口。

2015 年 1 月美国商务部做出了初裁，2015 年 7 月做出了终裁。对美出口的中国轮胎企业被加征的税率略有差异，但大体上一般税率是反补贴税 30.87%，保证金率 30.61%，反倾销税 25.3%。

图 1：美国进口中国乘用车及轻卡轮胎金额（亿美元）和数量（万条）



资料来源：美国海关，信达证券研发中心

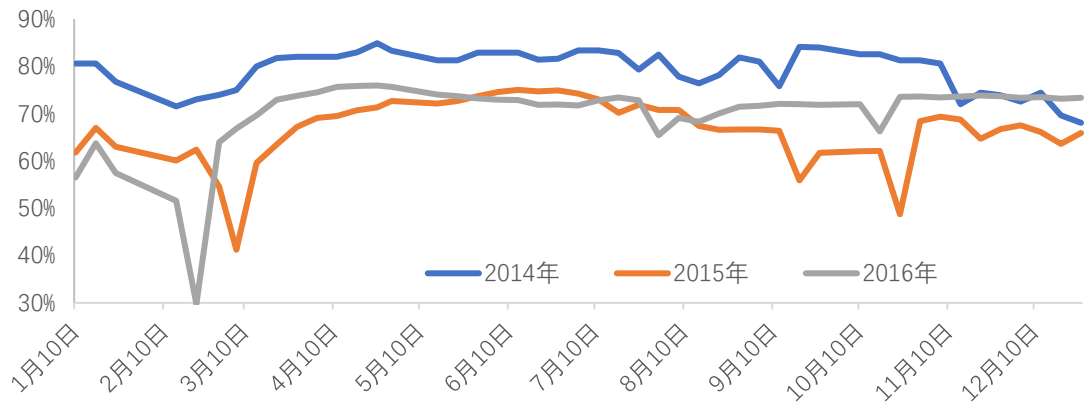
2014 年中国向美国出口乘用车其轻卡轮胎的峰值是 5683 万条，2015 年同比下滑了 54%，并且没有止住下滑的趋势，到了 2020 年比当年的峰值下降了 94%，中国本土乘用车及轻卡轮胎已经基本退出了美国市场。

并且从对美出口的金额和数量可以算出，2014 年我国对美出口的乘用车和轻卡轮胎的均价是 39 美元/条，2015 年下降到 35 美元/条，2016 年下降到 30 美元/条。在加征双反关税后，税由供需双反共同分担，但是改变不了减量，这也是美国工会发起调查的核心目的。

2015 年前后的中国轮胎行业

2014 年对美出口乘用车轮胎巅峰，2015 年被美国双反之后的中国轮胎行业产生了什么变化呢？首先毫无疑问的，国内半钢胎开工率出现了明显的同比下滑。

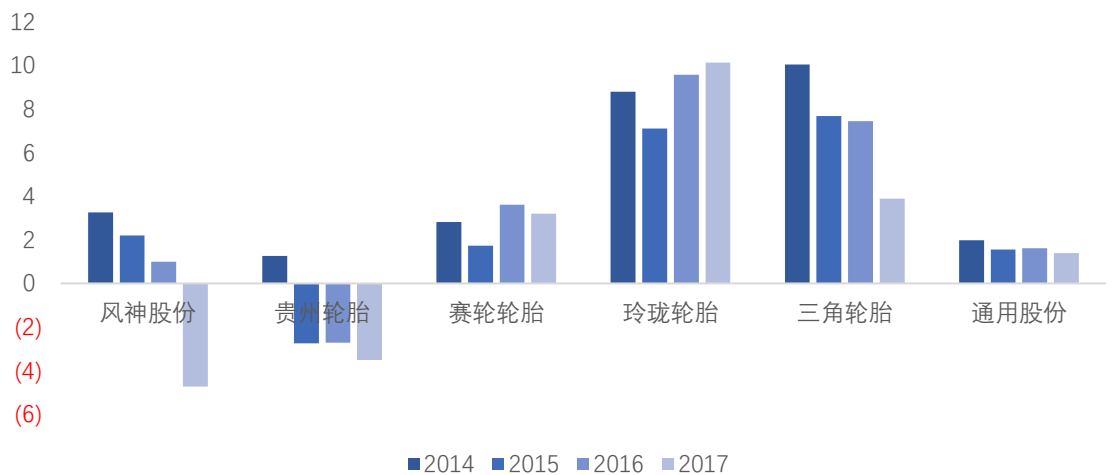
图 2：中国轮胎行业半钢胎开工率



资料来源：万得，信达证券研发中心

从几个上市公司的扣非归母净利润来看，风神、贵轮、赛轮、玲珑、三角、通用股份 2015 年的利润都出现了同比下滑。美国是全球最大的乘用车轮胎消费市场，这个市场对中国企业关上大门的话，影响是不容忽视的。上面这些企业不都对美出口乘用车轮胎，甚至有些是只生产销售卡车轮胎的，但也不能置身事外。因为对美出口乘用车轮胎受阻的企业会将产品投入非美市场，所有生产乘用车轮胎的企业都会感觉到竞争加剧；竞争加剧导致利润下降，同时生产乘用车、卡车轮胎的企业会将更多的业绩期望转向卡车轮胎，所以只生产卡车轮胎的企业也会被裹挟到这场更激烈的竞争中。用今天的话说，就是发生了“内卷”。

图 3：A 股轮胎上市公司扣非归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

这个业绩下滑的趋势没有在 2015 年止步，而是继续延续到 2016、2017 年，而上图可以看出赛轮、玲珑是例外，他们的业绩出现了反转向。因为他们还可以进入美国市场，并且在绝大部分的中国同业退出美国市场后，他们可以更有利的抢占美国市场份额，而秘籍就是他们有海外工厂。

海外工厂成为主要利润源泉

中国轮胎企业到海外设立工厂，第一个是赛轮轮胎 2012 年越南建厂，第二个是玲珑轮胎 2013 年泰国建厂，至今在海外建成投产的企业包括在泰国的玲珑、中策、森麒麟、双钱、通用股份、浦林成山和在越南的赛轮。

东南亚建厂不是因为东南亚成本低，也不是为了开拓东南亚市场。东南亚工厂是生产基地，而市场在地球另一面。

2015 年美国用双反阻断中国本土乘用车轮胎对美出口。

2017 年美国用双反阻断中国本土卡车轮胎对美出口。

2018 年欧盟用双反阻断中国本土卡车轮胎对欧盟出口。

在中国轮胎生产企业角度看是贸易壁垒，在欧美市场角度看，则是一场供给侧改革，减少了市场上的大量的低成本供应者。供给侧改革的威力我们都不陌生，一定会导致竞争减弱、产品价格水平提升。所以美国的乘用车轮胎、美国的卡车轮胎、欧盟的卡车轮胎市场会成为高价格水平市场。中国轮胎企业设立海外工厂的目的就是为了进入这 3 个市场。海外工厂的全钢胎产能是为了生产产品进入欧美，海外工厂的半钢胎产能是为了生产产品进入美国。

上市公司定期报告中不强制披露收入的国别分布，不过我们可以从赛轮、玲珑、森麒麟的增发答证监会反馈意见回复函和招股说明书等特殊事件公告中找到。

赛轮轮胎 2019 年销往美国的自产轮胎收入为 41.2 亿元，其中 82% 为赛轮越南工厂销往美国 33.8 亿元。这 33.8 亿美国收入中 23.5 亿元来自乘用车与轻卡轮胎，10.3 亿来自卡车及工程机械轮胎。赛轮越南工厂 2019 年的总收入为 38.7 亿元。

玲珑轮胎 2019 年销往美国的自产轮胎收入为 34.4 亿元，其中 87% 为玲珑泰国工厂销往美国 30 亿元。玲珑泰国厂 2019 年的总收入为 50.8 亿元，其中乘用车轮胎收入 35.4 亿元。

森麒麟轮胎 2019 年销往美国的自产轮胎收入为 27.2 亿元，主要由泰国工厂承担对美出口任务，2019 年泰国工厂收入 25.5 亿元。森麒麟只有乘用车及轻卡轮胎。

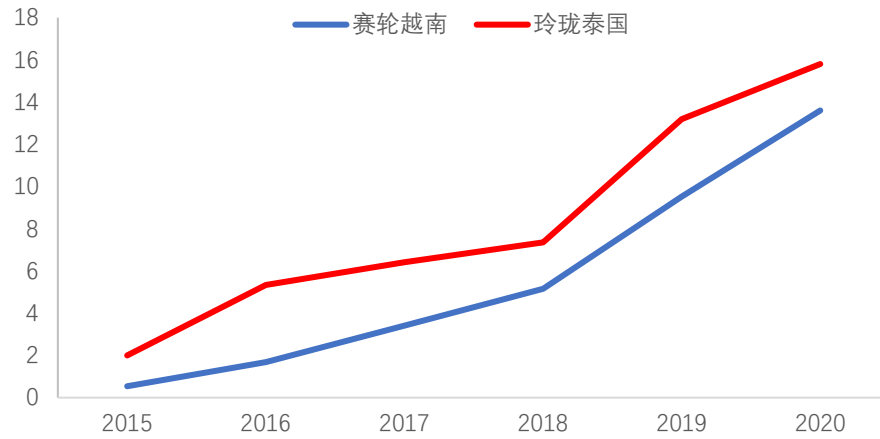
由上面数据可以看出：

- 1、各家公司的美国收入绝大部分通过海外工厂实现。
- 2、各家海外工厂的收入一半以上来自乘用车轮胎。
- 3、各家海外工厂的乘用车轮胎收入绝大部分来自美国。

中国轮胎行业最先在海外设厂的赛轮、玲珑能够进入美国市场，获得了丰厚的利润回报，同时可以利用利润进行研发产品升级和规模滚动发展。

至 2020 年，赛轮越南贡献了 13.6 亿利润，泰国玲珑贡献了 15.8 亿利润，都超过了 2020 年两家公司扣非归母净利润的四分之三。

图 4: 赛轮越南、玲珑泰国公司净利润 (亿元)

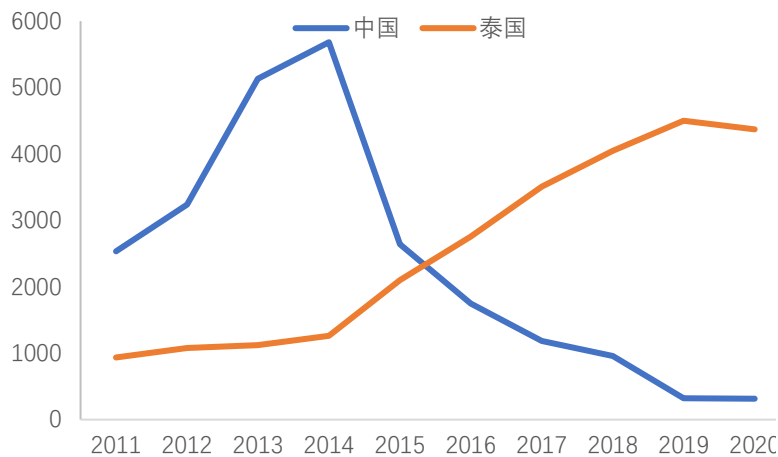


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

温故而知新，2021 年新机遇

2015 年开始中国本土乘用车及轻卡轮胎失去对美出口后，泰国对美出口快速增长，2016 年超过中国，2019 年达到峰值 4500 万条，是对美出口轮胎第一大国。

图 5: 美国进口中国、泰国乘用车及轻卡轮胎数量 (万条)



资料来源: 美国海关, 信达证券研发中心

2020 年 5 月, 美国钢铁工人协会提出对泰国、台湾、韩国、越南对美出口乘用车及轻卡轮胎的双反调查。2020 年 12 月 30 日美国商务部公布了初裁税率并开始执行, 2021 年 5 月 21 日美国商务部做出了终裁, 基本维持了初裁税率。交由美国国际贸易委员会仲裁, 将于 7 月初投票并公布结果, 但是结果已经几无悬念。

表 1: 美国对东南亚双反调查终裁税率 (%)

国家和地区	公司	反倾销税	反补贴税
韩国	韩泰	27.05%	
	耐克森	14.72%	
	其它	21.74%	
台湾	正新	20.04%	
	南港	101.84%	
	其它	84.75%	
泰国	玲珑	21.09%	
	住友	14.62%	
	其它	17.08%	
越南	赛轮	0%	6.23%
	建大	0%	6.46%
	普利司通	0%	6.46%
	锦湖	0%	7.89%
	横滨	0%	6.46%
	其它	22.30%	6.46%

资料来源: 美国商务部, 信达证券研发中心

税率从 2021 年初已经开始执行, 美国海关数据显示, 1 到 4 月美国进口自泰国的乘用车和轻卡轮胎数量同比 2020 年同期减少了 11%, 台湾同比减少 42%, 韩国同比减少 10%, 而越南同比增长了 13%。从变化的绝对数量上, 1-4 月泰国出口乘用车和轻卡轮胎到美国的数量同比减少了 162 万条, 台湾减少了 136 万条, 韩国减少了 59 万条, 而越南同比增加了 50 条。

表 2: 美国进口乘用车和轻卡轮胎数量 (万条)

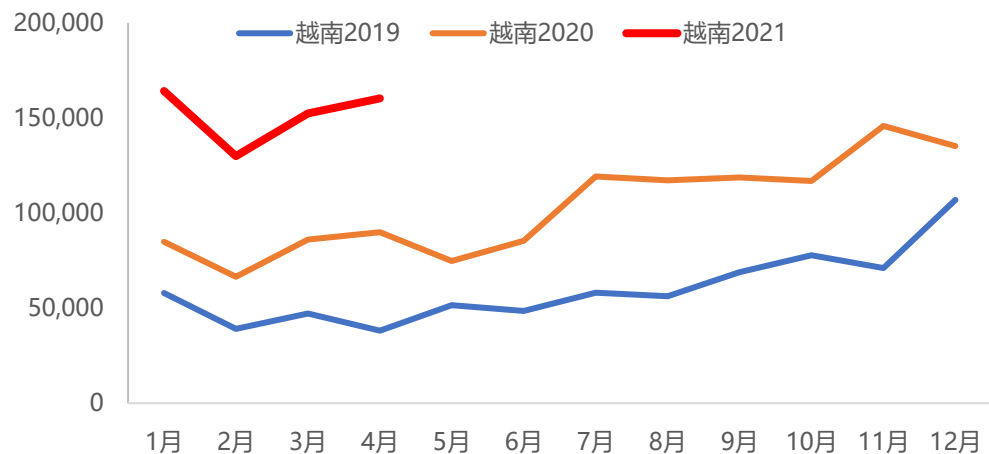
	2019年1-4月	2020年1-4月	2021年1-4月	2021同比2020 变化比例	2021同比2019 变化比例	2021同比2020 量变	2021同比2019 量变
全球	5949	5478	5986	9%	1%	509	37
越南	369	396	446	13%	21%	50	77
泰国	1437	1408	1247	-11%	-13%	-162	-190
台湾	291	323	187	-42%	-36%	-136	-104
韩国	699	600	541	-10%	-23%	-59	-158
墨西哥	453	455	700	54%	54%	245	247
印尼	489	431	584	36%	20%	153	95
加拿大	536	389	546	40%	2%	157	10
中国	123	74	155	109%	26%	81	32

资料来源: 美国海关, 信达证券研发中心

今年 1-4 月对美出口乘用车和轻卡轮胎同比增长幅度和数量最大的是墨西哥、加拿大和印尼, 这些地区都没有本国的大型轮胎企业, 也没有中国企业的工厂, 而是有普利司通、固特异等全球传统轮胎巨头的工厂, 这些工厂抓住了美国市场的需求缺口。即美国市场上对高性价比乘用车和轻卡轮胎的需求缺口被高端轮胎暂时填补。

2020 年越南对美出口乘用车和轻卡轮胎共计 1313 万条。赛轮越南工厂 2020 年有 1000 万条/年半钢胎产能, 产量 1049 万条。赛轮越南工厂 2020 年底技改逐步提升 300 万条/年的半钢胎产能, 因此能在 2021 年初增加对美出口, 抢占美国市场对高性价比轮胎的需求缺口。

另外, 在查询美国海关数据时, 我们顺带查询了越南出口美国的卡车轮胎数量。目前美国对中国卡车轮胎双反, 而对东南亚的卡车轮胎没有提出双反调查。

图 6: 美国进口越南卡车轮胎数量 (万条)


资料来源: 美国海关, 信达证券研发中心

2019 年越南对美出口卡车胎 72 万条, 2020 年 124 万条, 2021 年 1-4 月 61 万条同比增长 85%。

赛轮越南一二期工厂的卡车胎产能是 160 万条, 2019 年产量是 136 万条, 2020 年产量是 153 万条。

赛轮与美国固铂轮胎在越南建立合资公司 ACTR, 产能为 240 万条/年卡车胎, 赛轮股权比例 65%。ACTR 工厂在 2020 年下半年投产, 贡献了 113 万条产量。

前面分析过赛轮越南生产的卡车胎，目标市场是对中国本土卡车胎有双反壁垒的美国、欧盟市场。美国海关数据显示的今年 1-4 月来自越南的卡车胎数量同比增长 85%，就是因为今年 1-4 月赛轮越南的卡车胎产能同比去年同期翻倍。

今年国内轮胎行业年初经历了一轮天然橡胶价格的剧烈波动，不过近期橡胶价格已经回归正常；年初开始就出现了海运紧张、运费高涨，至今仍没有缓解，至少要维持到三季度。这两条还可以说是短期困难。但除此之外，市场需求不及预期，经销商胀满库存，价格战激烈，开工率下降，似乎轮胎行业要从去年的借疫情翻身实现进口替代的香饽饽一下坠入了冰窖。转变得突然，让人摸不着头脑。

然而另一面，普利司通宣布 7 月 1 日起提高北美地区销售的乘用车及轻卡轮胎价格，调价幅度 8%。这是该品牌今年第三次提高北美地区轮胎价格。此前的两次涨价时间，分别为 1 月 1 日和 5 月 1 日。今年还有多家轮胎厂商，宣布在北美地区涨价。其中，倍耐力轮胎在 4 月的涨幅，为 7%；7 月 1 日起，该品牌轮胎还会上涨 6%。固特异、邓禄普的乘用车和轻卡轮胎，在 6 月份宣布涨价，涨幅为 8%。同期还有米其林、德国大陆、印度的阿波罗轮胎、韩国的韩泰轮胎和日本的住友橡胶，都已宣布对北美地区轮胎调涨。

中美轮胎市场，由于今年美国的双反，出现了背离的枯荣趋势。

温故而知新，2021 年的情况就仿佛回到了 2015 年，我们还是生产大国而非消费大国，全球最大消费市场之门的开合会波及到行业内每个企业的业绩增减。2021 年，经过 5 年的分化，中国轮胎龙头们的实力已经有了长足的进步，抵御风险的能力也都大幅提升，为应对美国市场贸易政策的变化，龙头们也都有建设第二海外工厂规避风险的前瞻准备。经过未来一两年的蛰伏期，我们相信中国轮胎龙头们走到全球轮胎行业舞台中央的脚步不会停下。

不过，今天，我们认为在海外布局、国际化经营更加优秀的赛轮轮胎处于更有利的竞争位置。2021 年美国市场由于对外的双反再次出现需求的缺口，美国人不会因为缺少轮胎而把车停下，可以购买到传统大牌轮胎，缺口是结构性的。然而对于高性价比轮胎的需求可以暂时抑制，但当产品的供应重新跟上时则会恢复。因此赛轮轮胎从 2020 年底就储备了海外工厂能够快速落地的扩张行动计划。今年 1-4 月的美国海关数据也能证明赛轮管理层眼光的准确。

2021 年不是全行业卧薪尝胆的时刻，对赛轮而言，是厚积薄发之后的新起点。

赛轮扩张计划

自 2021 年以来，赛轮显著加快了新增产能的建设。

1. 2021 年 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. 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. 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！
4. 2021 年 5 月 31 日公司公告，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。

表 3: 赛轮新增产能 (万条)

厂区	项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
青岛	全钢胎					10			
	半钢胎		200						
	非公路轮胎		1.5	1	0.6	0.2	2.3		
东营	半钢胎	200	200			50	650		
沈阳	全钢胎		20		10	10	300		
越南	全钢胎		80	40	20	20			100
	半钢胎	200	220			100	200		300
	非公路轮胎		2	2.2		0.1	1.4		5
越南合资工厂	全钢胎					120	120		
潍坊	全钢胎						120		
	半钢胎						600		
柬埔寨	半钢胎							900	

资料来源：公司年报，公司公告，信达证券研发中心

本篇报告前面 80% 的篇幅都是在注解赛轮轮胎今年产能扩张的需求逻辑，产能扩张不一定能拉动业绩增长，也可能毁灭价值，有需求逻辑支撑的配合扩产才能推动业绩顺理成章的提升。

我们回顾公司过去的产能扩张，公司历来都是谋定而动之下的及时而前瞻性的布局。从近年产能利用率来看，近年产能扩张的同时产能利用率基本稳定上升，越南工厂的半钢胎和全钢胎产能利用率如今稳定在 90% 以上。由此可见，在这样需求推动方式下的产能扩张，既保证了公司的高速增长，也保证了公司的盈利持续性。

表 4: 赛轮各工厂产能利用率

厂区	项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
青岛	全钢胎	95%	99%	96%	97%	95%
	半钢胎	81%	80%	73%	79%	78%
	非公路轮胎	49%	85%	88%	80%	78%
东营	半钢胎	98%	72%	76%	79%	83%
沈阳	全钢胎	0%	93%	98%	100%	92%
越南	全钢胎	73%	70%	70%	97%	96%
	半钢胎		83%	93%	95%	95%
	非公路轮胎		55%	42%	54%	57%
越南合资工厂	全钢胎					94%

资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

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 14 倍, 维持“买入”评级。

风险因素

- 1、新项目建设不及预期的风险
- 2、天然橡胶价格短期大幅波动的风险
- 3、全球疫情导致的出行需求下降风险

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	19251	22768	
货币资金	3812	4369	6857	8590	10831	
应收票据	1	1	2	2	2	
应收账款	1827	2247	2503	3236	3734	
预付账款	176	303	406	525	601	
存货	2229	2656	3559	4596	5267	
其他	425	729	2268	2302	2331	
非流动资产	9407	10750	10394	12544	15259	
长期股权投资	430	590	590	590	590	
固定资产(合计)	6407	7353	6622	8079	10251	
无形资产	474	565	587	615	650	
其他	2096	2242	2595	3260	3768	
资产总计	17877	21056	25989	31795	38027	
流动负债	8467	10867	12648	14694	16020	
短期借款	3687	2815	2815	2815	2815	
应付票据	1676	3185	4268	5510	6315	
应付账款	1579	1979	2652	3424	3924	
其他	1524	2888	2914	2945	2966	
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	17073	19899	
少数股东权益	341	348	348	348	348	
归属母公司股东权益	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				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	15128	15405	20411	26390	30451	
同比(%)	10.55%	1.83%	32.50%	29.29%	15.39%	
归属母公司净利润	1195	1491	2095	2760	3406	
同比(%)	78.88%	24.79%	40.49%	31.72%	23.40%	
毛利率(%)	25.86%	27.21%	26.38%	26.48%	26.98%	
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	
P/E	24	19	14	11	9	
P/B	4.11	3.43	2.50	2.02	1.63	
EV/EBITDA	13.39	11.75	10.42	8.45	7.16	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	15,128	15,405	20,411	26,390	30,451	
营业成本	11,216	11,214	15,026	19,402	22,235	
营业税金及附加	74	59	93	120	139	
销售费用	1,014	796	1,143	1,372	1,583	
管理费用	592	790	919	1,188	1,370	
研发费用	320	348	461	595	687	
财务费用	252	336	220	366	317	
减值损失合计	401	142	219	262	289	
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	3,144	3,877	
营业外收支	-13	-33	-19	-21	-23	
利润总额	1,322	1,721	2,371	3,123	3,854	
所得税	131	200	276	363	448	
净利润	1,191	1,521	2,095	2,760	3,406	
少数股东损益	-4	29	0	0	0	
归属母公司净利润	1,195	1,491	2,095	2,760	3,406	
EBITDA	2,360	2,664	3,336	4,234	5,206	
EPS(当年)(元)	0.44	0.55	0.68	0.90	1.11	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	2009	3415	3522	3960	4780	
净利润	1191	1521	2095	2760	3406	
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	
营运资金变动	-691	464	312	-87	-200	
其它	522	476	177	199	236	
投资活动现金流	-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	liuchexu@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。