

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

没有公告就是好“公告”

2022 年 2 月 9 日

事件：北京时间 2022 年 2 月 8 日晚，美国海关公布 2021 年美国轮胎进口数据，2021 年，美国进口乘用车轮胎 1.89 亿条，较 2020 年同比增长 11.9%，其中从越南进口轮胎 1406 万条，同比增长 6.8%，从泰国进口 4060 万条，同比下降 7%。截止 2022 年 1 月 31 日，轮胎行业主要上市公司已经披露业绩预告的企业均出现净利润大幅下滑（超过 50%）或者净利润为负；根据交易所规定，业绩与上年同期相比下滑 50%以上或者净利润为负值的企业，需要在 1 月进行业绩预告，而公司根据交易所规则无需披露业绩预告。

点评：

➤ **东南亚双反，趋势分化显著。**根据美国海关数据，2021 年，美国进口乘用车轮胎 1.89 亿条，同比增长 11.9%，美国进口卡车轮胎 1725 万条，同比增长 32.8%。2021 年，是美国对东南亚地区进行双反制裁正式落地的第一年，美国分别对泰国、越南、韩国和中国台湾地区的乘用车轮胎进行了双反调查并最终落地。从最终的税率来看，越南地区的税率显著低于其他国家。因此从乘用车轮胎分国别的进口数据来看，2021 年，美国从越南进口轮胎 1406 万条，同比增长 6.8%，从泰国进口 4060 万条，同比下降 7%，二者出现了显著的分化。而且我们认为，随着越南地区的乘用车轮胎产能进一步增加，这一分化趋势将更加显著。而从未被制裁的卡车轮胎来看，2021 年，美国卡车轮胎进口显著增加，考虑到 2020 年疫情影响，从 2019、2020、2021 年三年维度的数据来看，美国进口卡车轮胎分别为 1446、1299、1725 万条，美国进口卡车轮胎在疫情控制措施逐步放开的情况下，美国市场的卡车轮胎需求较 2019 年也有显著的增加，而分国别来看，美国从越南进口了卡车轮胎 72、125、190 万条，美国从泰国进口了卡车轮胎 456、469、701 万条，过去 3 年，美国从越南、泰国进口的卡车轮胎都出现了显著的增加，主要是受到中国企业在两国的产能增加、而相应高性价比产品在美国市场受到青睐的影响。而需要注意的是，从在越南和泰国布局产能的企业数量来看，越南地区目前全钢胎的主要中国企业仅有赛轮，而泰国地区的产能包括中策、双钱、玲珑、浦林成山、通用股份，竞争相对更为激烈。我们认为，不管是从受到双反影响的乘用车轮胎来看，还是未受到双反影响的全钢胎来看，赛轮的越南工厂在 2022 年以及未来的 3-5 年内，从出口美国市场的角度来看，都有望显著优于泰国的轮胎工厂；而从半钢胎来看，2022 年，随着公司在柬埔寨产能的逐步达产，这一优势将会更加突出！

➤ **行业重压之下，真金本色凸显！**2021 年，是轮胎行业集体承压的一年，尤其是自 2 季度以来，在海运费高涨、上游原材料涨价、国内市场需求不济的多重压力之下，各轮胎企业业绩整体出现下滑。从主要上市公司近期公告来看，玲珑轮胎预计公司 2021 年扣非归母净利润 7.5-9.5 亿元，同比下降 54-64%，从单季度来看，公司前三季度归母净利润 8.2

亿元，若公司 2021 年归母净利润不达 8.2 亿，则 4 季度单季度预计亏损。贵州轮胎预计 2021 年扣非归母净利润 2.65 亿元，同比下降 55.5%。风神股份预计 2021 年扣非归母净利润亏损 1-1.2 亿元。通用股份预计 2021 年扣非归母净利润-3332 万元至-5979 万元。青岛双星预计 2021 年扣非归母净利润为-5.8 亿至-6.8 亿元。根据交易所规定，业绩与上年同期相比下滑 50%以上或者净利润为负值的企业，需要在 1 月进行业绩预告，而目前赛轮、森麒麟和三角轮胎三家企业根据该规则无需进行业绩预告。我们认为，在轮胎行业整体承压，全年业绩大幅下滑的情况下，赛轮 2021Q3 额外还受到越南疫情防控政策影响、越南工厂开工率显著受到影响，但公司 2021 年业绩仍然做到了相对的稳定，更加凸显了公司在高速发展的过程中，即使面对行业的波动，发展的韧性和稳定性！而且 2022 年，随着公司越南工厂自 2021 年 4 季度以来已经全面恢复生产和柬埔寨工厂的投产，有望重回高增长！

- **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 185、249、293 亿元，同比增长 20.23%、34.67%、17.63%，归属母公司股东的净利润分别为 15.22、25.18、32.89 亿元，同比增长 2%、65%、30%，2021-2023 年摊薄 EPS 分别达到 0.50 元，0.82 元和 1.07 元。对应 2022 年的 PE 为 14 倍，**维持“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。 3、海运持续紧张的风险。

重要财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	15128	15405	18522	24944	29340
增长率 YoY %	10.55%	1.83%	20.23%	34.67%	17.63%
归属母公司净利润 (百万元)	1195	1491	1522	2518	3289
增长率 YoY%	78.88%	24.79%	2.06%	65.43%	30.62%
毛利率%	25.86%	27.21%	24.17%	26.16%	27.06%
净资产收益率ROE%	17.87%	19.21%	15.61%	20.47%	21.64%
EPS(摊薄)(元)	0.39	0.49	0.50	0.82	1.07
市盈率 P/E(倍)	28	23	22	14	10
市净率 P/B(倍)	4.81	4.02	3.08	2.51	2.02

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 2 月 8 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	14562	17979	21450
货币资金	3812	4369	6316	7758	9875
应收票据	1	1	1	2	2
应收账款	1827	2247	2271	3059	3598
预付账款	176	303	380	498	579
存货	2229	2656	3327	4363	5069
其他	425	729	2266	2298	2327
非流动资产	9407	10750	10392	12541	15255
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	2593	3257	3765
资产总计	17877	21056	24955	30520	36705
流动负债	8467	10867	12187	14234	15630
短期借款	3687	2815	2815	2815	2815
应付票据	1676	3185	3989	5231	6078
应付账款	1579	1979	2479	3250	3776
其他	1524	2888	2904	2937	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	13566	16613	19509
少数股东权益	341	348	348	348	348
归属于母公司净利润	7068	8462	11040	13559	16848
负债和股东权益	17877	21056	24955	30520	36705

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	18522	24944	29340
同比	10.5	1.83	20.23	34.67	17.63
归属于母公司净利润	1195	1491	1522	2518	3289
同比	78.8	24.79	2.06	65.43	30.62
毛利率 (%)	25.8	27.21	24.17	26.16	27.06
	6%	%	%	%	%
ROE%	17.8	19.21	15.61	20.47	21.64
EPS (摊薄)(元)	0.39	0.49	0.50	0.82	1.07
P/E	28	23	22	14	10
P/B	4.81	4.02	3.08	2.51	2.02
EV/EBITDA	15.2	13.39	14.78	10.28	8.32
	5				

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	18,522	24,944	29,340
营业成本	11,216	11,214	14,046	18,419	21,400
营业税金及	74	59	84	114	134
销售费用	1,014	796	1,037	1,297	1,526
管理费用	592	790	833	1,122	1,320
研发费用	320	348	418	563	662
财务费用	252	336	217	367	322
减值损失合	401	142	204	249	278
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	1,742	2,870	3,745
营业外收支	-13	-33	-19	-21	-23
利润总额	1,322	1,721	1,723	2,850	3,722
所得税	131	200	200	332	433
净利润	1,191	1,521	1,522	2,518	3,289
少数股东损	-4	29	0	0	0
归属母公司	1,195	1,491	1,522	2,518	3,289
EBITDA	2,360	2,664	2,687	3,960	5,074
EPS (当	0.44	0.55	0.50	0.82	1.07

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	2982	3669	4655
金流					
净利润	1191	1521	1522	2518	3289
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	357	-127	-200
其它	522	476	165	190	227
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	1947	1442	2116
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
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@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都不曾与，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。