

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

至暗时刻已过，越南疫情后对美出口恢复高增长

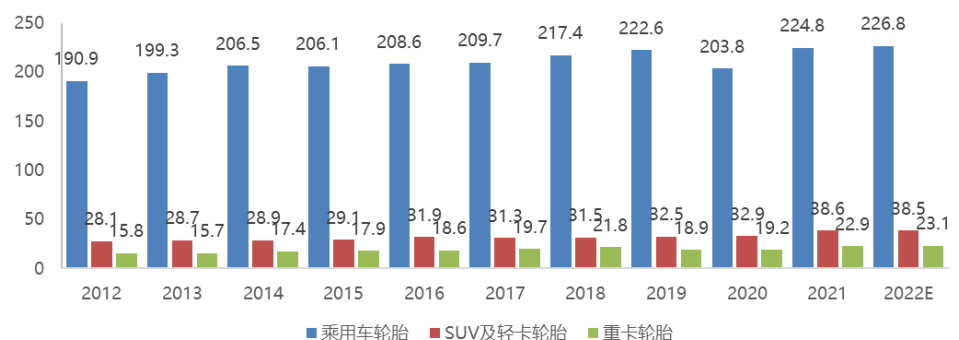
2022年3月9日

事件：北京时间2022年3月8日，美国海关公布了2022年1月美国轮胎进口数据，2022年1月美国进口来自越南的乘用车轮胎138万条，同比大幅增长19%。过去3年，美国从越南进口乘用车轮胎分别为1207、1317、1406万条，即便中间出现了新冠疫情，也保持了持续增长。

点评：

➤ **美国轮胎市场需求稳定。**美国市场是全球轮胎行业最重要的市场，市场需求大，波动性小，并且消费的产品规格、单价高。中国轮胎行业龙头们的利润大部分来自美国市场。根据美国轮胎制造商协会USTMA统计和预测，美国替换轮胎上，乘用车轮胎需求从2012年的1.9亿条增长到2022年达到2.3亿条，轻卡及SUV轮胎需求从2800万条增长到3900万条，重卡轮胎需求从1600万条增长到2300万条。在过去十年间，全球经济形势波澜迭起，经历过百元油价腰斩再回到百元，经历过全球贸易冲突，也经历过新冠疫情的肆虐，但美国轮胎市场需求一直保持稳定，从未出现大起大落。

图1 美国替换轮胎市场年度消费量（百万条）



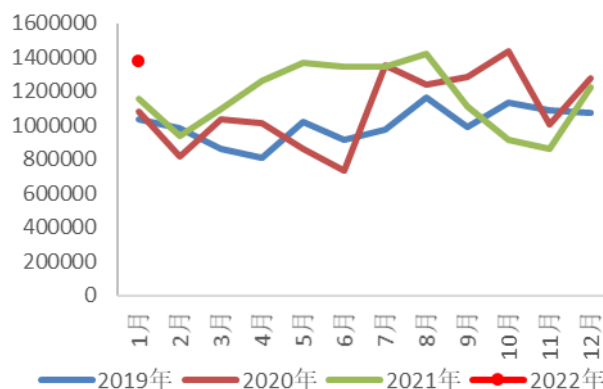
资料来源: USTMA, 信达证券研发中心

➤ **越南轮胎对美出口恢复高增长。**2022年3月8日美国海关公布2022年1月美国轮胎进口数据。根据美国海关统计，2022年1月份美国进口来自越南的乘用车轮胎138万条，同比大幅增长19%。过去3年，美国从越南进口乘用车轮胎分别为1207、1317、1406万条，即便中间出现了新冠疫情，也是保持了持续增长。赛轮轮胎越南工厂乘用车轮胎产能1300万条/年，目标市场即美国市场。根据美国海关统计，2022年1月份美国进口来自越南的卡车轮胎18万条，同比增长11%。过去3年，美国从越南进口卡车轮胎分别为72、125、190万条，即便中间出现了新冠疫情，也是保持了持续增长。赛轮轮胎越南工厂卡车轮胎产能380万条/年（含与固铂合资工厂的240万条），目标市场是美国市场和欧洲市场。

美国进口的数据与越南出口的数据存在一定的时滞，越南的轮胎厂交货上船就确认收入，体现为越南的当月出口，而货物在美国港口落地通关才计入美国进口数据，货物从越南运输到美国入关的时间造成了越南出口与美国进口数据上的时滞，在运力正常时该时滞通常为一个月左右，在 2021 年 Q4 由于美国堵港问题，货物到港后还要排队等待，全程时长超过 2 个月。因此 3 月 8 日美国海关更新的 1 月进口数据实际反映的还是越南工厂 Q4 出口的情况。

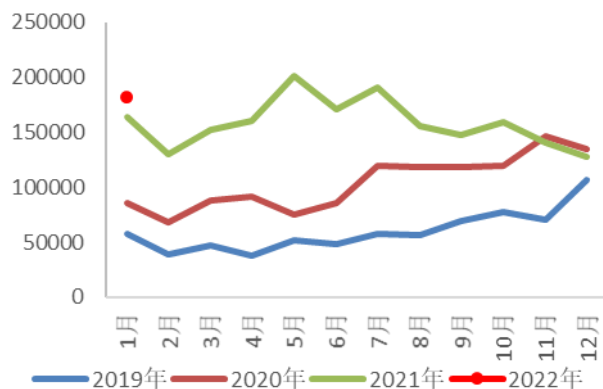
越南 2021 年为了对抗新冠疫情在 7、8、9 三个月进行了全面封锁，出口量骤降。在美国进口数据上反映在 9、10、11 月的美国从越南进口量骤减。而 2021 年 12 月及 2022 年 1 月美国从越南进口量快速反弹，反映出越南工厂从 Q4 开始走出至暗时刻，快速恢复对美出口。

图 2 美国进口越南乘用车轮胎数量（条）



资料来源：美国海关，信达证券研发中心

图 3 美国进口越南卡车轮胎数量（条）



资料来源：美国海关，信达证券研发中心

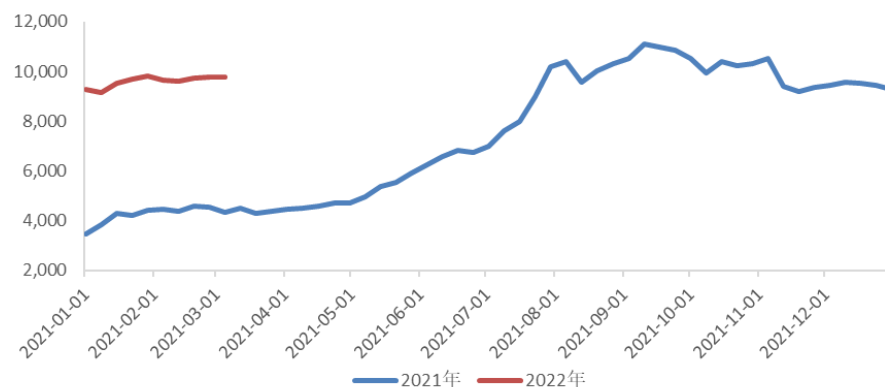
- **海运压力将在 2022 年显著消退：**2021 年海运压力体现在运力难求和运费高涨，均对赛轮轮胎经营构成较大负面影响。进入 2022 年，我们观察到美国港口拥堵情况正在以超过市场预期的速度疏解，中美间航船周期正在恢复正常，运力紧张的情况将得到修复。

全球最大的集装箱海运公司马士基在 2022 年 2 月 9 日发布财报，2021 年实现息税折旧及摊销前净利润 240 亿美元。并预计当前的市场情况将持续到 2022 年第二季度，并在今年下半年逐渐回归正常。基于这些

假设,马士基预计 2022 年全年息税折旧及摊销前净利润同样为 240 亿美元(与 2021 年持平)。

观察波罗的海集装箱运价指数可以清晰的看出 2021 年初指数起步于往年的正常水平,之后出现了数倍的上涨,呈现前低后高的态势。而基于马士基对 2022 年形势的推断,则不难推理出 2022 年的运价指数将呈现 2021 年的镜像:即前高后低的情况。

图 4 波罗的海集装箱运价指数



资料来源:万得,信达证券研发中心

2021 年 2 月 18 日我们在《亮剑:新白马,新消费!》报告中给予赛轮轮胎 800 亿元的估值,对应目标价 26.1 元/股。2021 年,虽然轮胎行业经历了新冠疫情、海运紧张的考验,但我们认为这些困难并不影响轮胎业务长期的成长逻辑,且都已经、或正在褪去。一个公司的长期价值并不随着短期困难导致的业绩波动而改变。

➤ **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 185.22、249.44、293.51 亿元,同比增长 20.23%、34.67%、17.67%,归属母公司股东的净利润分别为 13.27、19.97、30.8 亿元,同比增长-11.04%、50.54%、30.8%,2021-2023 年摊薄 EPS 分别达到 0.43 元,0.65 元和 1.01 元。对应 2022 年的 PE 为 15 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。

重要财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	15128	15405	18522	24944	29351
增长率 YoY %	10.55%	1.83%	20.23%	34.67%	17.67%
归属母公司净利润(百万元)	1195	1491	1327	1997	3080
增长率 YoY%	78.88%	24.79%	-11.04%	50.54%	54.20%
毛利率%	25.86%	27.21%	22.99%	23.82%	26.27%
净资产收益率 ROE%	17.87%	19.21%	13.74%	16.87%	21.42%
EPS(摊薄)(元)	0.39	0.49	0.43	0.65	1.01
市盈率 P/E(倍)	24	19	22	15	9
市净率 P/B(倍)	4.11	3.43	2.68	2.26	1.82

资料来源:万得,信达证券研发中心预测;股价为 2022 年 3 月 9 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	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
货币资金	8471	10306	14468	17530	20633	
应收票据	3812	4369	6164	7156	8994	
应收账款	1	1	1	2	2	
预付账款	1827	2247	2271	3059	3599	
存货	176	303	386	514	585	
其他	2229	2656	3379	4501	5126	
非流动资产	425	729	2266	2298	2327	
长期股权投资	9407	10750	10392	12542	15256	
固定资产	430	590	590	590	590	
无形资产	6407	7353	6622	8079	10251	
其他	474	565	587	615	650	
资产总计	2096	2242	2594	3258	3766	
流动负债	17877	21056	24860	30072	35889	
短期借款	8467	10867	12288	14502	15740	
应付票据	3687	2815	2815	2815	2815	
应付账款	1676	3185	4051	5397	6146	
其他	1579	1979	2517	3353	3819	
非流动负债	1524	2888	2904	2937	2960	
长期借款	2001	1379	1379	2379	3879	
其他	1904	1203	1203	2203	3703	
负债合计	97	176	176	176	176	
少数股东权益	10468	12246	13667	16881	19619	
归属母公司	341	348	348	348	348	
负债和股东权益	7068	8462	10845	12842	15922	

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	29351	
同比	10.55	1.83%	20.23%	34.67%	17.67%	
归属母公司净利润	1195	1491	1327	1997	3080	
同比	78.88	24.79%	-11.04%	50.54%	54.20%	
毛利率(%)	25.86	27.21%	22.99%	23.82%	26.27%	
ROE%	17.87	19.21%	13.74%	16.87%	21.42%	
EPS(摊薄)(元)	0.39	0.49	0.43	0.65	1.01	
P/E	24	19	22	15	9	
P/B	4.11	3.43	2.68	2.26	1.82	
EV/EBITDA	13.39	11.75	14.09	10.61	7.70	

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	29,351	
营业成本	11,216	11,214	14,265	19,001	21,639	
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	1,321	
研发费用	320	348	418	563	662	
财务费用	252	336	217	369	327	
减值损失合	401	142	207	255	281	
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	1,521	2,281	3,509	
营业外收支	-13	-33	-19	-21	-23	
利润总额	1,322	1,721	1,502	2,260	3,486	
所得税	131	200	175	263	406	
净利润	1,191	1,521	1,327	1,997	3,080	
少数股东损	-4	29	0	0	0	
归属母公司	1,195	1,491	1,327	1,997	3,080	
EBITDA	2,360	2,664	2,466	3,371	4,837	
EPS(当	0.44	0.55	0.43	0.65	1.01	

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	2829	3219	4377	
净利润	1191	1521	1327	1997	3080	
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	397	-62	-271	
其它	522	476	167	195	230	
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	1794	992	1838	

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	hanqiyue@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	刘韵	13620005606	liuyun@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

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。