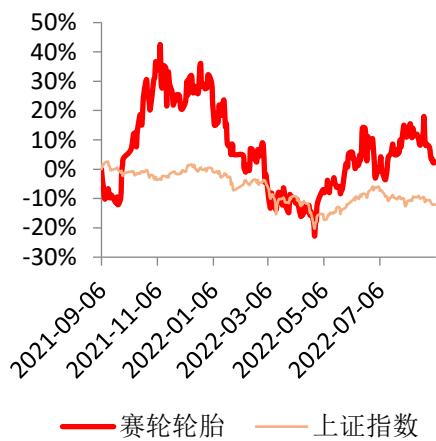


公司投资评级

推荐|首次覆盖

相对指数表现



资料来源：iFind，中邮证券研究所

基本数据（2022.9.2）

收盘价（元/股）	11.24
52周内高（元/股）	16.27
52周内低（元/股）	7.89
总市值(亿元)	344.28
流通市值(亿元)	294.71
总股本(亿股)	30.63
A股(亿股)	30.63

研究所

分析师：钟浩

SAC 登记编号：S1340522080003

Email: zhonghao@cnpsec.com

赛轮轮胎（601058.SH）：

Q2 环比继续呈改善迹象，静待原材料价格下调

● 事件描述

赛轮轮胎公布 2022 半年报：报告期内公司实现营业收入 104.93 亿元，同比+21.28%；归母净利润 7.15 亿元，同比+1.6%。

● 事件点评

单季度环比改善超预期。公司 Q2 营收 56.3 亿元，同比+25.03%，环比+15.77%，Q2 归母净利润 3.93 亿元，同比+29.7%，环比+22.05%。Q2 毛利率 19.32%，环比+2.3pct，Q2 净利率率 7.37%，环比+0.43pct。在轮胎行业仍处于景气度见底回升的背景下，环比改善幅度超预期。Q2 轮胎产量 1171.49 万条，环比+5%，销量 1136.05 万条，环比+3.27%。

上游原材料价格高位往下，盈利能力有望持续修复。由于国际油价高位回落，轮胎主要原材料跟跌，Q2 天然胶、合成胶、炭黑、钢丝帘线四大主材环比下降 0.19%，海运费也有边际向下的趋势，轮胎作为有消费属性的工业品较难涨价且有滞后性，Q2 轮胎价格环比增长 12.27%，盈利的弹性主要来自于成本的边际变化，目前原材料价格已有高位往下的趋势但仍处高位，静待原材料价格下调所带来的盈利持续修复。

公司海外基地产能逐步释放，未来成长确定性较高。公司未来三年产能年均增速在 20%以上，盈利能力较强的海外基地产能逐步释放，柬埔寨 900 万条半钢胎项目、越南 300 万条半钢胎+100 万条全钢胎等项目顺利推进中，未来规划新建柬埔寨 165 万条全钢胎项目、预计明年投产，国内规划青岛 3000 万条高性能子午胎+15 万吨非公路胎项目、50 万吨功能化新材料（一期 20 万吨）项目。

● 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 231.27 亿元、285.17 亿元、336.21 亿元，归母净利润为 19.09 亿元、25.83 亿元、32.32 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 18 倍、13 倍、11 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示

海外需求不及预期，原材料价格下跌低于预期，新增产能投产进度低于预期。

盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	17998.43	23127.98	28516.80	33621.31
增长率 (%)	16.84%	28.50%	23.30%	17.90%
EBITDA (百万元)	2578.93	3225.98	4273.05	4970.29
归属母公司净利润 (百万元)	1312.97	1909.35	2582.91	3232.31
增长率 (%)	-11.97%	45.42%	35.28%	25.14%
EPS (元/股)	0.45	0.62	0.84	1.06
市盈率 (P/E)	32.87	18.03	13.33	10.65
市净率 (P/B)	4.22	2.83	2.33	1.91
EV/EBITDA	18.90	12.33	9.49	8.01

数据来源：iFind，中邮证券研究所（估值数据采用 2022 年 9 月 2 日收盘价）

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	12472.18	14810.31	17489.43	21307.41
货币资金	4841.01	5411.67	6554.30	8809.16
应收及预付	2626.84	3469.01	4175.93	5035.43
存货	4307.72	5000.78	5819.37	6426.07
其他流动资产	696.61	928.85	939.83	1036.74
非流动资产	13700.75	16388.38	18785.33	20877.65
长期股权投资	615.73	635.94	656.15	676.36
固定资产	9138.06	10988.49	12565.74	13819.30
在建工程	1444.37	2244.58	3039.81	3833.02
无形资产	741.64	726.64	707.64	690.64
其他长期资产	1760.96	1792.73	1815.99	1858.33
资产总计	26172.94	31198.69	36274.76	42185.05
流动负债	11841.34	13558.10	14384.81	15596.59
短期借款	4125.40	4825.40	5125.40	5225.40
应付及预收	5765.54	6576.06	6917.29	7866.84
其他流动负债	1950.40	2156.63	2342.11	2504.36
非流动负债	3194.12	4994.24	6594.47	7994.70
长期借款	2970.58	4770.70	6370.93	7771.16
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	223.54	223.54	223.54	223.54
负债合计	15035.46	18552.34	20979.27	23591.29
实收资本	3063.48	3063.48	3063.48	3063.48
资本公积	2711.46	2711.46	2711.46	2711.46
留存收益	5137.12	6586.95	9169.86	12402.16
归属母公司股东权	10730.47	12180.29	14763.20	17995.50
少数股东权益	407.01	466.06	532.29	598.26
负债和股东权益	26172.94	31198.69	36274.76	42185.05

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	17998.43	23127.98	28516.80	33621.31
营业成本	14602.29	18826.18	22913.25	26880.24
税金及附加	49.21	62.45	77.00	90.78
销售费用	674.19	855.74	998.09	1176.75
管理费用	572.00	716.97	855.50	1008.64
研发费用	480.66	693.84	741.44	874.15
财务费用	274.27	175.36	194.65	193.23
资产减值损失	-109.34	9.00	9.00	9.00
公允价值变动收益	-0.27	0.00	0.00	0.00
投资净收益	26.32	13.88	17.11	20.17
资产处置收益	3.02	231.28	0.00	0.00
其他收益	62.44	69.38	85.55	100.86
营业利润	1348.73	2121.00	2848.53	3527.57
营业外收入	43.51	12.00	0.00	0.00
营业外支出	11.51	5.00	0.00	0.00
利润总额	1380.73	2128.00	2848.53	3527.57
所得税	38.67	159.60	199.40	229.29
净利润	1342.06	1968.40	2649.14	3298.27
少数股东损益	29.09	59.05	66.23	65.97
归属母公司净利润	1312.97	1909.35	2582.91	3232.31
EBITDA	2578.93	3225.98	4273.05	4970.29

数据来源: Wind 资讯, 中邮证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	836.67	2546.06	3070.11	4376.54
净利润	1342.06	1968.40	2649.14	3298.27
折旧摊销	985.01	1183.78	1255.98	1278.67
营运资金变动	-1672.43	-568.72	-1057.66	-430.01
其它	182.04	-37.39	222.66	229.60
投资活动现金流	-2482.42	-3798.24	-3576.82	-3361.82
资本支出	-2581.83	-3573.91	-3603.44	-3301.44
投资变动	90.79	-188.21	49.51	-50.55
其他	8.62	-36.12	-22.89	-9.83
筹资活动现金流	2146.85	1822.85	1649.34	1240.14
银行借款	9335.23	2500.12	1900.23	1500.23
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1248.95	0.00	0.00	0.00
其他	-8437.32	-677.27	-250.89	-260.09
现金净增加额	493.85	570.67	1142.63	2254.86
期初现金余额	2584.46	3078.31	3648.98	4791.61
期末现金余额	3078.31	3648.98	4791.61	7046.47

主要财务比率

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长	16.84%	28.50%	23.30%	17.90%
营业利润增长	-23.10%	57.26%	34.30%	23.84%
归属母公司净利润增长	-11.97%	45.42%	35.28%	25.14%
盈利能力 (%)				
毛利率	18.87%	18.60%	19.65%	20.05%
净利率	7.46%	8.51%	9.29%	9.81%
ROE	12.24%	15.68%	17.50%	17.96%
ROIC	7.98%	8.07%	10.03%	10.54%
偿债能力				
资产负债率 (%)	57.45%	59.47%	57.83%	55.92%
净负债比率	30.76%	42.35%	39.96%	28.82%
流动比率	1.05	1.09	1.22	1.37
速动比率	0.64	0.68	0.77	0.91
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.74	0.79	0.80
应收账款周转率	7.63	7.31	7.49	7.31
存货周转率	4.18	4.62	4.90	5.23
每股指标 (元)				
每股收益	0.45	0.62	0.84	1.06
每股经营现金流	0.27	0.83	1.00	1.43
每股净资产	3.50	3.98	4.82	5.87
估值比率				
P/E	32.87	18.03	13.33	10.65
P/B	4.22	2.83	2.33	1.91
EV/EBITDA	18.90	12.33	9.49	8.01

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

推荐： 预计未来6个月内，股票涨幅高于沪深300指数20%以上；

谨慎推荐： 预计未来6个月内，股票涨幅高于沪深300指数10%—20%；

中性： 预计未来6个月内，股票涨幅介于沪深300指数-10%—10%之间；

回避： 预计未来6个月内，股票涨幅低于沪深300指数10%以上；

行业投资评级标准：

强于大市： 预计未来6个月内，行业指数涨幅高于沪深300指数5%以上；

中性： 预计未来6个月内，行业指数涨幅介于沪深300指数-5%—5%之间；

弱于大市： 预计未来6个月内，行业指数涨幅低于沪深300指数5%以上；

可转债投资评级标准：

推荐： 预计未来6个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数10%以上；

谨慎推荐： 预计未来6个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数5%—10%；

中性： 预计未来6个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；

回避： 预计未来6个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。