

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

长风破浪会有时, 直挂云帆济沧海

2022 年 4 月 3 日

事件: 北京时间 2022 年 4 月 1 日, 赛轮轮胎发布 2021 年年度报告, 年报显示, 2021 年, 公司实现营业收入 179.98 亿元, 同比增长 16.84%; 实现归属于上市公司股东的净利润 13.13 亿元, 较上年同期减少 11.97%; 轮胎产品共生产 4539.77 万条, 同比增长 6.56%, 销售 4361.97 万条, 同比增长 4.98%。

点评:

- **内忧外困之下 Q4 净利润反弹, 市场份额持续提升。**根据公司年报, 2021 年, 公司在运费上涨、原材料价格上涨、越南疫情等多方面不利因素影响下, 实现营业收入 179.98 亿元, 同比增长 16.84%。实现轮胎产量 4,539.77 万条, 同比增长 6.56%, 实现轮胎销量 4,361.97 万条, 同比增长 4.98%。公司同时保持了产销量和销售收入的增加, 进一步提升了在全球轮胎市场的份额。从净利润来看, 2021 年, 公司实现归属于上市公司股东的净利润 13.13 亿元, 较上年同期减少 11.97%。但是分季度来看, 四个季度利润分别为 4.03、3.07、3.06、3.26 亿元, 自 2021 年 2 季度开始, 国际海运费暴涨、集装箱运力紧张, 导致了公司单季度利润出现了下降, 3 季度, 在上述因素之外越南疫情反弹导致公司越南工厂开工率下降, 公司 3 季度利润与 2 季度基本持平, 4 季度, 公司净利润已经止跌回升, 需要注意的是, 从历年单季度利润来看, 由于 4 季度和 1 季度通常为轮胎行业销售淡季, 通常较 3 季度利润相对较低, 因此公司 4 季度利润环比增长进一步证明了公司在外部的困境中抓住机遇, 实现了业绩成长。
- **海运费方面, 海运压力将有望消退。**2021 年轮船出口面临港口拥堵、集装箱紧缺等困难, 海运费出现大幅上涨。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)。因此, 我们认为 2021 年对公司利润造成重要影响的运费因素在 2022 年将显著改善。
- **原材料方面, 橡胶价格已有所回落。**从百川近三年天然橡胶的市场均价来看, 近三年的价格高点出现在 21 年的 2 月和 3 月, 价格分别达到 14633 和 14392 元/吨。而 22 年前四个月, 天然橡胶价格均比去年同期有所回落, 天然橡胶供需短期紧张的格局已有所改善。而除此以外, 尽管上游的原油、煤炭价格大幅上涨, 但轮胎的主要原材料合成橡胶的价格涨幅相对较小, 公司合成橡胶主要采购自中石油, 从采购价格和备

货难度来看，目前价格较为平稳，不存在备货压力，原油价格对合成胶的传导并不直接。综合来看，公司在原材料方面所承受压力有望稳中有降。

- **越南疫情枷锁解除，海外工厂盈利恢复。**21年Q3，越南疫情在德尔塔变异毒株肆虐和防疫措施放宽的背景下出现失控，部分地区出台“工厂隔离”措施，对其国内经济社会产生了较大影响，胡志明证交所越南指数从2021年7月2日的1420个点迅速下降到19日的1244个点，公司越南工厂也受到疫情防控政策的影响，产能利用率环比降低。随后，越南从“零感染”策略调整到疫情防控“新常态”策略，同时也得到了中国等国家的援助，21年Q4越南疫情对经济冲击得到遏制，国内恢复生产和出口，胡志明证交所越南指数不断回升，在10月27日恢复到此波疫情冲击前的1423个点。伴随着越南疫情的好转，公司越南工厂产能利用率改善明显，不仅显著高于21年Q3，也高于21年前两个季度，实现了突破性恢复。22年Q1，越南将新冠肺炎从A类传染病名单中移除、划归B类传染病，开始恢复定期国际航班并进一步全面恢复国际旅游。结合越南疫情和公司越南工厂生产情况来看，越南疫情对公司的限制已解除，公司越南工厂未来有望充分释放产能、贡献业绩，助力公司乘风破浪、冲出重围。
- **扩产节奏加快，有望持续扩大优势。**公司目前国内有青岛、东营、沈阳、潍坊四个工厂，目前实际达产年产能分别为730万条全钢胎、3450万条半钢胎、5万吨非公路轮胎；海外有越南和柬埔寨两个生产基地，目前实际达产年产能分别为425万条全钢胎、1250万条半钢胎、5万吨非公路轮胎。根据公司的产能规划，公司目前国内外均有在建产能，国内在建项目均有望在22年达产，年产能将增加240万条全钢胎、850万条半钢胎、1万吨非公路轮胎。海外的越南三期（100万条全钢胎、400万条半钢胎和5万吨非公路轮胎）和柬埔寨项目（165万条全钢胎和900万条半钢胎）有望在23年建成。公司2022年3月新布局的柬埔寨全钢胎项目位于柬埔寨1号公路南侧，过境越南不须开柜查验，公司可充分利用现有的轮胎生产技术和人力、物力资源，结合柬埔寨自身低税率的特点，提升公司国际市场占有率，助力公司占据更有利的竞争位置。
- **液体黄金产品持续推进。**11月，德国TÜV莱茵在第四届中国国际进口博览会上发布了测试周期一个月、全程一万多公里实车测试结果：液体黄金轮胎百公里综合油耗较国际一线品牌在中国重卡市场反馈最好的同类产品低18.26%，较国内一线品牌在中国重卡市场反馈最好的同类产品低16.56%，较国内一线品牌在配套市场的主销同类产品低11.24%。12月，公司联合广东省新能源汽车发展服务中心、深圳南山交通运输有限公司共同开展深圳绿色出行道路测试，本次测试选用4辆新能源出租车，测试结果显示液体黄金轮胎百公里耗电较其原配套轮胎降低12.26%（对应省电2.04度）。公司的液体黄金轮胎产品，无论是在全钢还是半钢、在燃油车还是在新能源车的实测效果都获得了市场的高度认可，2022年，公司液体黄金产品有望进一步提升市场份额并在海外市场有所斩获。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2022-2024年营业收入分别达到

236.31、283.20、338.38 亿元，同比增长 31.29%、19.84%、19.48%，归属母公司股东的净利润分别为 18.98、28.08、39.88 亿元，同比增长 44.54%、47.95%、42.04%，2022-2024 年摊薄 EPS 分别达到 0.62 元，0.92 元和 1.30 元。对应 2022 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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	15405	17998	23631	28320	33838
增长率 YoY %	1.83%	16.84%	31.29%	19.84%	19.48%
归属母公司净利润 (百万元)	1491	1313	1898	2808	3988
增长率 YoY%	24.79%	-11.97%	44.54%	47.95%	42.04%
毛利率%	27.21%	18.87%	21.14%	24.30%	25.86%
净资产收益率ROE%	19.21%	13.68%	16.27%	20.05%	22.91%
EPS(摊薄)(元)	0.55	0.43	0.62	0.92	1.30
市盈率 P/E(倍)	20	23	16	11	8
市净率 P/B(倍)	3.59	2.83	2.41	1.97	1.57

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 4 月 1 日收盘价

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	10306	12472	18258	22848	28364
货币资金	4369	4841	7997	11086	14730
应收票据	1	13	17	21	25
应收账款	1889	2359	3098	3713	4436
预付账款	303	254	324	373	437
存货	2656	4308	5498	6324	7401
其他	1087	697	1324	1332	1336
非流动资产	10750	13701	14357	16727	19689
长期股权投	590	616	616	616	616
固定资产	7353	9138	10472	12293	14660
无形资产	565	742	822	922	1027
其他	2242	3205	2447	2897	3386
资产总计	21056	26173	32615	39575	48053
流动负债	10867	11841	14452	16573	19032
短期借款	2815	4125	5125	6125	7125
应付票据	3185	2234	2851	3280	3838
应付账款	1979	3532	4507	5185	6067
其他	2888	1950	1969	1984	2001
非流动负债	1379	3127	5127	7127	9127
长期借款	1203	2971	3971	4971	5971
其他	176	157	1157	2157	3157
负债合计	12246	15035	19579	23701	28159
少数股东权	348	407	436	465	495
益					
归属母公司	8462	10730	12600	15409	19399
负债和股东	21056	26173	32615	39575	48053
权益					

重要财务指标		单位:百万元			
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	15405	17998	23631	28320	33838
同比	1.83%	16.84%	31.29%	19.84%	19.48%
归属母公司净利润	1491	1313	1898	2808	3988
同比 (%)	24.79 %	- 11.97%	44.54%	47.95%	42.04%
毛利率 (%)	27.21 %	18.87%	21.14%	24.30%	25.86%
ROE%	19.21	13.68%	16.27%	20.05%	22.91%
EPS (摊薄)(元)	0.55	0.43	0.62	0.92	1.30
P/E	20	23	16	11	8
P/B	3.59	2.83	2.41	1.97	1.57
EV/EBITDA	12.21	14.45	12.31	9.76	7.81

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	15,405	17,998	23,631	28,320	33,838
营业成本	11,214	14,602	18,636	21,437	25,087
营业税金及	59	49	90	108	129
销售费用	796	674	1,230	1,474	1,761
管理费用	790	572	962	1,153	1,378
研发费用	348	481	555	665	794
财务费用	336	274	432	694	685
减值损失合	-142	-89	-188	-66	-56
投资净收益	-11	26	22	12	20
其他	-240	-112	51	57	54
营业利润	1,754	1,349	1,987	2,923	4,133
营业外收支	-33	32	-5	-5	0
利润总额	1,721	1,381	1,982	2,919	4,133
所得税	200	39	56	82	116
净利润	1,521	1,342	1,927	2,837	4,017
少数股东损	29	29	29	29	29
归属母公司	1,491	1,313	1,898	2,808	3,988
EBITDA	2,664	2,673	3,381	4,571	6,094
EPS (当	0.55	0.43	0.62	0.92	1.30

现金流量表			单位:百万元		
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3415	832	2907	4109	5555
净利润	1521	1342	1927	2837	4017
折旧摊销	770	960	1039	1211	1428
财务费用	173	332	359	442	533
投资损失	11	-30	-22	-12	-20
营运资金变	464	-1840	-208	-311	-358
其它	476	67	-188	-56	-45
投资活动现金流	-1950	-2482	-2363	-3582	-4379
资本支出	-1535	-2582	-2385	-3594	-4399
长期投资	-9	105	22	12	20
其他	-406	-6	0	0	0
筹资活动现金流	-1716	2147	2612	2561	2469
吸收投资	1	1249	2	2	2
借款	-293	2359	3000	3000	3000
支付利息或股息	533	693	390	442	533
现金流净增加额	-332	494	3156	3088	3644

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
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@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。