

## 2021年三季度点评:盈利压制因素有望缓解,“液体黄金”技术新突破

买入 (上调)

2021年11月04日

证券分析师 柳强

执业证号: S0600521050001

liuq@dwzq.com.cn

证券分析师 贺顺利

执业证号: S0600521080007

hesl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	15404.99	19106.87	25640.59	29826.97
同比 (%)	2%	24%	34%	16%
归母净利润 (百万元)	1491.46	1409.93	2017.82	3008.64
同比 (%)	25%	-5%	43%	49%
每股收益 (元/股)	0.62	0.46	0.66	0.98
P/E (倍)	23.66	31.87	22.27	14.94

**事件:** 公司发布 2021 年三季报, 前三季度实现营业收入 132.45 亿元, 同比+18.65%; 归母净利润 10.02 亿元, 同比-14.58%。其中第三季度单季营业收入 45.93 亿元, 同比+5.21%, 环比+2%; 归母净利润 2.99 亿元, 同比-44.49%, 环比-1.52%。

### 投资要点

■ **销量毛利率短期承压, 业绩符合我们预期:** 2020Q1-2021Q3, 公司单季度分别实现归母净利润 2.72 亿元、3.63 亿元、5.38 亿元、3.18 亿元、4 亿元、3.03 亿元、2.99 亿元。公司归母净利润同比下滑, 我们分析主要由于越南疫情及海运压力, 海运费提升, 原材料成本提升, 产品售价未完全顺价, 毛利率下滑。公司 2021 年第三季度毛利率 17.34%, 同比-10.39pct, 环比-4.4pct; 轮胎销售均价 382.4 元/条, 同比+15.1%, 环比+7.4%, 部分顺价; 销量 1083.45 万条, 同比-10.7%, 环比-3.7%。

■ **继续优化海内外产能结构:** 公司 2021 年第三季度末在建工程 19.63 亿元, 固定资产 75.73 亿元, 在建工程/固定资产实现 25.93%, 第三季度新增资本支出 1.66 亿元。公司在建项目包括青岛非公路胎, 东营 1500 万大轮辋高性能子午线轮胎, 沈阳年产 300 万套高性能智能化全钢载重子午线轮胎, 越南三期“年产 300 万条半钢子午线轮胎、100 万条全钢子午线轮胎及 5 万吨非公路轮胎项目”, 柬埔寨“年产 900 万条半钢子午线轮胎项目”及潍坊“年产 120 万条全钢子午线轮胎和 600 万条半钢子午线轮胎项目”。公司预计柬埔寨项目 2021 年底投产。随着公司产能提升及布局优化, 将更好地满足海内外市场需求, 提升竞争力。

■ **“液体黄金”工程化突破, 有望打造新的成长极。** 公司的“液体黄金”技术颠覆了橡胶行业一直沿用的橡胶与填料物理干法混炼方式, 突破了橡胶材料领域传统的经典磨耗理论, 打破“魔鬼三角”定律, 在行业内被誉为橡胶轮胎领域的“第四个里程碑”式的原始创新技术。根据公司微信公众号, 一辆使用“液体黄金”轮胎的载重卡车, 按 22 条轮胎计, 行驶 40 万公里, 对比市场常用的普通轮胎 (滚阻 D 级) 可节油约 2.46 万升, CO2 排放减少约 65.48 吨。随着“液体黄金”轮胎的推广及量产, 未来将有力提升公司品牌力及盈利能力。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑公司受海运影响, 我们调整了公司的盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润分别为 14.10 (前值 18.85) 亿元、20.18 (前值 21.09) 亿元和 30.09 亿元, 对应 EPS 为 0.46 元、0.66 元、0.98 元, PE 为 31.87X、22.27X 和 14.94X。考虑海外疫情、海运费、原材料成本等压制当前轮胎行业盈利水平的因素未来有望缓解, 公司继续优化海内外产能结构, “液体黄金”轮胎大规模推广在即, 上调至“买入”评级。

■ **风险提示:** “液体黄金”轮胎进展不及预期、原材料价格波动、竞争加剧、国际贸易摩擦、海运费高企

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	14.67
一年最低/最高价	4.63/15.33
市净率(倍)	4.43
流通 A 股市值(百万元)	37538.98

### 基础数据

每股净资产(元)	3.36
资产负债率(%)	56.99
总股本(百万股)	3063.48
流通 A 股(百万股)	2558.89

### 相关研究

1、《赛轮轮胎 (601058): 内外兼修持续扩张, 公司正在由大变强》2021-02-03

2、《赛轮轮胎 (601058): 业绩再创新高, 公司发展进入快车道》2020-10-14

赛轮轮胎三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>10,306</b>	<b>15,246</b>	<b>18,941</b>	<b>23,136</b>	<b>营业收入</b>	<b>15,405</b>	<b>19,107</b>	<b>25,641</b>	<b>29,827</b>
现金	4,369	8,387	9,593	12,790	减:营业成本	11,214	14,965	19,982	22,542
应收账款	1,889	2,160	3,022	3,443	营业税金及附加	59	83	105	126
存货	2,656	3,260	4,543	5,018	营业费用	796	1,134	1,423	1,713
其他流动资产	1,391	1,439	1,783	1,886	管理费用	790	864	1,236	1,393
<b>非流动资产</b>	<b>10,750</b>	<b>11,720</b>	<b>12,569</b>	<b>13,342</b>	研发费用	348	417	569	657
长期股权投资	590	769	939	1,113	财务费用	336	84	39	16
固定资产	7,353	8,014	8,583	9,061	资产减值损失	134	9	9	9
在建工程	773	853	933	1,013	加:投资净收益	-11	25	7	24
无形资产	565	659	752	845	其他收益	39	41	60	67
其他非流动资产	1,469	1,425	1,363	1,310	资产处置收益	5	2	6	5
<b>资产总计</b>	<b>21,056</b>	<b>26,965</b>	<b>31,510</b>	<b>36,479</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,754</b>	<b>1,638</b>	<b>2,369</b>	<b>3,486</b>
<b>流动负债</b>	<b>10,867</b>	<b>14,191</b>	<b>16,690</b>	<b>18,617</b>	加:营业外净收支	-33	-33	-33	-33
短期借款	2,815	3,000	3,000	3,000	<b>利润总额</b>	<b>1,721</b>	<b>1,605</b>	<b>2,336</b>	<b>3,453</b>
应付账款	1,979	2,641	3,526	3,978	减:所得税费用	200	173	262	380
其他流动负债	6,073	8,550	10,164	11,639	少数股东损益	29	11	28	33
<b>非流动负债</b>	<b>1,379</b>	<b>1,379</b>	<b>1,379</b>	<b>1,379</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,491</b>	<b>1,420</b>	<b>2,046</b>	<b>3,040</b>
长期借款	1,203	1,203	1,203	1,203	EBIT	2,121	1,677	2,347	3,435
其他非流动负债	176	176	176	176	EBITDA	2,891	2,602	3,366	4,544
<b>负债合计</b>	<b>12,246</b>	<b>15,570</b>	<b>18,069</b>	<b>19,996</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	348	360	387	420	每股收益(元)	0.62	0.46	0.67	0.99
归属母公司股东权益	8,462	11,036	13,054	16,062	每股净资产(元)	2.76	3.34	4.01	5.01
<b>负债和股东权益</b>	<b>21,056</b>	<b>26,965</b>	<b>31,510</b>	<b>36,479</b>	发行在外股份(百万股)	2,699	3,063	3,063	3,063
					ROIC(%)	12.9%	10.3%	12.5%	15.4%
					ROE(%)	17.6%	13.9%	16.6%	19.8%
					毛利率(%)	27.2%	21.7%	22.1%	24.4%
					销售净利率(%)	9.7%	7.4%	8.0%	10.2%
					资产负债率(%)	58.2%	51.5%	53.5%	49.7%
					收入增长率(%)	1.8%	24.0%	34.2%	16.3%
					净利润增长率(%)	24.8%	-4.8%	44.0%	48.6%
					P/E	23.56	31.51	21.87	14.72
					P/B	5.29	4.37	3.64	2.92
					EV/EBITDA	14.11	17.41	12.85	9.03

数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>